

A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bibfea@usp.br](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD).

13.06.83  
T664

**FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL  
DA REFORMA FINANCEIRA DE 1964 AOS ANOS 90:  
EXPANSÃO, CRISE E NOVAS TENDÊNCIAS**



**RUDINEI TONETO JUNIOR**

DEDALUS - ACERVO - FEA  
20600038643

Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, sob orientação do Prof. Dr. Flávio Azevedo Marques de Saes, para a obtenção do título de doutor em Economia.

7540

FEA - USP - SBD  
C Aquisição e Proc. Técnicos  
DATA DE DEFESA 21/01/97

São Paulo  
1996

75410

T336.81 T664f

T75410



20600038643



Powered by RfidProStar - [www.fcgprocess.com.br](http://www.fcgprocess.com.br)

**Para**

**Diana, Rodrigo e Lígia**

## AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese passa por vários estágios que vão do prazer à angústia. Inicia-se com a escolha do tema, um assunto que gostaríamos de entender melhor e cuja compreensão acreditamos ser de alguma valia tanto a nível pessoal como social. Os ganhos de escala, de conhecimento, são infinitos nas primeiras leituras, o prazo de conclusão ainda está distante o que permite trabalhar sem pressões. Neste ambiente de prazer nos damos ao luxo de iniciar divagações e correr por caminhos distantes que são ainda mais prazerosos do ponto de vista do conhecimento mas que pragmaticamente nos afastam do objetivo final: a necessidade de completar a tese. Neste percurso, o prazo vai se esgotando e o pragmatismo se impõe exigindo a conclusão do trabalho. A sua proximidade vai transformando o prazer em angústia, cuja esperança é o alívio de quando tudo estiver terminado.

Escrever os agradecimentos neste momento de angústia, em que o trabalho parece extremamente individual, torna-se uma obrigação arriscada pela possibilidade de não conferir o devido reconhecimento às pessoas que tenham sido muito importantes para a execução do trabalho e mesmo levar ao esquecimento de outros, à estes desde já minha gratidão e minhas desculpas. Aos que seguem muito obrigado e a certeza de que os erros que persistem no trabalho são de minha inteira responsabilidade.

A primeira pessoa a quem devo estar minimizando a importância é o meu orientador, o Flávio. Desde que o conheci e ele aceitou me orientar no mestrado a minha admiração e gratidão por ele são crescentes tanto em termos de conhecimento como de conduta profissional e pessoal, mostrando-se sempre disposto a discutir e prontamente atender às necessidades do orientando que se perdeu nos prazos e impôs cotas adicionais de sacrifício ao orientador.

Aos professores do departamento de Economia tenho uma gratidão de modo geral, mas gostaria de agradecer nominalmente a alguns deles. Em primeiro lugar aos membros da banca de qualificação que tiveram a paciência de ler o material apresentado e forneceram valiosas sugestões. São eles: Roberto Vermuln, orientador de monografia e amigo deste então; Dante Aldrighi, companheiro de estudo do mesmo assunto sempre presente para discussões e troca de materiais; Júlio Pires, professor e companheiro de Ribeirão Preto que se mostrou um grande amigo. Além destes gostaria de citar os professores Raul, Armênio, Marco Antônio e Leda. Ao professor Ivo Torres, coordenador da FEA/Ribeirão, e aos demais professores com quem tenho trabalhado nos últimos anos.

Entre os amigos do IPE que colaboraram para tornar este trabalho menos desgastante gostaria de agradecer o Amaury e o Andrés (também componentes do grupo de orientandos do Flávio) e o Josué e o Márcio, que estudam assuntos semelhantes. Com estes tive a oportunidade de discutir o assunto da tese e realizar trabalhos em conjunto que foram etapas nesta trajetória. Além destes, uma série de novas amizades foram se fazendo nestes anos tornando mais agradável o convívio no IPE: Aldo, Paulo Furquim, Verônica, Julimar, Marcão, Tatiane, Sergio Ishikawa, Tonooka, Daniela, Silvia, Nelson, Sandra, e vários outros me lembrarei depois.

Ao longo deste percurso tive a chance de trabalhar com o grupo de Sistema Financeiro do IESP/FUNDAP, gostaria de agradecer, especialmente ao Ricardo Carneiro pela oportunidade oferecida e pelas contribuições que deu ao desenvolvimento deste

trabalho, mesmo que indiretamente. Igualmente importante foi ter trabalhado com a Mônica Baer.

Aos funcionários da FIPE e da FEA, em especial os da biblioteca e da secretaria de pós-graduação, que tornaram possível o desenvolvimento deste trabalho. Ao CNPq, à CAPES e à FIPE pelo suporte financeiro nos últimos anos.

O ambiente externo à faculdade é que permite o equilíbrio necessário para que o trabalho seja realizado. Neste sentido gostaria de agradecer:

Aos amigos Mauro, Baiano, Fernanda, Débora e Denise pelo apoio e pelos momentos de descontração que possibilitaram.

À minha família: meus pais, minha irmã, minhas sobrinhas, o tio Vital e a tia Claudete, meu sogro, minha sogra e a Val que deram o carinho necessário e sempre se mostraram prontos a ajudar quando preciso.

À Diana, esposa, companheira, intelectual, que não só fez de tudo para que eu tivesse um ambiente tranquilo para o trabalho, compreendendo as angústias e dificuldades do marido e atendendo às demandas do nosso filho sem perder o bom humor, como contribuiu com sugestões e com a revisão da tese.

E, finalmente, aos meus filhos que dão a motivação necessária para seguir adiante. Ao Rodrigo, cuja presença e carinho eliminam toda angústia e nervosismo, e à Lígia, que está para nascer mas que também já é motivo de felicidade.

## ÍNDICE

APRESENTAÇÃO .....	1
<b><u>PARTE I</u> - A RELAÇÃO ENTRE FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO: ASPECTOS TEÓRICOS. ....</b>	<b>12</b>
<b>CAPÍTULO 1 - FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO: MARX E KEYNES....</b>	<b>13</b>
1.1. - TEORIA MARXISTA: ACUMULAÇÃO DE CAPITAL, CRÉDITO E VALORIZAÇÃO FINANCEIRA. ....	14
1.2. - TEORIA KEYNESIANA: <i>FINANCE E FUNDING</i> . ....	31
1.3. - COMENTÁRIOS FINAIS. ....	45
<b>CAPÍTULO 2 - INSTITUCIONALIDADE E EFICIÊNCIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS. ....</b>	<b>48</b>
2.1. - O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO E A HIPÓTESE DA REPRESSÃO FINANCEIRA. ....	52
2.2. - O PARADIGMA DA ECONOMIA DA INFORMAÇÃO. ....	57
2.3. - QUALIFICAÇÕES SOBRE A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA. ....	64
2.3.1. - A NECESSIDADE DE UM MERCADO DE CAPITAIS DESENVOLVIDO. ....	65
2.3.2. - CONCORRÊNCIA E SUPERVISÃO BANCÁRIA. ....	67
2.3.3. - OS PROBLEMAS NA LIBERALIZAÇÃO CHILENA. ....	73
2.4. - OS RISCOS DA LIBERALIZAÇÃO: A VISÃO ESTRUTURALISTA. ....	77
2.5. - ESTRUTURAS FINANCEIRAS. ....	82
2.6. - COMENTÁRIOS FINAIS. ....	92

**PARTE II - A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO NO DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO BRASILEIRO. .... 98**

**CAPÍTULO 1 - NOTAS SOBRE O FINANCIAMENTO DA INDUSTRIALIZAÇÃO  
ANTES DA REFORMA DE 1964. .... 101**

**CAPÍTULO 2 - A MONTAGEM DE UM NOVO PADRÃO DE FINANCIAMENTO: AS  
REFORMAS DO PAEG. .... 113**

**CAPÍTULO 3 - A DINÂMICA DO SISTEMA FINANCEIRO PÓS-64: DA EXPANSÃO  
À CRISE. .... 130**

**3.1. - UMA BREVE DESCRIÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO  
BRASILEIRO NO PERÍODO RECENTE. .... 131**

**3.2. - O DESEMPENHO DO SISTEMA FINANCEIRO. .... 135**

**3.2.1. - O APROFUNDAMENTO E A DIVERSIFICAÇÃO FINANCEIRA. .... 136**

**3.2.2. - OS EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO. .... 143**

**3.3. - DICOTOMIA OPERACIONAL E CIRANDA FINANCEIRA. .... 148**

**3.3.1 - DICOTOMIA OPERACIONAL E RISCO-PREÇO. .... 148**

**3.3.2. - CIRANDA FINANCEIRA: ENDIVIDAMENTO EXTERNO**

**E PÚBLICO..... 153**

**3.3.3. - O ENDIVIDAMENTO EXTERNO BRASILEIRO. .... 156**

**3.3.4. - ANOS 80: CRISE DA DÍVIDA EXTERNA, ENCILHAMENTO FISCAL E**

**MOEDA INDEXADA. .... 168**

**3.4. - A FRAGILIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS. .... 183**

**3.5. - OS FUNDOS DE POUPANÇA COMPULSÓRIA E A ATUAÇÃO DO BNDES E  
DO SFH: A OPERAÇÃO DO “SPREAD NEGATIVO”. .... 192**

**3.5.1. - O BNDES. .... 192**

**3.5.2. - O FGTS, O SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO E O**

**DESENVOLVIMENTO URBANO. .... 206**

**3.6. - COMENTÁRIOS FINAIS. .... 223**

<b>CAPÍTULO 4 - A DISCUSSÃO SOBRE UM NOVO PADRÃO DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: ALGUMAS TENDÊNCIAS RECENTES. ....</b>	<b>230</b>
<b>4.1. - INTRODUÇÃO. ....</b>	<b>230</b>
<b>4.2. - O PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS. ....</b>	<b>231</b>
<b>4.3. - A LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL E A REINSERÇÃO DO BRASIL NO FLUXO VOLUNTÁRIO DE RECURSOS EXTERNOS. ....</b>	<b>234</b>
<b>4.3.1. - AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL NO PERÍODO RECENTE. ....</b>	<b>234</b>
<b>4.3.2. - LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL E REINSERÇÃO INTERNACIONAL. ....</b>	<b>242</b>
<b>4.4. - OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: FUNDOS DE PENSÃO. ....</b>	<b>268</b>
<b>4.5. - PRIVATIZAÇÃO, CONCESSÕES DE SERVIÇOS DE UTILIDADE PÚBLICA E AJUSTE PATRIMONIAL DO ESTADO. ....</b>	<b>285</b>
<b>CONCLUSÕES .....</b>	<b>309</b>
<b>BIBLIOGRAFIA. ....</b>	<b>328</b>



## LISTA DE TABELAS

### PARTE II

#### CAPÍTULO 1:

TABELA II.1.1. - BNDE: APROVAÇÕES SEGUNDO RAMOS DE ATIVIDADES: 1952/64. ....	106
TABELA II.1.2. - BNDE: PRESTAÇÃO DE GARANTIAS EM MOEDA ESTRANGEIRA SEGUNDO RAMOS DE ATIVIDADE: 1952/64. ....	107
TABELA II.1.3. - BNDE: ESTRUTURA DE FONTE DE RECURSOS 1952/64. ....	108

#### CAPÍTULO 3:

TABELA II.3.1. - PRODUTO, INFLAÇÃO, FBCF/PIB: 1968/94. ....	133
TABELA II.3.2. - FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO: 1970/92. ....	134
TABELA II.3.3. - CONTAS PÚBLICAS: 1965/86. ....	135
TABELA II.3.4. - PARTICIPAÇÃO DOS SETORES NO PIB. ....	137
TABELA II.3.5. - RELAÇÃO HAVERES FINANCEIROS/PIB. ....	138
TABELA II.3.6. - COMPOSIÇÃO DOS HAVERES FINANCEIROS. ....	139
TABELA II.3.7. - EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO. ....	144
TABELA II.3.8. - EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA MONETÁRIO/ EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO. ....	145
TABELA II.3.9. - EMPRÉSTIMOS POR SEGMENTO DO SISTEMA NÃO MONETÁRIO. ....	146
TABELA II.3.10. - DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA: 1968/93. ....	157
TABELA II.3.11. - CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS: 1967/73. ....	157
TABELA II.3.12. - CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS: 1974/79. ....	165
TABELA II.3.13. - EMPRÉSTIMOS EXTERNOS-LEI 4 131-TOMADORES FINAIS. ....	165
TABELA II.3.14. - EMPRÉSTIMOS EXTERNOS - RESOLUÇÃO 63 - TOMADORES FINAIS. ....	166
TABELA II.3.15. - CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS: 1980/84. ....	169
TABELA II.3.16. - RELAÇÕES DE TROCA: 1977/85. ....	170
TABELA II.3.17. - TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS 1975/85. ....	171

TABELA II.3.18. - CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS: 1984/88. ....	177
TABELA II.3.19. - CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS: 1984/88. ....	178
TABELA II.3.20. - - CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS ESTADUAIS: 1984/88. ....	178
TABELA II.3.21.-BANCOS MÚLTIPLOS: CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO.	182
TABELA II.3.22. - BANCOS MÚLTIPLOS PRIVADOS: CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO. ....	182
TABELA II.3.23. - BANCOS MÚLTIPLOS PRIVADOS: CONTAS SELECIONADAS DO PASSIVO. ....	182
TABELA II.3.24. - BANCOS MÚLTIPLOS ESTADUAIS: CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO. ....	183
TABELA II.3.25. - BANCOS MÚLTIPLOS ESTADUAIS: CONTAS SELECIONADAS DO PASSIVO. ....	183
TABELA II.3.26. - VALOR DE MERCADO, VOLUME DE NEGÓCIOS E TURN-OVER NOS MERCADOS ACIONÁRIOS INTERNACIONAIS. ....	185
TABELA II.3.27. - ÍNDICES COMPARADOS DE PREÇOS. ....	186
TABELA II.3.28. - EMPRESAS ABERTAS E CONCENTRAÇÃO DOS NEGÓCIOS.	187
TABELA II.3.29.-EMISSÃO DE AÇÕES E DEBÊNTURES E POUP. INTERNA. ....	187
TABELA II.3.30. - ESTRUTURA DE FONTE DE RECURSOS BNDES: 1966/73. ....	194
TABELA II.3.31. - SISTEMA BNDES: APROVAÇÕES SEGUNDO ATIVIDADES: 1965/73. ....	194
TABELA II.3.32. - SISTEMA BNDES: ESTRUTURA DE FONTE DE RECURSOS: 1973/79. ....	196
TABELA II.3.33-SISTEMA BNDES-DESEMBOLSOS SEGUNDO RAMOS:1973/79.	197
TABELA II.3.34. - CONCESSÕES DE EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA BNDES POR SETOR. ....	200
TABELA II.3.35. - SISTEMA BNDES - ESTRUTURA DE FONTE DE RECURSOS: 1982/91. ....	202

TABELA II.3.36. - DESEMBOLSOS DO SISTEMA BNDES SEGUNDO A NATUREZA DA EMPRESA: 1981/91. ....	203
TABELA II.3.37. - APLICAÇÕES DO BNH POR ÁREAS DE ATUAÇÃO. ....	211
TABELA II.3.38. - PARTICIPAÇÃO % NOS EMPRÉSTIMOS DO SFH POR AGENTE FINANCEIRO. ....	213
TABELA II.3.39. - OPERAÇÕES DO BNH COM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. .	214
TABELA II.3.40. - FONTE DE RECURSOS DAS INSTITUIÇÕES DO SBPE: SCI E APE. ....	214
TABELA II.3.41. - FGTS: UNIDADES HABITACIONAIS FINANCIADAS. ....	215
TABELA II.3.42. - PRESTAÇÕES SFH X CORREÇÃO MONETÁRIA X SALÁRIO MÍNIMO. ....	217
TABELA II.3.43. - FGTS: ARRECADAÇÃO E SAQUES. ....	222

#### **CAPÍTULO 4**

TABELA II.4.1. - TOTAL DE ATIVOS E AÇÕES DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: PAÍSES SELECIONADOS. ....	238
TABELA II.4.2. - TRANSAÇÕES ENTRE-FRONTEIRAS COM TÍTULOS E AÇÕES. ....	240
TABELA II.4.3. - BALANÇO DE PAGAMENTOS SINTÉTICO: ÁSIA E AMÉRICA LATINA/CARIBE. ....	242
TABELA II.4.4. - CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS BRASIL: 1990/96. ....	249
TABELA II.4.5. - CUSTO DA ACUMULAÇÃO DE RESERVAS. ....	255
TABELA II.4.6. - <i>SPREAD</i> DOS BANCOS DE PRIMEIRA LINHA. ....	257
TABELA II.4.7. - <i>SPREAD</i> DAS CAPTAÇÕES EXTERNAS. ....	259
TABELA II.4.8. - VOLUME DE INVESTIMENTOS EXTERNOS: ANEXO IV.....	260
TABELA II.4.9. - COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS: ANEXO IV. ....	261
TABELA II.4.10. - VOLUME NEGOCIADO - BOVESPA. ....	262
TABELA II.4.11. - NÚMERO DE COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS EM BOLSAS NO BRASIL. ....	262
TABELA II.4.12. - PARTICIPAÇÃO (%) DOS INVESTIDORES NO MERCADO: BOVESPA. ....	262

TABELA II.4.13. - GRAU DE CONCENTRAÇÃO DAS 10 AÇÕES MAIS NEGOCIADAS NA BOVESPA. ....	263
TABELA II.4.14. - VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA. ....	263
TABELA II.4.15 - EMISSÃO REGISTRADA DE AÇÕES E DEBÊNTURES.....	264
TABELA II.4.16. - LANÇAMENTO DE RECIBO DE DEPÓSITOS. ....	267
TABELA II.4.17. - VALOR DAS CARTEIRAS DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS. ....	269
TABELA II.4.18. - NÚMERO DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA PRIVADA. ....	276
TABELA II.4.19. - CARTEIRA CONSOLIDADA DOS FUNDOS DE PENSÃO. ....	282
TABELA II.4.20-SÍNTESE DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO. ....	290
TABELA II.4.21. - MOEDAS UTILIZADAS NOS LEILÕES DE PRIVATIZAÇÃO. .	291
TABELA II.4.22. - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DO FCVS. ....	294

## APRESENTAÇÃO

Por que estudar o financiamento de longo prazo no período recente? A justificativa recai no fato já apontado por uma série de autores sobre a importância assumida pelo esgotamento do padrão de financiamento na explicação da crise vivida pelo país nos últimos anos.

A década de 80 é chamada, por muitos analistas econômicos, de a “década perdida” para a economia brasileira. As taxas de crescimento do produto foram extremamente baixas e oscilantes, fazendo com que o produto per capita ficasse praticamente estagnado nestes anos. Este desempenho decorre de uma profunda retração nas taxas de investimento que passaram de algo em torno a 25% no final dos anos 70 para 15% no início dos 90. O fenômeno mais marcante da crise foi a profunda instabilidade inflacionária, cuja taxa permaneceu elevada durante todos os anos, atingindo uma situação hiperinflacionária no final da década. Esta é o reflexo da crise financeira brasileira com a degradação das condições de financiamento do setor público e da transferência de recursos ao exterior.

A crise financeira é a manifestação mais visível de um problema mais profundo que é o esgotamento do modelo de desenvolvimento que perdurou por 50 anos no país: o Processo de Substituição de Importações. Este modelo, no Brasil, caracterizou-se por uma forte presença do Estado - regulando, investindo e viabilizando o investimento privado. Suas funções foram além da geração das condições materiais para a reprodução do capital e da arbitragem de conflitos, assumindo um caráter estruturante de constituição de novas relações de produção - introduziu novos agentes (classes sociais) e definiu a relação entre eles (por exemplo, legislação trabalhista), atuou como empresário, intermediou novas formas de inserção da economia brasileira na economia mundial, interviu diretamente na distribuição do excedente entre as classes, etc.. Uma segunda característica do modelo brasileiro foi o crescimento aos “saltos”, de acordo com as ondas de internalização da indústria no país - bens de consumo leves, duráveis, intermediários e de capital. Esta possibilidade esgotava-se no final dos 70 com o amplo conjunto de investimentos realizados ao longo do II PND nos setores de bens intermediários e de capital. O crescimento a partir deste momento não basear-se-ia na substituição de blocos industriais inteiros, mas decorreria do processo natural de reprodução ampliada do capital. As necessidades que ainda se

colocavam eram a ampliação da competitividade dos setores instalados, o que deveria passar por aumentos das escalas produtivas permitindo ganhos de produtividade, a internalização do progresso técnico e uma melhor distribuição dos resultados obtidos. Novamente o debate pode cair na questão dos mercados, tal qual, no início dos anos 60. A validação dos investimentos realizados no período anterior requeria a manutenção do crescimento, para tal os níveis de investimento deveriam permanecer elevados o que por sua vez necessitava de ampliações do mercado ou por uma maior inserção internacional (busca de mercado externos) ou ainda pela ampliação do mercado consumidor interno incorporando finalmente as camadas sociais ao capitalismo brasileiro como cidadão completos.

Qualquer caminho que se trilhasse iria requerer maiores investimentos, em um caso acompanhado de redistribuição de renda dentro da sociedade e no outro poderia significar, a princípio, uma maior concentração. Mas, nos dois casos, haveriam pressões sobre o gasto público, em especial, investimentos em infra-estrutura.

Várias dificuldades colocavam-se no início da década de 80, limitando o campo de escolha e a possibilidade de prosseguir no desenvolvimento.

Em primeiro lugar, esgotado o conjunto de investimentos públicos do período anterior havia uma necessidade imediata de validar os projetos realizados, isto é, garantir a valorização do capital. O amplo programa realizado se deu em um contexto onde os investimentos privados já tinham apresentado uma reversão em 1974 e o Estado tentou manter o crescimento a qualquer custo isolando-se em si mesmo. Esta estratégia fez com que as taxas de crescimento econômico, apesar de menores do que no período anterior, ainda se mantivessem em um patamar elevado. Mas, findo o período, materializa-se, o que poderíamos denominar em termos keynesianos, a queda da eficiência marginal do capital levando a uma profunda retração do investimento.

Isto é agravado, em segundo lugar, pois assiste-se nestes anos uma profunda crise no padrão de financiamento de longo prazo da economia, tanto pela reversão no fluxo de recursos externos como pela degradação nas condições de financiamento do Estado. O padrão de financiamento que vigorava desde 1964 ancorava-se basicamente nestes dois elementos.

O Estado funcionou como “capital financeiro geral” da economia. Foi responsável pela maior parte dos investimentos, tanto diretamente por meio das empresas estatais e da

administração direta como indiretamente concedendo créditos, avais, subsídios, incentivos fiscais, etc., ou seja, utilizou-se de toda uma série de instrumentos para incentivar e direcionar o investimento privado. Para tal recorreu não apenas aos recursos fiscais ampliados pela Reforma de 1964, mas, principalmente, aos mecanismos de poupança compulsória (fundos sociais administrados por instituições financeiras públicas (PIS/PASEP e FGTS) e recursos previdenciários, que em volume correspondiam a um novo Orçamento Fiscal) e ao endividamento do setor público (internamente e externamente). Desta forma, como a maior parte dos recursos que fluíam para o setor público desempenhar sua função financeira era composta de obrigações (dívidas) remuneradas em termos reais, não se poderia utilizá-los a fundo perdido, sob o risco de não conseguir honrar seus compromissos no futuro. Porém, caso não o fizesse, poder-se-ia limitar a capacidade do setor público em influir nas decisões de investimento privadas. Percebe-se que havia-se instalado um fator potencial de instabilidade no sistema.

Este elemento instabilizador foi amplificado pelo objetivo de desenvolver um sistema financeiro moderno no país. Para tal, fez-se uma ampla reforma no sentido de garantir rentabilidade real positiva para os ativos financeiros por meio da criação dos títulos com correção monetária, visando estimular a canalização de poupança para o sistema financeiro. Além disso, buscou-se uma maior aproximação com o sistema financeiro internacional e a especialização das instituições (segmentação), como forma de estimular o desenvolvimento de diferentes linhas de financiamento.

Apesar do grande crescimento do sistema financeiro privado no período e de um significativo aprofundamento financeiro (aumento na relação haveres financeiros/PIB), não se verificou um engajamento do mesmo com o financiamento da acumulação de capital. Sua atuação ficou restrita ao curto prazo - crédito ao consumidor, capital de giro, desconto de duplicatas, financiamento do governo (carregamento de títulos públicos), etc..

Quando rompe-se a capacidade de financiamento do Estado e cessa a entrada de recursos externos nos anos 80, o sistema financeiro privado não ocupou o vazio deixado no financiamento do investimento e, aliás, mostrou-se ainda mais disfuncional em relação à atividade produtiva, concentrando sua atuação no carregamento de títulos públicos, obtendo elevados ganhos decorrentes da elevada liquidez e rentabilidade, em um contexto de

aceleração inflacionária que se transformou no principal fator a nutrir os ganhos dos bancos às expensas do Estado.

O primeiro objetivo da tese é analisar o padrão de financiamento de longo prazo introduzido a partir do PAEG: seu funcionamento ao longo da expansão econômica dos anos 70 e sua crise nos anos 80. Buscar-se-á responder porque não houve um engajamento do sistema financeiro privado no financiamento da acumulação de capital e como, apesar disso, verificou-se um profundo crescimento deste segmento ao longo destes anos. Ou seja, tentar-se-á mostrar como se deu o descolamento entre valorização financeira e real na economia brasileira. Este fenômeno esteve diretamente relacionado aos processos de endividamento externo e endividamento público, que se mostravam como as duas faces da mesma moeda, mas em cuja relação desenvolvia-se a chamada “ciranda financeira” e no seu rastro o sistema financeiro. Ainda relacionado a este ponto tentar-se-á explicar porque não houve o desenvolvimento do mercado de capitais no país, apesar de todos os estímulos concedidos. A utilização do crédito subsidiado pelo Estado, com base em recursos captados através de dívida remunerada em termos reais, para estimular a acumulação de capital levou a emergência do chamado “*spread* negativo”. Isto combinado com o repasse destes recursos para estados, municípios e empresas estatais para atender suas necessidades de investimentos na ausência de outras fontes (centralização fiscal e contenção tarifária), fez com que na década de 80, no bojo da crise fiscal, os ativos dos fundos de poupança compulsória se mostrassem irrecuperáveis. A estatização da dívida externa com a interrupção do fluxo de recursos externos e a necessidade de fazer o pagamento do serviço da dívida externa pressionavam ainda mais a tendência de desequilíbrio fiscal e patrimonial do setor público. Com isso, quebrava-se toda estrutura de financiamento engendrada pelas reformas de 64. Este é o outro ponto a ser analisado na tese, o esgotamento da capacidade do Estado em continuar atuando como capital financeiro geral que é a raiz da crise financeira da economia brasileira. Neste sentido, tentaremos mostrar como um de seus aspectos o processo de crise de dois subsistemas de crédito oficiais que possuem os fundos de poupança de compulsória como principal *funding* e como foram os respectivos comportamentos em meio a crise: o BNDES e o SFH.

Deve-se notar que a crise da economia brasileira deu-se em um contexto de rápidas transformações na economia mundial. Um dos fatores a detonar a crise econômica no país



foi a recessão nos países desenvolvidos no início dos anos 80. Neste momento estava-se aprofundando uma série de alterações nestes países rumo a formas de regulação totalmente diferentes das vigentes no mundo capitalista do pós-guerra. Simultaneamente, várias modificações estavam acontecendo nos processos produtivos, a partir de um intenso ritmo de inovações tecnológicas (a revolução eletrônica e nos sistemas de comunicação) e a nível de organização e gestão das empresas. Estas mudanças escapavam ao âmbito da economia, transformando processos sociais, políticos, culturais, etc.. Processos que foram se impondo aos indivíduos e nações como um caminho irrevogável em direção ao mundo sem fronteiras, globalizado.

Em termos econômicos assistimos a emergência do neoliberalismo. O surgimento e a hegemonia deste se deu com a crise da chamada economia keynesiana e do “socialismo real”. Após 25 anos de hegemonia das propostas keynesianas de intervenção estatal, o chamado capitalismo administrado, com a constituição do Estado do Bem-Estar e a vigência do modo de regulação fordista - produção e consumo em massa -, no qual verificou-se uma rápida expansão econômica no pós-guerra; o modelo entrou em crise na década de 70 com o aparecimento da estagnação econômica e da aceleração inflacionária - a estagflação - sendo que as políticas keynesianas mostravam-se inoperantes frente a estes problemas.

Neste contexto foi se criando um consenso de que a perda de dinamismo econômico decorria do excesso de intervenção estatal. Esta ao limitar a concorrência e promover a “homogeneização” dos indivíduos - através do alto poder conferido aos sindicatos mantendo salários reais elevados e tributando em excesso os lucros e as classes de renda alta para financiar um elevado volume de gastos sociais - solapavam as bases do dinamismo e da eficiência econômica: a desigualdade e a busca do auto-interesse (possibilidade de lucros elevados).

Dentro dessa perspectiva, a superação da crise dar-se-ia pela revitalização do mercado e o fortalecimento da concorrência. Para tal, a preocupação básica do governo deveria ser a estabilidade da moeda, ou seja, o controle inflacionário e a defesa da principal instituição do sistema de mercado - a propriedade privada. Dada a estabilidade das instituições básicas: moeda e propriedade privada, o resto - desenvolvimento (crescimento e igualdade) - viriam por meio da concorrência, da atuação do livre mercado.

Assim, o cardápio de políticas seria: a privatização das empresas estatais, a desregulamentação, a “busca” do orçamento equilibrado com redução de impostos sobre lucros e classes de renda alta, redução dos gastos sociais (reformas previdenciárias de cunho privatizante, privatização da saúde, eliminação ou limitação do seguro-desemprego, etc); eliminar subsídios, direcionamento de créditos; abertura comercial, etc.. Enfim, dever-se-ia introduzir o máximo possível de concorrência em todos os mercados. Com a sobrevivência dos mais aptos, garantir-se-ia a eficiência e o dinamismo econômico. Todos os problemas econômicos seriam resolvidos pelo mecanismo de preços.

No âmbito financeiro, a proposta neoliberal manifestou-se na chamada “liberalização financeira”. Esta correspondeu à eliminação de qualquer intervenção do governo tanto em termos de controle das taxas de juros, direcionamento do crédito e qualquer tipo de atuação na mobilização e direcionamento da poupança financeira, como em termos de regulamentação do sistema, controle dos movimentos de capitais dos países com o resto do mundo, delimitação de áreas de atuação dos agentes privados nacionais e internacionais, redes de proteção, etc.. Esta liberalização financeira trouxe profundas consequências em termos de funcionamento dos sistemas financeiros. Dentre as quais, cabe destacar a menor diferenciação entre os agentes e instrumentos financeiros, a maior concorrência, o desenvolvimento do mercado de capitais *vis a vis* às operações tradicionais de crédito, o crescimento dos chamados “investidores institucionais”, a globalização financeira com a interligação e interdependência dos diversos sistemas financeiros nacionais, um grande crescimento das atividades financeiras tanto em termos nacionais como internacionais, entre outras transformações.

No caso brasileiro pode-se dizer que a hegemonia do neoliberalismo chegou mais tarde, apenas na década de 90, apresentando-se como a forma adequada de superar os constrangimentos estruturais e recolocar o país nos trilhos do desenvolvimento. Apesar das idas e vindas, muito se avançou, nos últimos anos, na direção do projeto liberal: a abertura comercial fez-se em um ritmo rápido, as privatizações, apesar dos questionamentos, já passou pelos setores siderúrgicos, petroquímico e está entrando nos setores de utilidade pública (energia, transportes, etc.), entre outros; a desregulamentação e a liberalização na área financeira já foram significativas, etc..

No que diz respeito aos mecanismos de financiamento da expansão econômica, colocava-se que estes viriam naturalmente com a queda das taxas de inflação. Os indivíduos passariam a direcionar, automaticamente, uma maior parcela de suas poupanças para ativos de prazos mais longos e maior rentabilidade, permitindo tanto o alongamento dos créditos pelas instituições financeiras privadas como o desenvolvimento do mercado de capitais, bastando para este fim a desregulamentação do mercado. O desenvolvimento do mercado de capitais seria ancorado no crescimento dos chamados investidores institucionais e na integração ao mercado financeiro internacional. Para tal, bastaria readequar as regras para uma economia de mercado: privatizando as empresas estatais e eliminando o excesso de regulamentações, fazer uma reforma previdenciária privatizante para ampliar a poupança de longo prazo do setor privado e realizar a liberalização financeira.

Muitas medidas propostas já foram efetivadas. A liberalização cambial (financeira) iniciou-se no final da década de 80 e avançou bastante na década de 90, possibilitando uma maior integração da economia brasileira ao sistema financeiro internacional e, inclusive, assistiu-se a volta do fluxo voluntário de recursos externos para o país. Os investidores institucionais, com destaque para os fundos de pensão, têm apresentado um grande crescimento em seus patrimônios. A privatização, como dissemos, está caminhando. A lei de concessões já foi aprovada. O capital estrangeiro já foi equiparado ao capital nacional. E o principal entrave, segundo os analistas, a inflação, já completa mais de dois anos em baixos patamares. A questão que se coloca é se com tudo isso tem se verificado alguma tendência à constituição de um novo padrão de financiamento de longo prazo na economia que dê suporte e impulse a tão necessária recuperação das taxas de investimento. A análise das transformações recentes é a segunda preocupação da tese.

Assim, o objetivo da tese é fornecer subsídios para se entender a crise do padrão de financiamento vigente no processo expansivo da década de 70, com sua completa desestruturação ao longo dos anos 80 e as transformações que foram ocorrendo no período recente, no bojo desta crise. Entendendo-se este processo acreditamos tornar-se mais fácil analisar as dificuldades que se colocam para a reconstituição de um padrão de financiamento para a economia, quais são as atuais prioridades, neste sentido, e para avaliar as alternativas de financiamento de longo prazo que têm se colocado, isto é, se o chamado projeto

neoliberal e a estabilização tem permitido o desenvolvimento de alternativas viáveis ou não em substituição ao esquema de financiamento estatal.

Para este fim a tese divide-se da seguinte forma.

A primeira parte de caráter teórico busca estabelecer alguns fundamentos sobre a relação entre financiamento e desenvolvimento econômico, sobre as institucionalidades possíveis de um sistema financeiro e suas características operacionais. Constitui-se, basicamente, uma revisão da literatura existente. Dividimos esta parte em dois grandes blocos. No primeiro analisamos a relação entre crédito e desenvolvimento para o que denominamos de autores “clássicos” sobre o assunto: Marx e Keynes. Além da preocupação sobre a importância do crédito, tentamos analisar o comportamento da dinâmica financeira e a possibilidade de seu descolamento da base real e a emergência de crises financeiras.

Esta análise é importante para o desenvolvimento do trabalho em vários sentidos. Em primeiro lugar, para explicitarmos quais são os mecanismos pelos quais as condições financeiras podem estimular e facilitar o processo de acumulação de capital e, em sua versão negativa, permite a leitura inversa de porque o desenvolvimento pode ser obstruído pela ausência de financiamento, conforme diagnosticado para o caso brasileiro no período recente. O segundo ponto importante desta análise para o estudo do caso brasileiro, é a compreensão da possibilidade de descolamento da valorização produtiva e valorização financeira. Esta decorre do caráter particular assumido pelo sistema financeiro na sociedade capitalista, dado pela própria especificidade da moeda neste sistema. A estreita vinculação entre financiamento e moeda - a própria definição do crédito já coloca esta relação -, com a lógica de atuação do sistema financeiro pautada pela multiplicação das relações de débito e crédito (criação de moeda) a partir de empréstimos sem cobertura, determina que o caráter funcional do sistema financeiro é inseparável de seu caráter instabilizador. A responsabilidade estatal pela gestão da moeda no espaço nacional, executor da política monetária, estabelece uma profunda relação entre Estado e bancos que compartilham entre si a função monetária. Assim, a análise da política financeira, da questão do financiamento, é indissociável da questão monetária. Um terceiro elemento importante a ser destacado na análise destes autores é a questão da crise financeira: a sua emergência, as formas de manifestação, suas consequências e a possibilidade de se atuar sobre elas. Na análise marxista tornam-se mais transparentes os limites colocados pela valorização produtiva à

valorização financeira, pela análise da natureza da categoria juro no sistema capitalista. Assim, a análise neste primeiro capítulo pode fornecer importantes subsídios para se compreender os problemas de financiamento atravessados pela economia brasileira: as restrições colocadas ao desenvolvimento pela ausência de financiamento adequado; o descolamento da atividade financeira em relação a atividade produtiva, seu caráter especulativo e a emergência da crise financeira, os limites colocados a atuação do Estado neste contexto.

No segundo bloco nos detemos na literatura mais atual sobre o assunto. O principal objetivo é discutir diferentes institucionalidades possíveis para o sistema financeiro em termos de eficiência funcional, entendida como a canalização de recursos para o investimento produtivo, e estabilidade econômica. Busca-se avaliar se a proposta de um mercado financeiro livre - desregulamentado, sem controles, com abertura financeira para o exterior - constitui-se a melhor alternativa para que se estimule (potencialize) o desenvolvimento econômico. Partimos do que pode-se denominar de abordagem neoliberal, que em termos da relação crédito-desenvolvimento se expressa na chamada Teoria da Repressão Financeira. Analisamos seus fundamentos teóricos e suas propostas de política. Na sequência discutimos alguns trabalhos críticos em relação a esta teoria, destacando-se, em primeiro lugar, os trabalhos da chamada “Economia da Informação”, cujo principal expoente é J. Stiglitz, em que se questiona, a partir de especificidades do mercado financeiro relacionados a problemas informacionais, se a solução atingida pelo livre mercado seria uma situação Pareto-Ótima, ou seja eficiente. Na sequência analisamos alguns trabalhos que buscam qualificar as pré-condições necessárias para que a liberalização seja eficiente. O trabalho de Cho (1986) que discute a necessidade da existência de um mercado de capitais eficiente em conjunto com um mercado de crédito para que o capital seja alocado de forma adequada, e o de Galbis (1986) que coloca a necessidade da concorrência no setor bancário para que a liberalização não leve a soluções de conluio, na qual não se ganha em eficiência, ou concorrência oligopolística, que possa ampliar a instabilidade. Utilizamos, na sequência, o trabalho de Diaz-Alejandro (1985), em que o autor analisa os efeitos da liberalização na economia chilena com os problemas decorrentes, mostrando a importância da regulamentação para o funcionamento estável do sistema financeiro. E por fim, analisaremos alguns autores “neo-estruturalistas” (Akyuz, Singh, etc), que tentam questionar a idéia de

que o mercado livre levaria tanto a um aumento de poupança como a uma melhor alocação, para tal, contextualizam as propostas dentro de uma estrutura de país subdesenvolvido e tentam mostrar que a instabilidade gerada pela liberalização faria com que nenhum dos resultados positivos a ela associados seriam obtidos e, na realidade, pioraria a situação. Além destas discussões, faremos uma análise comparativa entre as diferentes organizações possíveis de um sistema financeiro: mercado de capitais, mercado de crédito, com participação do Estado. Nos basearemos no trabalho de Zysman (1986), para avaliar em qual delas facilita-se a execução de políticas industriais e amplia-se a eficiência funcional do sistema financeiro, o que também é uma preocupação nos trabalhos dos neo-estruturalistas citados.

A importância desta discussão para a análise do caso brasileiro deve-se tanto por elucidar alguns pontos favoráveis e desfavoráveis a diferentes institucionalidades financeiras, em um momento que buscamos um novo padrão de financiamento para a economia brasileira, como por colocar de forma clara os riscos associados a um mercado livre, de modo que possamos tentar entender sem dogmatismos pré-estabelecidos, até onde pode ir o mercado e onde deve entrar o Estado. Esta análise se faz necessária para levantar questionamentos que possam ajudar na discussão sobre qual deve ser a estrutura financeira mais adequada para facilitar o desenvolvimento, sem potencializar a instabilidade econômica (movimentos especulativos).

A segunda parte da tese refere-se a análise do caso brasileiro. Esta divide-se em quatro capítulos. Os dois primeiros podem ser vistos como introdutórios. O primeiro faz uma breve análise da questão do financiamento vigente ao longo do PSI (antes de 1964) de modo a entender quais eram os limites existentes e as demandas colocadas no contexto reformista pós-golpe militar. No segundo fazemos uma breve descrição da reforma financeira implementada no PAEG: os objetivos, as medidas e as principais características do padrão de financiamento que emerge destas reformas. No terceiro capítulo analisamos o funcionamento da estrutura financeira introduzida no PAEG. O objetivo é mostrar o crescimento do sistema financeiro privado e porque, apesar disso, não houve a criação de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. Neste sentido, discutiremos a lógica de atuação do sistema financeiro e a relação do aprofundamento financeiro com os processos de endividamento externo e endividamento interno do setor público. Ainda neste

ponto, tentaremos mostrar a instabilidade inerente ao funcionamento do sistema financeiro e a emergência da crise financeira nos anos 80. O segundo ponto a ser discutido neste capítulo é a atuação de subsistemas financeiros, centrados no Estado, que atuavam no financiamento de longo prazo: o BNDES e o SFH. Faremos uma descrição de suas atuações, dos problemas existentes em seu funcionamento e como a crise os atingiu. No quarto capítulo, buscaremos analisar algumas transformações recentes que têm ocorrido em termos de financiamento na economia brasileira. Em primeiro lugar, coloca-se de forma geral os objetivos do governo quanto ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Em segundo lugar, analisamos o processo de liberalização cambial e da volta dos recursos externos para a economia brasileira: seus determinantes e suas consequências. Em seguida abordamos a tendência de crescimento dos chamados investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, sua lógica de atuação e perspectivas. E por fim, fazemos alguns comentários sobre o processo de privatização nos últimos anos. O objetivo é analisar se estes movimentos recentes estão sinalizando a constituição de um novo padrão de financiamento que possa dar suporte à retomada do desenvolvimento (por exemplo, o desenvolvimento do mercado de capitais em substituição ao Estado nas funções de financiamento de longo prazo); ou se trarão como resultado apenas uma maior instabilidade.

## **PARTE I**

### **A RELAÇÃO ENTRE FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO: ASPECTOS TEÓRICOS.**

Nesta primeira parte da tese pretende-se fazer uma revisão da literatura que trata da relação entre sistema financeiro e desenvolvimento econômico, analisando a importância do crédito para a acumulação de capital, a forma de funcionamento do sistema financeiro e o processo de acumulação financeira na economia. Não serão cobertos, nesta parte, todos os trabalhos realizados sobre o assunto, apesar de tentar-se contemplar as diferentes vertentes teóricas.

Para tal fim, dividimos esta primeira parte em dois capítulos. O primeiro revisa os autores, que poderíamos denominar, clássicos: Marx e Keynes. O objetivo é mostrar a relação entre variáveis financeiras e reais, que foi negligenciada pela teoria ortodoxa, destacando nesta análise a possibilidade de emergência de crises financeiras a partir da dinâmica do sistema financeiro. O segundo faz a análise dos autores contemporâneos. Iniciamos com a visão ortodoxa da chamada Escola de Standford (Teoria da Repressão Financeira) e os trabalhos que daí se originaram quer numa tentativa de defesa quer de crítica. A principal preocupação neste capítulo é discutir as características dos mercados financeiros e a eficiência decorrente de diferentes institucionalidades possíveis e as consequências da chamada liberalização financeira.

Deve-se destacar o caráter limitado da análise aqui realizada para determinar a relação entre sistema financeiro e desenvolvimento econômico, por circunscrevê-la, num primeiro momento, essencialmente, a uma abordagem teórica. As referências a casos específicos, quando feitas, terão um caráter pontual, uma vez que não se pretende realizar um estudo comparado com as demais experiências. Assim como, os diversos assuntos tratados nestes dois primeiros capítulos, não têm a intenção de chegar ao final com um modelo teórico fechado, que possa ser aplicado ao estudo de todas as experiências. Pretende-se tão somente elencar algumas questões que introduzam ao estudo do financiamento na economia brasileira.



## CAPÍTULO 1

### FINANCIAMENTO E DESENVOLVIMENTO: MARX E KEYNES.

O início do estudo por estes autores deve-se ao contraponto que fazem com a teoria econômica tradicional. De acordo com a última, a função do mercado financeiro é fazer a intermediação entre poupadores e investidores, segundo a chamada concepção dos fundos emprestáveis, em que, o volume de investimento é limitado pela poupança existente<sup>1</sup>. Tem-se um papel passivo do sistema financeiro que simplesmente faz com que a poupança previamente gerada seja transferida aos investidores. Este mercado não influi na determinação do produto da economia que é dado pelo estoque de fatores de produção. Sua única função é determinar a taxa de juros real que equilibra a demanda por investimento, dada pela produtividade marginal do capital, com a poupança, determinada pela taxa de desconto intertemporal entre consumo presente e consumo futuro; garantindo o equilíbrio macroeconômico: oferta agregada igual à demanda agregada. Como todos os mercados são competitivos, ou seja, os preços são *market-clearings*, o equilíbrio se dá ao nível de pleno emprego dos fatores.

Note-se, que nesta concepção, tanto o investimento como a poupança são determinadas por variáveis reais: a produtividade marginal do capital, no primeiro caso, e as preferências intertemporais dos indivíduos, no segundo caso<sup>2</sup>. Como tal, a taxa de juros também é uma variável real, ou seja, independe da moeda. Sendo mercados perfeitos e tendo por base os determinantes da poupança e investimento, a forma como se estrutura o mercado financeiro é irrelevante, ou seja, pouco importa se a intermediação se dá pelo sistema de crédito ou via mercado de capitais, a única exigência é que sejam mercados

---

<sup>1</sup> A introdução da moeda e a possibilidade de criação de moeda pelos bancos não afeta a análise. “O papel da teoria dos fundos emprestáveis é mostrar que, mesmo numa economia onde a moeda bancária representa a maior parte dos meios de pagamento, o crédito continua a se comportar como se a economia fosse totalmente dominada por moeda-mercadoria. Ou seja, tal teoria procura estender os resultados da teoria quantitativa clássica a uma economia com sistema monetário desenvolvido, reestabelecendo assim a dicotomia clássica (entre variáveis monetárias e reais).” (Stuart; 1993: 102) A atuação do sistema bancário sintetizada no chamado multiplicador de meios de pagamentos continua restrita ao nível de poupança previamente captado.

<sup>2</sup> Existem algumas diferenças entre os chamados autores neoclássicos, Bohn-Bawerck, Marshall, Fisher, etc, sobre a razão da emergência da categoria juro como um prêmio pela espera - diferença entre bem presente e bem futuro, a existência de bens produtivos que levam tempo, etc. Não é nosso objetivo entrar neste grau de detalhe, podendo resumir que, em última instância os dois fatores acima mencionados determinam a categoria juro na concepção neoclássica.

competitivos. Esta irrelevância dos mecanismos de financiamento levou-os a estudar basicamente os efeitos monetários do crédito sintetizado no chamado multiplicador bancário. A preocupação principal, neste caso, não é a determinação da taxa de juros, poupança, produto ou qualquer variável real, mas sim os impactos inflacionários da expansão monetária.

Dada esta desconsideração pelos aspectos financeiros e mesmo pela moeda, analisaremos apenas aqueles autores que introduzem o financiamento e o crédito como um dos elementos determinantes do processo de desenvolvimento econômico. Esta alteração decorre do diferente papel que atribuem à moeda no sistema econômico. Constituem, por assim dizer, a análise de uma economia monetária, em contraposição à teoria ortodoxa que trata de uma economia de trocas com moeda.

Na análise que segue tratar-se-á da importância do financiamento no desenvolvimento econômico e como a forma de atuação dos sistemas financeiros torna possível um descolamento entre valorização financeira e produtiva, criando-se as condições para o aparecimento de crises financeiras. Utilizar-se-á os trabalhos de Marx, Keynes e seus respectivos seguidores.

### **1.1 - TEORIA MARXISTA: ACUMULAÇÃO DE CAPITAL, CRÉDITO E VALORIZAÇÃO FINANCEIRA.**

O sistema de crédito, tal como o conhecemos, é, para Marx uma característica do capitalismo. Isto não quer dizer que só tenha existido crédito neste sistema. Empréstimos aconteceram em todas as épocas e locais, a diferença está em que, enquanto nas sociedades pré-capitalistas, o crédito era identificado com a usura, ou seja, uma relação “sangue-suga” do modo de produção vigente empobrecendo seus produtores, no sistema capitalista o crédito aparece como natural, adaptado e enraizado no modo de produção capitalista, como um elemento dinamizador e potencializador da acumulação de capital e, portanto, do desenvolvimento econômico. Neste sentido, enquanto nas sociedades antigas, medievais, as atividades usurárias sofriam todo tipo de discriminação e o juro aparecia como uma apropriação indevida, similar a um roubo, que deveria ser controlado (por exemplo, a lei da

usura), nas sociedades capitalistas o juro aparece como uma forma natural de renda, como o salário, o lucro, o aluguel, etc.

Tanto na usura como no crédito capitalista negocia-se o dinheiro. A diferença está no objetivo da operação com esta mercadoria e, esta depende das demais condições que regem, ou que definem, um determinado modo de produção. Dentro disso cabe analisar as particularidades do modo de produção capitalista e o dinheiro neste sistema.

O dinheiro para Marx possui três funções que o definem: i) medida de valores - fornece o referencial para que as demais mercadorias expressem seu valor (unidade de conta); ii) meio de circulação - utilizado para intermediar as trocas, liquidar as transações; e iii) meio de pagamento - ou reserva de valor, que permite o entesouramento do dinheiro e separação temporal entre a compra de uma mercadoria e seu efetivo pagamento.

Nesta última determinação do dinheiro, o vendedor entrega a mercadoria contra uma promessa futura de pagamento, ou seja, transforma-se em credor e o comprador em devedor. Esta é a base para o surgimento do crédito, que com o avanço da circulação de mercadorias, torna-se a forma por excelência de liquidação das transações. O dinheiro nem aparece, é uma existência virtual surgindo depois de forma autônoma, deixa de ser um mero intermediário para ser o objetivo<sup>3</sup>.

Enquanto objetivo da circulação, a mudança qualitativa da circulação de mercadorias perde a importância priorizando-se a mudança quantitativa do processo: obter mais dinheiro pela sua circulação. Transforma-se o dinheiro em capital: uma circulação incessante em busca da valorização. Esta decorre da utilização do dinheiro na produção de mercadorias, a partir da aquisição de força de trabalho pelo detentor do dinheiro (capital), permitindo extrair a chamada mais-valia: diferença entre trabalho total e o trabalho pago.

O total de trabalho não pago é o excedente que dá origem a massa de lucro a ser apropriada pelos capitalistas em conjunto. A concorrência faz com que capitais de mesmo tamanho recebam o mesmo lucro, isto é, tem-se a equalização da taxa de lucro entre os capitais de diferentes ramos produtivos<sup>4</sup>. A posse do dinheiro permite, portanto, a

---

<sup>3</sup> Como diz Paulani (1993), "se o dinheiro é só meio de circulação, não é dinheiro, ou melhor, só é dinheiro na medida em que é moeda, mas, enquanto moeda, é a mercadoria que prevalece quando se toma sua relação com o dinheiro e por isso nega-se ele a si mesmo. (...) Mas, se como acontece efetivamente, a finalidade movimento é a valorização do valor, o dinheiro é posto necessariamente como bem mais do que simples meio, bem mais do que simples moeda." (Paulani; 1993: 140)

<sup>4</sup> O capital comercial, ou seja, aquele empregado na circulação das mercadorias, também participa da equalização da taxa de lucro apesar de não participar na geração da mais-valia

apropriação do lucro médio caso o utilize como capital (quer produtivo quer comercial). O proprietário do dinheiro pode utilizá-lo, ele mesmo, ou repassá-lo a um terceiro e com isso dar-lhe o direito de obter o lucro médio. Este empréstimo, transferência, só ocorrerá se houver um retorno adicional para o seu proprietário, pois caso contrário conservará o dinheiro como tesouro sem o risco de perdê-lo. Assim, o dinheiro transformou-se, para o seu proprietário, em capital de empréstimo. O adicional recebido pelo proprietário do dinheiro, o juro, é uma participação do lucro médio apropriado por quem o utilizou.

Percebe-se que nessa transação o dinheiro está sendo negociado como capital, ou nas palavras de Marx: capital portador de juros<sup>5</sup>. O interessante a observar é que “na forma do capital portador de juros, D-D’ aparece diretamente, sem a mediação pelo processo de produção e pelo processo de circulação. O capital aparece como fonte misteriosa, autocriadora do juro, de seu próprio incremento.” (Marx, 1984(a): 293) O juro aparece como propriedade intrínseca do dinheiro, ou seja, a propriedade do capital dá direito ao juro legitimando-o enquanto categoria econômica. Para entender-se a determinação do juro deve-se destacar que este “não decorre de um aspecto essencial do capitalismo, ou seja, da distinção entre os meios de produção e o trabalho, mas de um fato acidental segundo o qual não são somente os capitalistas produtivos que dispõe do dinheiro” (Hilferding, 1985: 102). O capital não se duplica ao ser emprestado, assim é um só tanto na mão do tomador como do emprestador, sendo que a taxa de juros determinará como o lucro (excedente) será repartido entre ambos. Quanto maior a taxa de juros maior a parcela que cabe ao financeiro em detrimento do industrial. Esta é determinada pelas condições de oferta e demanda de empréstimos (crédito), tendo como limite a própria taxa de lucro da qual resulta.

A especialização entre capitalista financeiro e capitalista industrial decorre do próprio avanço do sistema de crédito que se dá com o desenvolvimento econômico. A base do crédito é a moeda enquanto meio de pagamento, que surge originariamente de uma relação

---

<sup>5</sup> “Dinheiro - considerado aqui como expressão autônoma de uma soma de valores, exista ele de fato em dinheiro ou em mercadorias - pode na base da produção capitalista ser transformado em capital e, em virtude dessa transformação, passar de um valor dado para um valor que se valoriza a si mesmo, que se multiplica. Produz lucro, isto é, capacita o capitalista a extrair dos trabalhadores determinado quantum de trabalho não pago, mais-produto e mais-valia, e apropriar-se dele. Assim, adquire, além do valor de uso que possui como dinheiro, um valor de uso adicional, a saber, o de funcionar como capital. Seu valor de uso consiste aqui justamente no lucro que uma vez transformado em capital, produz. Nessa qualidade de capital possível, de meio para a produção de lucro, torna-se mercadoria, mas uma mercadoria *sui generis*. Ou, o que dá no mesmo, o capital enquanto capital se torna mercadoria.” (Marx, 1984(a): 255)

entre capitalistas funcionantes, sendo basicamente crédito comercial, concedido do vendedor para o comprador. Este tipo de crédito cresce com a própria circulação<sup>6</sup>, ou seja, com o aumento da riqueza (mercadorias); possuindo como limites o fundo de reservas disponíveis entre os capitalistas e o grau de confiança no refluxo, que está diretamente relacionado ao dinamismo da circulação.

O desenvolvimento do crédito de circulação leva ao surgimento dos bancos e do crédito bancário. Inicialmente os bancos podem aparecer como o agente responsável pela compensação dos títulos privados. Como tal passam a administrar os próprios fundos de reserva dos capitalistas, assumindo um passivo junto a estes, e o crédito comercial passa a assumir a forma de “desconto de duplicatas” realizado pelos bancos, isto é, crédito bancário. Este comércio de dinheiro leva a um ganho de eficiência à medida que o “entesouramento seja reduzido a seu mínimo econômico, pelo fato de que os fundos de reserva para meios de compra e de pagamento, se administrados para toda a classe capitalista, não precisam ser tão grandes quanto precisariam sê-lo se o fossem administrados por cada capitalista em particular.” (Marx, 1984(a): 241) Os bancos reduzem os custos de circulação acelerando as operações técnicas com o dinheiro através da intermediação financeira e da própria criação de moeda (crédito). Diminuem o entesouramento e facilitam a adequação da liquidez às necessidades da circulação. Por esta função, pelo risco que correm de separar-se temporariamente do dinheiro que lhes é confiado, os bancos recebem uma remuneração que é o *spread*, a diferença entre a taxa de juros que pagam aos depositantes e aquela que cobram dos tomadores de empréstimo.

Marx divide o crédito em dois tipos: (i) crédito de circulação - é um crédito de curto prazo que visa garantir a liquidez necessária para as empresas não interromperem a produção enquanto se aguarda o refluxo do processo anterior (crédito para capital de giro), e também pode-se enquadrar neste caso o crédito ao consumidor que visa facilitar a realização das mercadorias; (ii) crédito para investimento ou crédito de capital: cujo objetivo é a ampliação da capacidade produtiva - transformar recursos ociosos em capital.

Tanto a oferta de capital ocioso como a sua demanda dependem da acumulação de capital, das condições de valorização do capital. Uma primeira variável importante é a

---

<sup>6</sup> Os títulos que lastreiam estas operações passam a ser utilizados para liquidar transações entre os próprios capitalistas, a moeda acaba sendo necessária apenas para liquidar saldos pendentes.

participação do capital fixo<sup>7</sup> no processo produtivo. Esta parcela do capital desgasta-se ao longo do tempo tornando necessária a acumulação de um fundo de reserva, a depreciação, para permitir sua reposição futura<sup>8</sup>. Neste sentido, quanto maior for a parcela do capital fixo e quanto maior o tempo de rotação do capital, maior será a oferta de capital de empréstimos. Por outro lado, quanto maior for o capital fixo necessário para se realizar a produção, maior será a necessidade de acumulação prévia de capital para se iniciar um negócio. O sistema de crédito permite avançar capital de terceiros ao empresário possibilitando a realização/antecipação do investimento. Assim, quanto maior a parcela/volume de capital fixo na produção, maior a demanda por crédito.

O processo de acumulação de capital, traz consigo dois processos correlatos: a concentração e a centralização do capital. O primeiro refere-se a uma maior relação capital constante/capital variável, devido ao surgimento de máquinas mais complexas que ampliam a produtividade do trabalho aumentando a massa de insumos operadas por cada trabalhador. Com isso, aumenta-se o imobilizado e o tempo de rotação do capital. As inovações tecnológicas aumentam o lucro por dois motivos: em primeiro lugar por permitir uma extração de mais-valor da força de trabalho (mais-valia relativa) e em segundo lugar ao rebaixar os custos de produção do inovador permite que este ofereça sua produção a um preço abaixo do preço de mercado obtendo o chamado lucro excedente. Quando surge um novo equipamento, o antigo torna-se obsoleto, ou seja, desaparece enquanto valor, a parcela do antigo que não foi depreciada é uma perda de capital. Para proteger-se desta perda e poder-se manter no negócio quando ocorre uma inovação, os empresários tendem a ampliar seus fundos de reserva para proteger-se da obsolescência<sup>9</sup>.

Como nem todas empresas conseguem acompanhar o ritmo do desenvolvimento, estas tendem a ser englobadas pelas inovadoras, ou simplesmente desaparecem. A redução

---

<sup>7</sup> Marx distingue entre capital circulante, aquele que é totalmente consumido ao longo de um processo produtivo (matérias-primas) tendo seu valor completamente incorporado à nova mercadoria, e capital fixo, cujo consumo se dá ao longo de várias rodadas, repassando parcela de seu valor a cada rodada.

<sup>8</sup> Deve-se destacar que a depreciação constitui-se uma das mais importantes fontes de auto-financiamento por parte das empresas, pois constitui-se acumulação de fundos que não precisam ser utilizados imediatamente.

<sup>9</sup> Aglietta (1979) atribui uma grande importância a este fenômeno na dinâmica econômica do chamado regime de acumulação fordista, que vigorou, principalmente no pós-II Guerra Mundial, onde a inovação tornou-se um processo muito mais contínuo. Em sua explicação da inflação rastejante, como elemento constitutivo do modo de regulação fordista, o autor coloca a obsolescência e a necessidade de desvalorização permanente de uma parcela do capital como um dos seus principais determinantes.

do número de capitalistas nos negócios é chamada por Marx de centralização do capital. Os capitalistas expulsos tendem a transformar-se em *rentiers*, ou seja, passam a viver da renda dos empréstimos do capital que acumularam, com isso libera-se mais capital monetário.

Aos bancos cabe criar mecanismos adequados para captar os recursos que são liberados no processo de acumulação e repassá-los para quem pretenda ou tenha condições de utilizá-lo como capital (intermediação) além de gerar novos recursos através do processo multiplicador de depósitos.

As funções atribuídas ao crédito são, portanto: (i) diminuir os custos de circulação de mercadorias e de metamorfose do capital; (ii) aumentar a mobilidade do capital e permitir sua transferência de uma função a outra (setores menos lucrativos para aqueles mais lucrativos) facilitando a equalização das taxas de lucro entre as diferentes utilizações do capital; (iii) viabilizar a concentração e centralização do capital.

Quanto a este último aspecto, sabe-se que, conforme aumenta a escala de produção em decorrência da concentração, maiores são as necessidades de capital monetário para se iniciar o processo produtivo, logo maiores as dificuldades de um capitalista trabalhar somente com capital próprio, isto é sem recurso ao crédito. Utilizando-se capital de terceiros, quanto maior for o diferencial entre a taxa de lucro e a taxa de juros paga pelos empréstimos, maior será o lucro do empresário, assim, quanto maior for o grau de alavancagem financeira da empresa (capital de terceiros/capital próprio) maior será o lucro (caso a taxa de juros seja inferior a de lucro). O empresário que tiver acesso ao crédito pode acompanhar o processo de concentração do capital, obter maiores lucros, e, além disso, pode entrar em “guerra de preços” com outros empresários, reduzindo seus preços e o lucro decorrente da alavancagem financeira de modo a quebrar os concorrentes e potencializar a centralização do capital. Percebe-se que o principal determinante da demanda de crédito é a concorrência entre capitalistas e aqueles que dispõem do crédito possuem muito maior probabilidade de sobrevivência na disputa.

Como os bancos são os agentes responsáveis pela concessão de crédito, eles podem assumir o comando no processo de centralização do capital. O crédito relevante neste sentido é aquele destinado ao capital fixo, que permita ao empresário acompanhar as inovações tecnológicas. Este crédito voltado para a imobilização é um crédito de longo prazo, cujo retorno não depende das condições da conjuntura, mas das perspectivas de lucro

no longo prazo, o retorno é gradual e depende do sucesso do investimento realizado. Sendo assim, ocorre um maior entrelaçamento entre bancos e indústria neste caso. O retorno do capital ao banco depende cada vez mais do destino da empresa. Forma-se uma íntima conexão entre ambos, com o capital bancário tendendo a dominar a relação por deter o capital em sua forma líquida<sup>10</sup>.

O financiamento também pode assumir a forma de participação patrimonial através do chamado mercado de capitais, em que o “capitalista financeiro” passa a dividir os riscos do investimento produtivo, através da aquisição de títulos das empresas (ações, por exemplo), mesmo não se comprometendo com este. Neste caso, tem-se a constituição das sociedades anônimas (SA's) - sociedades por ações - que corresponde à junção de diversos capitais individuais que isoladamente não poderiam ser utilizados como capital por não possuírem a escala adequada. De acordo com Hilferding, o principal beneficiário deste tipo de organização é o emitente do título a ser negociado, uma vez que se apropria do chamado “lucro do fundador”<sup>11</sup>: o capital extra alavancado pelo empresário em relação ao necessário para garantir a remuneração do título.

As condições do mercado de empréstimo se alteram de acordo com as flutuações da produção industrial. Em geral, quando se inicia um processo de expansão econômica este se dá com base na ocupação de capacidade ociosa, havendo pequena demanda por crédito de capital (para investimento) e um aumento do crédito em circulação. Nesta fase, os lucros ampliam-se e a taxa de juros é baixa. Com a continuidade da expansão, e as perspectivas de lucro crescente, o crédito de circulação atinge o máximo e aumenta a demanda por crédito de capital. Percebe-se que a taxa de juros vai se elevando juntamente com a maior utilização do capital industrial. Quando surgem pontos de estrangulamento na economia operando a

---

<sup>10</sup> A tendência ao entrelaçamento entre capital bancário e industrial leva ao chamado capital financeiro desenvolvido por Hilferding (1985). É importante salientar que esta forma de organização é muito particular do caso alemão analisado por Hilferding, não sendo uma institucionalidade generalizada em todos os países. A relação banco-indústria pode ser de exterioridade onde o interesse do primeiro é simplesmente receber de volta os empréstimos ou pode se manifestar na forma de entrelaçamento patrimonial - os chamados bancos universais.

<sup>11</sup> Este conceito deve-se a Hilferding (1985). Supor o seguinte exemplo: a taxa média de lucro na economia é de 10%, a taxa de juros paga pelos bancos aos depositantes é de 4%, como as ações são um título de maior risco, vamos supor que o emissor oferece dividendos em média de 5% sobre o valor aplicado (um ponto percentual a mais para compensar o risco do aplicador). Neste caso, se o emissor lança R\$ 1.000.000,00 em títulos deverá pagar em torno de R\$50.000,00 de dividendos, mas para gerar este montante, basta investir R\$500.000,00 com uma taxa de lucro média de 10%, portanto, os outros R\$500.000,00 correspondem a uma alavancagem extra que ele não precisa investir para garantir o pagamento dos dividendos. Esta diferença constitui o “lucro do fundador”. Para uma explicação mais completa ver capítulo 7 de Hilferding (1985).



plena capacidade, a crise aparece: diminuem as vendas com o agravante das empresas terem se endividado no período anterior de expansão. A demanda por crédito aumenta consideravelmente para poder liquidar as dívidas anteriores, mas a oferta se retrai devido aos maiores riscos, menor garantia de refluxo, com o que aumenta a preferência pela liquidez. Assim, as taxas de lucro se retraem no mesmo momento em que as taxas de juros atingem seu máximo.

Como se comporta o sistema financeiro (bancário) nesse processo? Para entendermos devemos ver como se compõem as operações bancárias e seu capital. Os bancos como dissemos, captam recursos de um lado para emprestar do outro, o seu ganho vem do *spread* entre taxas de captação e de aplicação. Do lado do passivo - a massa de recursos que os bancos podem emprestar - tem-se tanto o capital do próprio banqueiro (patrimônio líquido) como o *banking capital*, ou seja, os recursos de terceiros depositados no banco. Para que o banco obtenha um ganho ele deve emprestar os recursos que captou, ou seja, deve constantemente haver agentes dispostos a tomar empréstimos, o dinheiro parado no cofre dos bancos não rende juros, e como tal, não gera lucro ao banqueiro. Mas constantemente os bancos devem manter reservas em espécie de modo a garantir os depósitos, atender os saques dos depositantes, pois caso contrário, ruir-se-ia a confiança no sistema e não haveria mais depósitos nos bancos e, portanto, não haveria empréstimos.

A outra parcela os bancos emprestam ou, com ela, adquirem títulos. Ambos são promessas de pagamentos que rendem juros e devem constantemente refluir ao proprietário do capital. Esta acumulação de direitos de propriedade chama-se de acumulação financeira. Cada título que compõe o ativo dos bancos possui características diferentes, podem representar empréstimos de curto ou de longo prazo, podem ser títulos de renda fixa, títulos mercantis lastreados em mercadorias, títulos de renda variável (por exemplo, ações que são lastreadas no capital da empresa e cujo retorno depende do lucro obtido por este capital), títulos públicos, etc. É importante destacar que estes títulos não possuem necessariamente qualquer lastro ou representam qualquer capital. Um agente pode tomar empréstimos simplesmente para fins de consumo, isto é, desaparecer com os recursos sem criar qualquer condição de pagamento, mas independente disso, o banco tem o direito a receber o juro do capital emprestado. “A forma capital portador de juros faz com que cada rendimento monetário determinado e regular apareça como juro de um capital, quer provenha de um

capital ou não” (Marx;1985(b):10). Com isso, qualquer título, que dê direito a um juro pode ser negociado como capital, seu valor será dado pela capitalização do rendimento a que dá direito<sup>12</sup>. A valorização dos papéis torna-se independente de qualquer capital que possa representar: é o chamado capital fictício<sup>13</sup>. Nesse processo, a valorização financeira pode separar-se da real, podendo haver acumulação financeira, sem que haja qualquer contrapartida do lado real, por exemplo, devido a alterações na taxa de juros. Esta desconexão decorre da própria forma de atuação dos bancos.

“O sistema bancário não é apenas um intermediário entre depositantes e tomadores de empréstimos: cria ele mesmo depósitos através dos créditos que concede, a complementariedade destas duas ações se manifesta por um verdadeiro encadeamento de elementos compostos, que correspondem tanto a uma oferta social de capital de empréstimo, como a uma oferta puramente bancária de crédito. Em consequência toda uma parte dos ativos bancários repousa sobre a própria atividade bancária e não corresponde a nenhuma poupança líquida. Mais ainda estes ativos tendem a tornar-se puramente ‘fictícios’ (...). A base tangível do passivo dos bancos, isto é, a oferta dos recursos dos depositantes desaparece quando o banqueiro empresta a descoberto e, por exemplo, abre ao tomador uma conta credora que faz crescer simultaneamente o passivo e o ativo do banco” (Brunhoff, 1978(a): 100-101).

A criação de moeda do nada é que viabiliza o descolamento da acumulação financeira do movimento real. “Com o desenvolvimento do capital portador de juros e do sistema de crédito, todo capital parece duplicar e às vezes triplicar (...) A maior parte desse capital ‘monetário’ é puramente fictício” (Marx; 1985(b):14). A função dos bancos em termos de financiamento é indissociável do caráter fictício de suas operações, elas se complementam, são duas faces da mesma moeda. Constitui-se uma circulação financeira autônoma<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Por exemplo, um título dá direito a uma renda de R\$20,00, se a taxa de juros for 20%a.a., seu valor no mercado será de R\$100,00, ou seja, qualquer capital de R\$100,00 aplicado a 20% renderá R\$20,00. Se a taxa de juros for 10%, o mesmo título valerá R\$200,00.

<sup>13</sup> “A formação do capital fictício chama-se capitalização. Cada receita que se repete regularmente é capitalizada em se calculando na base da taxa média de juros, como importância que um capital emprestado a essa taxa proporcionaria. (...) O movimento autônomo do valor desses títulos de propriedade, não apenas do títulos da dívida pública, mas também das ações, confirma a aparência como se eles constituíssem capital real ao lado do capital ou do direito ao qual possivelmente dêem o título. É que se tornam mercadorias cujo preço tem um movimento e uma fixação peculiares. Seu valor de mercado obtém uma determinação diferente de seu valor nominal, sem que o valor (ainda que valorização) do capital real se altere” (Marx; 1984(b): 11-12)

<sup>14</sup> “A função de financiamento dos bancos se baseia no caráter circular das operações bancárias, graças ao qual o sistema bancário se mantém e se reproduz a si próprio. Simultaneamente desenvolve-se uma circulação puramente financeira que, dando ao sistema de crédito um caráter fictício, conserva-o igualmente

O crescimento da acumulação financeira pode vir de sua própria circulação, mas, em determinados momentos, o excedente gerado constitui-se um limite a este processo, já que o juro é apenas uma parcela deste. Assim, quando esta cresce muito a frente da valorização real, cobra-se uma reaproximação que se dá na forma de crises financeiras: desvalorização dos ativos, ruína das empresas de papéis<sup>15</sup>.

As crises financeiras são, em geral, um dos elementos de uma crise econômica<sup>16</sup>. A sua principal função é ajustar as contas entre a acumulação financeira e a real. Algumas considerações devem ser feitas para entender como estas aparecem. Em primeiro lugar, a produção capitalista está sujeita a restrição monetária, isto é, as mercadorias devem ser validadas socialmente, o que se dá através da troca (venda) - transformação da mercadoria em dinheiro. O crédito adianta esta realização através de uma promessa de pagamento, isto é, faz a pseudo-validação<sup>17</sup>, mas a validação efetiva só se dá com sua liquidação - quando mostra seu caráter monetário em última instância. Em segundo lugar, apesar da acumulação financeira poder descolar-se da real (valorização fictícia), a última constitui um limite pois é onde gera-se o excedente a ser apropriado quer como lucros quer como juros. Sendo assim, paralisações no lado real implicam em crises no lado financeiro.

A forma que assume a crise financeira depende do padrão monetário existente<sup>18</sup>. Sob o padrão ouro, esta crise assume a forma de depreciação no preço dos ativos, falências de empresas e deflação. Sob o sistema de moeda fiduciária, a crise assume a forma de processo inflacionário. A dinâmica é a mesma nos dois casos, a diferença refere-se ao comportamento do “agregado monetário” em cada qual.

“A crise financeira começa por uma euforia dos negócios”(Aglietta, 1979:315). Uma fase de prosperidade caracteriza-se pelo crescimento dos investimentos e do emprego, na

como sistema financeiro. Para que os circuitos de financiamento permaneçam na dependência das necessidades dos capitalistas produtivos, devem girar constantemente sobre si próprios e se entrelaçar independentemente da circulação do capital.”(Brunhoff; 1978(a): 106)

<sup>15</sup> “A acumulação bancária torna-se, então, um puro problema de repartição dos rendimentos criados pelo capital industrial. Na medida em que o sistema financeiro se alimenta de sua própria circulação, participando no financiamento da reprodução capitalista, produz indefinidamente capitalistas financeiros.” (Brunhoff; 1978(a): 104)

<sup>16</sup> Nesta análise das crises financeiras estamos nos apoiando essencialmente na chamada Teoria da Regulação. A respeito desta teoria ver Aglietta (1979), Boyer (1988). Os autores buscam valer-se de conceitos mais concretos que Marx para estudar as sociedades. Assim, ao invés de utilizar-se do conceito de modo de produção utilizam-se do modo de regulação e do regime de acumulação. Definem várias modalidades de crises econômicas a partir da interação entre estes dois conceitos.

<sup>17</sup> Este termo é usado por Brunhoff 1978(a) e (b) e Aglietta (1979).

<sup>18</sup> Para maiores detalhes ver Toneto Jr.(1992) e Aglietta (1979).

qual crescem tanto a massa salarial como os lucros e, portanto, a demanda. Amplia-se nesta fase o crédito comercial, tendo “como base ‘sadia’ reflexos obtidos com facilidade e produção ampliada”(Marx, 1985(b):27). As baixas taxas de juros estimulam a acumulação do capital industrial, ampliando o capital fixo e o surgimento de novas empresas, elevando a demanda de crédito, estimulando os financistas a trabalharem com baixos níveis de reservas. Neste contexto, instabilizam-se as estruturas de financiamento e, simultaneamente, as taxas de juros elevam-se.

“Estimulados pelos resultados facilmente alcançados, da valorização precedente, os capitalistas esperam melhores resultados para o futuro e aceleram seus planos de investimento, com tanta maior facilidade quanto dispõem de folgadas reservas monetárias. E podem fazê-lo porque não sentem imediatamente a restrição monetária. Com efeito, quando é impossível a realização imediata, em dinheiro, do produto social, dita realização segue sendo possível a crédito. Existe efetivamente um desvio do sistema de crédito com respeito à restrição monetária, porque o crédito permite nessa etapa de euforia dos negócios, a manutenção e inclusive o aumento do gasto social, quando já não se cumprem as proporções entre os dois setores produtivos que são necessárias para que se possam liquidar as dívidas finais. Daqui se derivam as manifestações habituais de euforia dos negócios que degeneram num estalo especulativo.” (Aglietta; 1979:315-316)

Em termos produtivos, o crescimento desigual dos setores leva ao aparecimento de pontos de estrangulamento, que num primeiro momento não rompe a euforia dos negócios devido a uma demanda especulativa por mercadorias, que vão se acumulando, constituindo estoques financiados de forma cada vez mais precárias: créditos de curto prazo a juros crescentes.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> “A aceleração da demanda de crédito que recai sobre o setor produtor de meios de produção, e em particular sobre o setor que produz os bens intermediários de capital circulante, absorve a capacidade de produção excedente. Os preços relativos desses produtos aumentam, e os prazos de entrega também. Estas condições de troca precipitam a tensão nos mercados, porque os capitalistas que temem uma possível falta de abastecimento criam uma demanda adicional de formação de estoques. Estes estoques tem que ser financiados a crédito, pois são superiores a produção corrente e as receitas que esta gera. Como resultado, o endividamento aumenta e os prazos são cada vez menores. O endividamento aumenta à medida que a renovação dos estoques tem de financiar-se a preços rapidamente crescentes. Isto multiplica a demanda, porque as compras por motivos de precaução, para prever o perigo de um corte nos abastecimentos, se somam compras de caráter especulativo. A especulação com mercadorias alcança o conjunto do mercado monetário, pois os operadores tentam descontar ou assegurar seus ativos comerciais a curto prazo convertendo-os em dinheiro bancário. As taxas de de juros a curto prazo se elevam rapidamente precedidos pelo redesconto do banco central que tenta freiar o refinanciamento. Simultaneamente, o desenvolvimento desigual cria diferenças artificiais nos resultados financeiros aparentes das empresas, que só se realizam a crédito. Essas diferenças favorecem os ganhos especulativos nos mercados financeiros. Uma parte dos recursos monetários disponíveis deixa de estar empregado produtivamente e passa a alimentar a especulação com títulos. A circulação financeira começa a adquirir autonomia e atrai cada vez mais capitais monetários, isto aumenta a falta de dinheiro para financiar a produção. A evolução do valor dos títulos no mercado

Do lado financeiro, a acumulação de títulos vai ganhando completa autonomia da acumulação real. O crédito vai servindo basicamente à especulação com mercadorias e títulos, sendo que esta última vai sustentando a própria valorização fictícia dos papéis, e estes ganhos de capitais especulativos (ilusão do ganho fácil) são os únicos capazes de suportar as taxas de juros elevadas. Os títulos que representam uma promessa sobre parcela da produção futura vão se multiplicando, sem que do lado real verifique-se um crescimento *pari passu* da produção para dar sustentabilidade a estas promessas<sup>20</sup>. O crédito bancário passa a suportar pirâmides de papéis cuja validação vai se tornando impossível.

Nesta situação, “tão logo ocorre uma estagnação, em consequência de refluxos retardados, mercados saturados ou preços em queda, há excesso de capital industrial, mas numa forma em que não pode desempenhar sua função. Massas de capital fixo, mas em virtude da paralisação da reprodução, em grande parte desocupadas. O crédito contrai-se 1) porque esse capital está desocupado, isto é, paralisado numa das fases de reprodução, porque não pode completar sua metamorfose, 2) porque a confiança na fluidez do processo de reprodução está quebrada, 3) porque a procura por esse crédito comercial diminui” (Marx, 1985(b):23).

As empresas não conseguem saldar suas dívidas, tentam atrasar o pagamento e reconstituir seu caixa para evitar a quebra. A instabilidade do sistema de crédito leva os depositantes a buscarem seus recursos, os bancos tentam ampliar suas reservas não concedendo novos créditos; ou seja, amplia-se sobremaneira a demanda por dinheiro (preferência pela liquidez - entesouramento), com consequências ainda mais negativas sobre a possibilidade de realização das mercadorias e sobre o emprego. Com isso as dívidas deixam de ser pagas, os detentores de ativos financeiros buscam realizá-los, vendê-los, levando a uma profunda depreciação de seus valores, provocando a falência de empresas que tinham os ativos carregados com títulos, principalmente os bancos cujos ativos perdem quase todo o valor. Tem-se a primeira forma de aparição da crise econômica: o pânico financeiro.

---

financeiro perde toda relação com a valorização dos capitais produtivos. Dá origem a lucros e perdas meramente especulativas, em função do que os intermediários financeiros realizam operações de fusão de empresas ou criem sociedades fictícias.”(Aglietta; 1979: 316-317)

<sup>20</sup> Os fáceis ganhos especulativos pioram ainda mais a acumulação real que seria o seu suporte, pois as próprias empresas passam a canalizar seus recursos para atividades especulativas de maiores ganhos em detrimento do investimento produtivo.

A segunda fase é a acentuação das falências de empresas produtivas endividadas que não conseguem realizar suas mercadorias, começa a haver uma grande deflação, redução do preço das mercadorias para se tentar vender, acompanhada de quebra-deira. Este é o desenlace da crise sob o padrão-ouro em que a oferta de moeda não se ajusta à maior demanda. Tem-se uma desvalorização massiva do capital que “se manifesta pela impossibilidade definitiva de vender uma parte da produção, que é destruída fisicamente, e pela venda do resto da produção a preços reduzidos, que com frequência são inferiores ao custo de produção de longo prazo que prevalecia antes da crise. Tudo tem lugar como se as empresas adquirissem seus próprios produtos para pagar os gastos da produção dessas mercadorias. Estas não são validadas socialmente e as empresas tem de absorver seu custo privado, o que leva à perdas de exploração. Parte do financiamento dessas perdas se leva a cabo suspendendo a renovação das imobilizações, o que estende a desvalorização ao capital fixo.” (Aglietta; 1979: 321)

Um último ponto que merece destaque, é que:

“a análise da crise financeira mostra, em primeiro lugar o papel secundário desta crise na totalidade da conjuntura e o que se mostra como crise no mercado financeiro expressa na realidade anomalias no processo de produção e reprodução, o entesouramento de crise não é senão o reverso de uma queda de preços das mercadorias e de uma paralisação dos investimentos, que se sucedem a uma tensão excessiva da produção e do comércio. Contrariamente a crise financeira desempenha um papel fundamental no funcionamento do sistema financeiro, ela indica que o modo de produção capitalista não é capaz de dar um caráter inteiramente funcional as suas próprias condições de funcionamento; o sistema de crédito conserva um desenvolvimento relativamente autônomo. O ressurgimento do sistema monetário em caso de crise, é uma manifestação dessa autonomia, sendo então a demanda de moeda totalmente exterior ao movimento da produção real. Mas a crise financeira reduz também o crescimento fictício dos créditos e restaura a sua base monetária.” (Brunhoff; 1978(a): 129-130)

Em um regime de moeda fiduciária, ao iniciar-se o processo de crise bancária, o Banco Central pode ampliar as reservas bancárias através dos empréstimos de liquidez, com o que as operações de crédito, refinanciamento das empresas endividadas, possam se manter. As empresas não precisam se lançar em um processo deflacionário para eliminar seus estoques, mas podem, inclusive, elevar seus preços como forma de compensar a queda das vendas. Este processo aceleracionista nos preços é validado pela expansão

monetária/creditícia do Banco Central<sup>21</sup>, que busca garantir a moeda bancária e zelar pela estabilidade do sistema financeiro. Assim, as crises com moeda fiduciária se dão através do processo inflacionário, que também promove uma desvalorização dos ativos financeiros. Percebe-se a forte vinculação entre as formas que assumem as crises financeiras e a maneira como é conduzida a política monetária<sup>22</sup>.

A política monetária tem por objetivo garantir a reprodução do equivalente geral e estimular a acumulação de capital. Na gestão da moeda, “as Autoridades Monetárias tateiam entre dois opostos: o de aumentar a quantidade de moeda para impulsionar o processo de acumulação, e o de zelar para que isto não coloque em risco a qualidade do equivalente geral.” (Mollo, 1990: 100)

Este tateamento refere-se à necessidade de garantir a conversibilidade entre os diferentes tipos de moedas: moeda bancária, moeda nacional e moeda internacional. Como vimos anteriormente, o desenvolvimento da circulação de mercadorias traz a proliferação da moeda bancária como forma de liquidação das transações. A maior confiança na moeda de crédito permitiu o crescimento da circulação financeira, inclusive extrapolando os limites da mera intermediação através da criação de crédito do nada, amparado em um certo volume de reservas e do grau de confiança na instituição.

O maior uso de moedas privadas necessita de um sistema de pagamentos entre os bancos, ou seja, a conversibilidade das moedas bancárias - uma câmara de compensação entre estes. Mesmo com perfeita transacionabilidade das moedas privadas, estas continuam com um problema: o banco garantidor (emissor) pode falir, ou seja, não ser capaz de realizar a transferência de saldos para outros bancos, colocando em xeque todo o sistema de pagamentos. Assim, deve haver uma instância superior que dê garantias ao sistema. Esta instância seria o emissor da moeda oficial que deve se responsabilizar pela conversibilidade das moedas privadas no espaço nacional: R\$ 1,00 do Banco A = R\$1,00 do Banco B = ... = R\$ 1,00.

Assim, para a reprodução do equivalente geral a nível nacional, as diferentes moedas bancárias devem converter-se em uma única moeda, a moeda nacional: moeda de curso

---

<sup>21</sup> A este respeito ver Foley, D. (1982), Faria, L.A.F. (1989) e Lipietz, A. (1982).

<sup>22</sup> Deve-se notar que, considerando a teoria da regulação, o corpo de que se reveste o dinheiro passa a ser um elemento da regulação do sistema, e gera diferenças em termos de dinâmica da acumulação, levando a diferentes resultados (formas de manifestação) em termos de crises econômicas.

forçado emitida pelo Banco Central. Esta moeda tem um caráter institucional e unifica todas as moedas no chamado mercado monetário. Mas, a própria moeda nacional sofre a sanção da restrição monetária, e tem que provar seu caráter de equivalente geral convertendo-se em moeda internacional: moeda utilizada para saldar transações entre países.<sup>23</sup> “Quanto à qualidade monetária das moedas nacionais, ela é verificada no mercado de câmbio, pela necessidade que têm os bancos centrais de cobrir saldos. (...) A verificação do equivalente geral se dá através de práticas de valorizações e desvalorizações entre as principais moedas nacionais.” (Mollo; 1990: 97)

Percebe-se, que dinheiro e crédito são qualitativamente distintos, cabe ao Estado, através do Banco Central, realizar a coerção monetária, garantindo a reprodução do equivalente geral, a partir da regulação e supervisão dos bancos e de sua atuação como prestador em última instância<sup>24</sup>. Apesar da maior parte da liquidez no sistema ser provida endogenamente pelo sistema privado, o Banco Central deve, enquanto gestor da moeda nacional, garantir a sua reprodução como equivalente geral fornecendo um quadro de estabilidade monetária propício à acumulação de capital. É dentro destes limites entre a validação das moedas bancárias e a estabilidade da moeda que se faz o tateamento da política monetária, quer por intervenções pontuais ou de forma abrangente regulando as atividades monetárias-financeiras das instituições.

Vários autores atribuem um grande poder de controle da moeda ao Estado. A política monetária apresenta-se como uma questão meramente técnica, e o governo poderia atingir qualquer meta quantitativa utilizando-se do instrumento adequado. Duas questões não são consideradas nestas visões quantitativistas: a lógica de atuação dos agentes privados regulados pelo Bacen e o caráter político da política monetária.

Quanto ao primeiro aspecto estamos nos referindo à dinâmica financeira privada. A experiência mostra a alta capacidade que as instituições financeiras possuem para gerar

---

<sup>23</sup> Esta concepção de pirâmide monetária, onde as moedas privadas (base da pirâmide) devem ser conversíveis no andar superior - moeda nacional de emissão oficial - e este deve converter-se no topo da pirâmide - moeda internacional -, deve-se a Brunhoff (1978) e Aglietta (1979).

<sup>24</sup> Goodhart (1991), para exemplificar, coloca como uma das funções do Banco Central ser o “organizador do clube dos bancos comerciais”(p. 176). Esta pode ser considerada uma demanda dos bancos pois a participação destes no clube seria o aval da instituição, frente aos depositantes, além de tornar o Bacen um agente central de provisão de informações. Como organizador do clube e avalista dos participantes, o Bacen tem o direito de estipular as regras de funcionamento do clube, que corresponde às regulamentações.



inovações que escapem ao controle das Autoridades Monetária<sup>25</sup>, contornando as restrições em termos de expansão e adequação do grau de liquidez na economia bem como sobre a acumulação financeira. O processo inovativo é inerente ao sistema, correndo sempre à frente da regulamentação e controle dos bancos centrais que só conseguem legislar sobre o assunto quando determinada operação já se generalizou no mercado. Assim, a endogeneidade da moeda não decorre de uma questão política, do Banco Central validar a aposta dos bancos, mas da própria dinâmica do sistema<sup>26</sup>.

Quanto à questão política, cabe destacar que “a moeda é o elemento de coerção social, ela aparece como algo neutro, um simples intermediário na troca de equivalentes, à qual os próprios capitalistas devem sujeitar-se. ‘Esta situação particular da moeda alimenta evidentemente todas as ideologias referentes à uma política monetária conforme o interesse geral’ (Brunhoff, 1978(b): 45)” (Toneto Jr., 1992: 86). Mas, o dinheiro é a primeira forma de aparição do capital, isto é, capacita o capitalista a extrair a mais-valia. O crédito, por sua vez, potencializa o processo de acumulação de capital e permite a uma classe específica de capitalistas financeiros (bancos) se apropriarem de uma parcela do excedente. Como tal, a moeda e sua gestão não podem ser colocadas neste invólucro de racionalidade/neutralidade. Como diz Aglietta, “a política monetária é sempre um compromisso.” (Aglietta; 1979: 307). Nas palavras de Brunhoff:

“A gestão do Banco Central é necessariamente condicionada pela gestão dos bancos. Quando não há compensação dos créditos e das dívidas nos diferentes mercados monetários, o banco central intervém para ‘saldar’ com sua própria moeda a um certo preço. Mas ele ‘salda’ pontual e parcialmente, ao nível unicamente dos saldos intrabancários e de modo algum ao nível do conjunto do crédito nacional. Em consequência, sua ação tem um duplo aspecto: por um lado, conserva a possibilidade de um aumento indefinido do crédito global, cujos diversos mercados já constituem-se em circuito graças a ele e, por outro ele reduz os riscos de crise da moeda de crédito dos bancos. Isto não resolve a contradição inerente à prática bancária, mas desloca às coerções e faz com que estas pesem sobre a validade da moeda nacional.

As contradições são do crédito bancário no capitalismo contemporâneo, crédito este que serve em parte para um financiamento seletivo em favor das grandes empresas e que tende pois a fracionar a circulação financeira, com o risco de uma insolvência monetária completa que questionaria o próprio crédito. Mas a moeda

---

<sup>25</sup> Como exemplos deste processo podemos citar: a criação do Euromercado nos 60, a proliferação dos centros *off-shore* nos 60 e 70, as inovações na década de 80 - derivativos, securitização, operações forabalanço, etc..

<sup>26</sup> Esta visão foi desenvolvida, principalmente, pelos pós-keynesianos, com destaque para o trabalho de Minsky (1975). A posição de que o BACEN só regula sobre o acontecido está em Goodhart (1995).

de crédito dos bancos têm agora prioridade sobre a moeda de crédito nacional, no sentido de que o sistema capitalista não mais parece suportar uma crise maciça da moeda bancária. É pois o valor relativo das moedas nacionais que 'paga o pato' dessa nova prática e, em caso de crise, torna necessárias às intervenções governamentais." (Brunhoff, 1978(b): 168-170)

Percebe-se, portanto, que em momento de crise, para se garantir a moeda bancária bem como o relaxamento da restrição monetária para as empresas, sacrifica-se o valor da moeda nacional. A inflação, concebida como um imposto sobre a sociedade, permite a acomodação destas contradições<sup>27</sup>. Assim, qualquer tipo de política monetária, do mesmo modo que a política fiscal, possui efeitos redistributivos e, como tal, não pode ser envolvida em um caráter de pura neutralidade - questão técnica. Isto ocorre em qualquer tipo de medida adotada, por exemplo, alteração da taxa de juros (efeito redistributivo entre devedores e credores), mudança da taxa de câmbio (importadores e exportadores, devedores e credores em termos internacionais), etc.

Neste sentido,

"a manipulação da moeda é também limitada por interesses divergentes existentes na economia, no interior da própria classe dominante. A manipulação que serve a uns é prejudicial a outros. (...) Essa divergência de interesses mostra que a moeda não pode ser manipulada pelos Estados sem limites, porque ela é regra de coerência social."(Mollo; 1990: 99) É por isso, que a política monetária deve aparecer como "uma solução que emana de um organismo público, acima das disputas, senhor da situação monetária e capaz de agir a partir de um ponto de vista socialmente 'neutro'. (...) O governo ao tomar uma decisão no que concerne ao valor da moeda nacional, deve 'representar-se' e apresentar seu próprio relatório desta decisão como uma arbitragem, efetuada em nome do interesse nacional e inscrita num conjunto coerente de política econômica e de política geral. (...) Assim, rompe-se a noção usual de 'política monetária'. Mas nem por isto ela se torna uma simples aparência: é uma noção ideológica bem real, correspondendo a uma prática estatal bem real." (Brunhoff; 1978(b) 170-173)

Percebe-se que o estudo da política monetária envolve o próprio estudo da relação entre o político e o econômico, isto é, o papel do Estado nas sociedades capitalistas. Nas palavras de Mollo, "o Estado está contido na sociedade mas não se confunde com ela, e não abrange a sociedade como um todo, Por ter certa autonomia com relação à sociedade, o

---

<sup>27</sup> No Brasil, convivemos muito tempo com este tipo de prática. No período recente, o programa de ajuda aos bancos em dificuldade, justificado pelo risco de uma crise bancária, mostra esta lógica com toda clareza: amplia-se o endividamento público, deteriora-se a situação fiscal do Estado que, no limite ou acarretará uma maior carga tributária ao contribuinte ou deverá se ajustar através da depreciação da moeda nacional, como forma de garantir a moeda de crédito.

Estado pode intervir sobre ela. Por ser público, o Estado ocupa uma posição hierarquicamente superior nas dinâmicas monetárias. Mas, enquanto apenas fração da sociedade não se confundindo com o social no seu conjunto, o Estado tem um poder limitado sobre a moeda, já que esta é uma relação social que reflete a sociedade como um todo. Além disso, enquanto fração da sociedade, o Estado está também submetido à restrição monetária.”(Mollo; 1990: 99)

O importante a destacar para a finalidade deste estudo, é que a especificidade da moeda na sociedade capitalista impõe como necessidade uma administração específica desta por parte do Estado e coloca o sistema bancário privado com um papel de destaque no processo de acumulação de capital, criando-se um grande vínculo Estado-bancos. A forma como se dá a condução da política monetária/financeira é de grande importância para determinar a rentabilidade dos bancos e validar a autonomização da valorização financeira. Por outro lado, o governo não detém pleno controle sobre o movimento monetário-financeiro; assim, para o governo obter seus demais objetivos de política econômica, por exemplo, estabilidade, estímulo à acumulação de capital, etc, ele precisa atuar em conjunto com o sistema financeiro privado. Assim, a análise dos mecanismos de financiamento em uma determinada economia não pode se dar simplesmente pelo estudo das políticas financeiras públicas ou da atuação e da estrutura do sistema financeiro privado, mas sim da interrelação de ambos.

## **1.2 - TEORIA KEYNESIANA: *FINANCE E FUNDING*.**

A teoria keynesiana elege o investimento como determinante central na explicação do comportamento econômico. Segundo esta, são as decisões de gasto que determinam o produto. Como supõe-se a função consumo relativamente estável, as flutuações econômicas decorrem, basicamente, da instabilidade verificada no investimento. Daí a primazia da análise de seus determinantes na corrente keynesiana.

O investimento, ou a acumulação de capital, “supõe basicamente duas condições. Em primeiro lugar, que os agentes privados estejam confiantes quanto à realização de lucros futuros a ponto de se tornarem dispostos a empreender novos investimentos produtivos. Em poucas palavras, que haja predisposição para investir. Em segundo lugar, para que o

investimento se concretize, é necessário que ele não seja obstaculizado por problemas de financiamento. Ou seja, os investidores devem ter à sua disposição mecanismos adequados de financiamento.” (Baer, 1993:23-24)

O primeiro ponto refere-se ao que Keynes denominou de Eficiência Marginal do Capital (EMgK), que seria “a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta.” (Keynes; 1985: 101) A decisão de investir se dá a partir do confronto entre a EMgK e a taxa de juros. Deve-se notar, que a EMgK tende a diminuir conforme avança o investimento, tanto por pressões no setor produtor de bens de capital provocando elevações no preço de oferta, como pela tendência de ampliação da oferta de bens finais cujo efeito sobre os preços deprime as receitas esperadas.

Em havendo disposição ao investimento, este fica na dependência das condições de financiamento. O primeiro ponto a destacar, para Keynes, é que o investimento independe da existência de poupança prévia. Não é o volume de poupança, através da adequação da taxa de juros, que determina o investimento, como no modelo neoclássico. A explicação repousa no fato de que é a demanda (as decisões de gasto) que determina o nível de renda. O investimento é a variável chave para explicar o crescimento da renda e a poupança é um resíduo, dado pela propensão marginal a poupar, que após a operação do multiplicador de gastos que leva a ampliação da renda, determina a igualdade *ex-post* entre investimento e poupança<sup>28</sup>.

Se a decisão de investimento independe da existência de poupança, voltamos à questão de como este se materializa, com que recursos este se efetiva. A resposta é a criação de crédito do nada a partir do funcionamento do sistema bancário. Keynes utiliza dois conceitos para expressar as necessidades de financiamento dos empresários: *finance* e *funding*. De acordo com o autor, “quando o empresário decide investir ele deve ser satisfeito em dois pontos: primeiro, que ele possa obter financiamento de curto prazo suficiente durante o investimento; e segundo, que ele possa, eventualmente, fundar suas obrigações de curto prazo em emissões de longo prazo em condições satisfatórias.” (Keynes, 1971(a): 217)

---

<sup>28</sup> “Para Keynes, a decisão de investir precede logicamente a criação de renda e, portanto, a poupança agregada é determinada e não determinante do investimento.”(Stuart; 1993: 107)

O primeiro refere-se ao poder de compra (liquidez) necessário para adquirir os bens de capital que tem origem na criação de crédito de curto prazo pelos bancos, o chamado *finance*<sup>29</sup>. “Por *finance* se entende o adiantamento, por parte do sistema bancário, de crédito de curto prazo ao investidor para que este possa dispor de suficientes recursos monetários para pôr em funcionamento o seu projeto.”(Baer, 1993:25)

É importante observar que o *finance* é uma operação meramente contábil dos bancos, surge da tecnicidade das operações bancárias, sem envolver nenhuma poupança prévia. É um fundo rotatório de curto prazo que os bancos avançam às empresas para que estas possam iniciar o investimento, conforme este começa a dar retorno deve-se pagar aos bancos, que o reemprestam<sup>30</sup>.

Note-se a importância do sistema bancário no processo: este deve ser capaz de adequar a oferta de moeda (liquidez) à demanda dos empresários para viabilizarem o investimento. Para tal o sistema bancário deve estar em um certo estágio do desenvolvimento em que não seja um mero intermediário, ou seja, dependente da poupança prévia e possa até mesmo extrapolar o chamado multiplicador bancário, isto é, a criação de moeda passa a independer de depósitos prévios, os próprios bancos podem criar os depósitos de que necessitam: empresta-se primeiro (abre-se uma conta ativa) para depois contrabalancear no passivo<sup>31</sup>. Neste estágio<sup>32</sup> os bancos efetivamente possuem um papel

<sup>29</sup> Este ponto é muito semelhante a análise do papel do crédito para Schumpeter, como forma de dotar o empresário de poder de compra suficiente para retirar fatores de produção de outros empregos e poder realizar a inovação. A este respeito ver Schumpeter (1982: 67-79).

<sup>30</sup> “The finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialists, in particular by the banks which organise and manage a revolving fund of liquid finance. For ‘finance’ is essentially a revolving fund. It employs no savings. It is, for the community as a whole, only a book-keeping transaction. As soon as it is ‘used’ in the sense of being expended, the lack of liquidity is automatically made good and the readiness to become temporarily unliquid is available to be used over again. Finance covering the interregnum is, to use a phrase employed by bankers in a more limited context, necessarily ‘self-liquidating’ for the community taken as a whole at the end of the interim period” (Keynes, 1971(a): 219).

<sup>31</sup> Pressupõe-se um processo de inovações financeiras, capacidade dos bancos gerarem novos títulos (formas de captação) e, principalmente, um estágio com um Banco Central que desempenha o papel de emprestador de última instância validando as apostas dos banqueiros.

<sup>32</sup> A autora pós-keynesiana V. Chick, define seis estágios na evolução do sistema bancário. No primeiro estágio, os bancos ainda são pouco desenvolvidos e esparsos, não consolidando-se ainda a utilização dos depósitos bancários como meio de pagamentos. Os bancos atuam apenas como depositários da poupança, com o que o volume de empréstimos depende da captação: há a primazia da poupança sobre o investimento. O segundo estágio vem com o fortalecimento dos bancos, aumentando a confiança nestes e ampliando-se a aceitação da moeda bancária. Os depósitos transformam-se em meios de pagamento, com o que, os recursos emprestados pelos bancos a eles retornam na forma de depósito. Note-se que os bancos podem emprestar não somente os depósitos de poupança, mas também os depósitos de transação (consumo). Desta forma, o financiamento do investimento vai se tornando independente da poupança, mas neste estágio, os bancos

ativo, sua institucionalidade permite que sua ação não dependa de fatores exógenos, mas apenas de sua confiança para realizar o negócio.

Através do *finance* mostra-se que é desnecessária a poupança prévia para a realização do investimento, necessita-se apenas de crédito - liquidez.

“Os projetos de investimento poderiam ser inviabilizados pelo desejo dos bancos, ou agentes em geral, em manterem-se líquidos e não cobrirem as necessidades de *finance* (demanda por liquidez) dos investidores. ‘Se não houver uma mudança na posição de liquidez, o público pode poupar ex-ante e ex-post ou ex-qualquer outra coisa até ficar com os rostos azuis, sem aliviar o problema. ... Isto significa que em geral os bancos detêm a posição chave na transição de um nível de atividade menor para um maior. (...) O mercado de investimento poderá ficar congestionado por uma escassez de dinheiro. Nunca poderá ficar congestionado por uma escassez de poupança’ (Keynes; 1971: 222)” (Ferreira; 1995: 13).

Percebe-se que, para Keynes, em havendo disposição dos bancos em suprir a liquidez necessária não existem restrições, pelo lado do financiamento para se realizar os investimentos. Esta disposição depende dos riscos envolvidos na operação: possibilidades de recebimento do crédito (que depende do estado dos negócios).

O problema que se coloca é que, em geral, o retorno do investimento não se dá em prazo tão curto quanto é o crédito que permite avançá-lo, ou seja, uma vez realizado o investimento o capital fica imobilizado e o fluxo de receitas se dá ao longo de um certo período de tempo, mas necessita-se amortizar a dívida com o banco que concedeu o *finance*. Isto é, o investidor para poder pagar ao banco o adiantamento realizado, precisa consolidar

---

ainda não possuem autonomia para emprestarem quanto quiserem pois o nível de reservas ainda depende da preferência do público entre papel moeda e depósitos. O terceiro estágio se dá quando se desenvolve o mercado interbancário que facilita o nivelamento das reservas pelos bancos (troca de reservas entre os bancos), aumentando a flexibilidade para a concessão de crédito. A política monetária deixa de ser quantitativista e passa a buscar controlar a taxa de juros, utilizando-se principalmente das operações de *open-market*. No estágio 4, consolida-se a função do Banco Central como emprestador em última instância. Assim, os bancos podem extrapolar com segurança seus limites de crédito, ou seja, não existe um limite quantitativo para fazê-lo, mas torna-se uma decisão baseada exclusivamente na rentabilidade da operação: custo de se obter reservas adicionais frente a receita marginal do empréstimo. É com base nesta análise que os bancos decidem se sancionam ou não a demanda do público. No estágio 5, os bancos passam a concorrer com as outras instituições financeiras pelos recursos, manejando suas taxas passivas. A atuação do banco central passa a ser muito mais no sentido de fiscalizar a capitalização e as condições de solvência das instituições. O estágio 6 caracteriza-se pela mudança das operações ativas - criando-se ativos negociáveis a partir do processo de securitização - e pelo desenvolvimento das operações fora-balanço como forma de escapar aos controles do banco central e aos requisitos de capitalização. Nestes dois últimos estágios, amplia-se a liquidez tanto das operações ativas como passivas dos bancos. Como resultado pode-se desenvolver ativos financeiros substitutos da moeda e ampliar sobremaneira a especulação. Note-se que a evolução do sistema bancário se dá no sentido de tornar o financiamento cada vez menos dependente da existência de poupança. Para maiores detalhes ver Ferreira, C.K.L.; 1996: p.3-7.

sua dívida, captar recursos, por um prazo mais longo, compatível com o período de retorno do investimento. Esta consolidação, alongamento, da dívida de curto prazo chamamos *funding*.

Neste último ponto traz-se para o centro da análise a questão da poupança, tanto seu volume como, principalmente, a sua forma de alocação, ou seja, a maneira como os indivíduos decidem guardar sua riqueza. A poupança deve ser canalizada aos investidores de modo a poder se consolidar as dívidas de curto prazo. Assim, o *funding* refere-se “a mobilização de recursos financeiros que precisam ficar à disposição dos investidores produtivos por um prazo mais longo, e que portanto procedem da canalização de poupança, isto é, renda acumulada cujo poder de consumo é diferido no tempo. A questão que se coloca então é de que forma a decisão dos poupadores se concilia com as necessidades de *funding* por parte dos investidores produtivos.” (Baer, 1993:26)

Percebe-se, portanto, que são dois os pontos necessários para a adequação do *funding*: volume de poupança e sua aplicação. Quanto ao primeiro aspecto:

“o gasto autônomo, que se constitui em parte através do investimento, determina a demanda agregada e - através de seus efeito sobre a renda, dada a propensão marginal a poupar - gera um volume de poupança equivalente ao investimento, via efeito multiplicador. Portanto, teoricamente não deveria apresentar-se nenhum tipo de problema, na medida em que, em termos agregados, o volume de gasto autônomo gera *ex-post* um volume de poupança equivalente ao investimento inicial. Com a disponibilidade desta poupança se liquidaria o crédito de curto prazo (*finance*) antecipado pelos bancos ao investidor e o ciclo se completaria.”(Baer, 1993:27)

A disponibilidade de poupança, sua igualdade *ex-post* com o investimento inicial, depende, portanto, do fato de que o multiplicador de gasto tenha operado em sua totalidade<sup>33</sup>. Assumindo-se que isto seja verdade e que não ocorram problemas decorrentes do volume de poupança, a segunda questão, a canalização da poupança para os investidores produtivos poderem pagar o crédito bancário é um ponto mais controverso e depende do quadro institucional dos respectivos mercados financeiros: dinâmica, agentes, regras de formação de preços, papel do Estado, inflação, etc. Trabalhando com base no modelo anglo-

<sup>33</sup> Esta é a visão de Asimakopulos (1986). Algumas críticas podem ser levantadas a este respeito, entre o *timing* de operação do multiplicador e o prazo do *finance*. Em projetos de investimento com elevado prazo de maturação deveria ocorrer um refinanciamento contínuo por parte dos bancos até que o investimento entrasse em operação e se completasse o processo multiplicador. Sobre críticas a esta posição ver Davidson, P. (1986) e Kregel, J.A. (1986).

saxão, Keynes supôs que o *funding* corresponde à colocação de títulos (ações, debêntures, etc) por parte das empresas. O *finance* se obtém no mercado de crédito e o *funding* no mercado de capitais<sup>34</sup>.

Da forma como foi colocado até o momento, para efeito de exposição, pressupomos uma independência entre o *finance* e o *funding*. Na realidade as duas questões estão interrelacionadas. Ao adiantar os recursos ao investidor através do *finance*, o banco está apostando que o tomador de empréstimo o devolverá, o que em muitos casos se faz com a emissão de títulos de longo prazo pelas empresas. Assim, as possibilidades (facilidade) existentes para as empresas realizarem esta consolidação e o estado dos negócios afetam as decisões dos bancos em ficarem menos líquidos. Esta facilidade depende do ciclo econômico e do quadro institucional, principalmente no sentido da minimização dos riscos.

Independente do modelo, no que diz respeito à adequação entre as decisões de alocação da poupança e as necessidades dos investidores, o papel central está na rentabilidade dos diferentes tipos de ativos financeiros, ou seja, no comportamento da taxa de juros para ativos de diferentes prazos<sup>35</sup>. A variação nos preços, decorrentes da oferta e demanda dos respectivos papéis<sup>36</sup> e, principalmente, a atuação das Autoridades Monetárias e do sistema bancário suprindo a oferta de liquidez (demandada) e ajustando as taxas de juros é de fundamental importância para garantir a compatibilização das decisões de portfólio dos poupadores com as necessidades dos investidores.

Estes dois últimos pontos trazem à tona a questão do risco e da determinação da taxa de juros. Iniciando pela taxa de juros, vimos que esta é um dos determinantes centrais do investimento. “A curva de eficiência marginal do capital governa as condições em que se procuram fundos disponíveis para novos investimentos, enquanto a taxa de juros governa os termos em que esses fundos são correntemente oferecidos.”(Keynes, 1985:121)

<sup>34</sup> Esta é apenas uma das maneiras possíveis, pode se dar através de entrelaçamento bancos-indústria, concessões de crédito de longo prazo pelos bancos, com garantias ou não do Estado, fundos de poupança compulsória administrados pelo Estado, etc. Como veremos na próxima seção não existe um único modelo, pode-se apenas dizer, que o modelo de financiamento está muito relacionado ao momento em que se inicia os processos de industrialização nos respectivos países. Aos de industrialização originária corresponde o quadro institucional pensado por Keynes, os de industrialização tardia possuem o centro nos bancos, e os retardatários o Estado desempenhou importante papel.

<sup>35</sup> Exceção feita aos fundos de poupança compulsória.

<sup>36</sup> O trabalho de Tobin, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, é muito interessante para mostrar como dada as ofertas e demandas dos diferentes ativos na economia, quando ocorre uma ampliação na oferta de qualquer ativo (título) toda a estrutura de taxas de juros (rentabilidade) variarão para suportar a nova emissão.



A determinação da taxa de juros, para Keynes, se dá a partir das decisões de portfólio dos agentes, isto é, da forma como decidem guardar a riqueza. A moeda é introduzida na análise como um ativo financeiro que apesar de não render juros, a sua liquidez absoluta justifica demanda por ela como uma alternativa para se guardar a riqueza (poupança). Sendo assim, a determinação da taxa de juros para Keynes se dá em duas etapas. Em primeiro lugar os indivíduos decidem quanto irão poupar. Em seguida eles decidirão de que forma irão guardar, alocar, suas poupanças. Para os clássicos só havia a primeira decisão, por isso que a taxa de juros vinha diretamente do nível de poupança e era definida como o prêmio pela poupança, pela espera<sup>37</sup>. Para Keynes:

“a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera como tal. Quando alguém acumula suas economias sob a forma de dinheiro líquido, não ganha juro, embora economize tanto quanto antes. Pelo contrário, a simples definição de taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida. (...) É o ‘preço’ mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a oferta de moeda disponível.”(Keynes, 1985:122)

Deve-se destacar ainda, que “há uma condição necessária sem a qual não poderia existir a preferência de liquidez pela moeda como meio de conservação de riqueza. Esta condição é a existência de incerteza quanto ao futuro da taxa de juros, isto é, quanto ao complexo de taxas para vencimentos variáveis a prevalecer em datas futuras.”(Keynes, 1985:123) Isto se dá da seguinte maneira: existe uma taxa de juros média esperada para o futuro, os indivíduos que esperam taxas mais elevadas que a média reterão moeda devido à expectativa de uma depreciação no preço dos ativos (títulos); os indivíduos que acreditam em uma taxa inferior terão estímulo a tomar emprestado no presente para adquirir títulos na expectativa de sua valorização. Esta relação entre taxa de juros e preço dos títulos pode ser assim explicada: supor que existam dois ativos na economia; moeda e títulos, ambos com ofertas fixas em determinado momento, e supor um nível de poupança, riqueza, dado. Se houver um excesso de demanda por moeda, o corolário é que esteja havendo um excesso de

---

<sup>37</sup> Argumenta-se que só existe demanda de moeda pelo motivo transação. A moeda seria um ativo dominado, ou seja, sempre haveria algum ativo que rendesse juros, mesmo que com liquidez pouco inferior à moeda, que seria preferível à ela enquanto reserva de valor.

oferta de títulos, como tal, a taxa de juros tende a subir e o preço dos títulos tende a cair. Assim, a política monetária pode, através de alterações nas taxas de juros, conciliar as decisões de portfólio com as necessidades de *funding* pelas empresas<sup>38</sup>.

Quanto à questão do risco, temos que “dois tipos de riscos comumente não diferenciados, mas que devem ser distinguidos afetam o volume de investimento. O primeiro é o risco do empresário ou o risco do tomador de empréstimo e surge das dúvidas que o mesmo tem quanto à probabilidade de conseguir a retribuição que espera. Quando alguém aventura o próprio dinheiro, esse é o único risco que é relevante. Mas quando existe um sistema de conceder empréstimos e de tomar emprestado, e com isso pretendo designar a concessão de créditos protegidos por certa margem de garantia real ou pessoal, aparece um segundo tipo de risco a que podemos chamar de risco do prestador. Este pode dever-se ou a uma contingência moral, isto é, falta voluntária ou qualquer outro meio, talvez lícito, para fugir ao cumprimento da obrigação, ou a possível insuficiência da margem de segurança, isto é, não-cumprimento involuntário causado por uma expectativa malograda. (...) (Este) é uma pura adição ao custo do investimento, que não existiria se quem empresta e quem toma emprestado fossem a mesma pessoa.” (Keynes, 1985:106). O primeiro já deve ser embutido na própria EMgK, já o segundo poderá implicar em maiores taxas de juros para compensar o risco ou em restrição ao crédito.

Dentro da classificação de *finance* e *funding* cabe diferenciar o risco do prestador de curto prazo, os bancos, e os de longo prazo (bancos ou o que quer que seja). No caso do primeiro, o risco será tanto menor quanto maiores as garantias de *funding*. No caso do segundo, supondo um modelo tipo mercado de capitais, o risco, a nível individual, será tanto

---

<sup>38</sup> Apesar da política monetária ter impactos nas decisões de portfólio dos agentes, Keynes era bastante cético quanto a sua eficácia em afetar o nível de produto. Note-se que estamos considerando a taxa de juros como uma variável única, sem diferenciar em termos de prazos. No caso da decisão de investimento, a taxa de juros relevante é a taxa de longo prazo. A análise não se altera caso os movimentos das taxas de longo prazo sejam reflexo das taxas de curto prazo mantendo-se uma *yield curve* bem comportada. Assim, no caso da política monetária e das mudanças financeiras, “o mecanismo clássico de transmissão possui três supostos implícitos: (i) as variações nas taxas de juros de curto prazo e a quantidade de moeda são inversamente correlacionadas (demanda de moeda negativamente inclinada); (ii) as variações da taxa de juros de curto prazo se transmitem na mesma direção das taxas de juros de longo prazo; e (iii) a variação destas últimas condiciona as decisões de gasto, especialmente no caso do investimento.” (Ferreira; 1995: 90). Para que isto aconteça, Preferência pela Liquidez deve ser estável, pois caso contrário uma ampliação da oferta de moeda pode não ter impacto nenhum sobre as taxas de curto prazo se a demanda se ampliar proporcionalmente. Isto ocorreria em uma situação onde a demanda por moeda é infinitamente elástica à taxa de juros, denominada “Armadilha da Liquidez”. Além disso, deve-se supor que a EMgK não se altere, tal que, em se reduzindo a taxa de juros isto se reflita em maiores investimentos. Com esta série de condicionantes, Keynes acredita que a política fiscal seria mais eficaz que a monetária para afetar o produto.

menor quanto maior a facilidade que o indivíduo tenha para se livrar do ativo, ou seja, depende da existência de mercados secundários de títulos bem organizados e dinâmicos.

Os mercados secundários de títulos, dentre os quais se destacam as Bolsas de Valores, têm a função de tornar líquido para o indivíduo o que é ilíquido a nível social. Uma vez realizado um investimento, independente deste dar certo ou não, o capital a nível social continuará existindo. Já para o indivíduo que colocou sua poupança naquele projeto de investimento, caso ele perceba que o negócio vai mal, o mercado secundário permite que ele se desfaça do negócio, mesmo que isto signifique uma perda de capital para o mesmo. Esta possibilidade será tanto maior quanto mais dinâmico for o mercado secundário, assim, caso este mercado seja desenvolvido, a possibilidade de *funding* pelas empresas será maior, logo menor será o risco dos bancos avançar o *finance* e, portanto, menores serão os entraves ao investimento. Assim,

“apesar de os recursos para as empresas se levantarem somente nos mercados primários, os mercados secundários são importantes em pelo menos quatro aspectos: (i) provêem liquidez aos ativos financeiros negociados, o que permite aos investidores financeiros dispor do capital aplicado quando a liquidez for necessária; (ii) tornam o *underwriting* por parte das instituições especializadas um risco suportável; (iii) sinalizam preços para possíveis novas emissões por parte de empresas listadas; e (iv) aumentam o fluxo de informações que permite aos investidores financeiros avaliar a rentabilidade prospectiva dos ativos emitidos no mercado primário.” (Studart, 1993: 109).

Se por um lado a existência de mercados secundários organizados amplia a confiança do investidor ao dar liquidez ao investimento a nível individual, a sua forma de operação pode trazer problemas à estabilidade econômica. Em primeiro lugar,

“a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade frequente a cada indivíduo (embora isto não ocorra para a sociedade como um todo) de rever suas aplicações. (...) Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse

empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato.”<sup>39</sup>  
(Keynes, 1985:111)

Um problema que se coloca é a maneira como se dá a reavaliação dos investimentos na Bolsa. Uma forma tradicional para se determinar o valor de uma ação é a capitalização dos dividendos esperados desta ação, ou seja, podemos supor que o mercado avalia um investimento pela renda esperada no futuro deste investimento. Assim, oscilações no valor de um investimento (uma ação) refletiriam mudanças nos “fundamentos” da empresa, incorporariam todas mudanças que afetassem o fluxo de renda futura<sup>40</sup>. Isto é o que Tobin (1984) definiu como eficiência na precificação do mercado.

Se esta for a regra e se assumirmos que não haja grandes rupturas nos estados de negócios, aumenta-se a segurança do investidor, uma vez que ele têm “a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente para que ocorram grandes alterações.”(Keynes, 1985:112). Neste caso, as duas últimas funções atribuídas por Studart (1993) ao mercado secundário seriam cumpridas, e este teria uma importante função sinalizadora. De acordo com Tobin (1984) “existem boas razões para sermos céticos. (...) Observações casuais sugerem que o mercado se move para cima e para baixo muito mais do que possa ser justificado por mudanças nas expectativas formadas racionalmente, ou na taxa pelo qual elas são descontadas.” (Tobin; 1984: 5-6)

As reavaliações feitas pelas Bolsas incorporam uma série de elementos que não têm qualquer relação com o “valor intrínseco” das ações<sup>41</sup>. Nas operações das bolsas não participam apenas investidores, preocupados com o fluxo de renda futura, mas também os profissionais cuja preocupação não é a renda do investimento mas a valorização do papel, ou

---

<sup>39</sup> Este ponto foi destacado por Tobin que desenvolveu uma variável denominada  $q$  para avaliar o incentivo ao investimento. De acordo com a teoria  $q$ , define-se esta variável como sendo a relação entre o valor de mercado das ações de uma empresa (ou de um setor específico) e o valor patrimonial da mesma empresa. Quando o  $q$  for maior que 1 existe o incentivo para investir, quando o  $q$  for menor que 1 é melhor comprar uma empresa já instalada, isto é, não investe-se pois o custo de uma nova empresa é superior ao que se gastaria comprando-a na Bolsa.

<sup>40</sup> Como veremos adiante esta é a concepção advogada pelos defensores da eficiência do mercado onde o valor de uma ação reflete apenas o valor intrínseco da empresa que é determinada pelos seus “fundamentos”: produtividade, mercado que atua, etc.

<sup>41</sup> Alguns autores colocam que nem faz sentido este conceito. “Em um mundo em que a incerteza é intratável, o futuro não possui informações que possam ser utilizadas hoje. Logo, o valor intrínseco de uma dado ativo hoje, se existir, não é algo que sejamos capaz de prever. Ainda mais, desde que (...) o futuro econômico não existe correntemente, desde que o futuro não está determinado hoje, este valor não possui nenhum sentido *ex ante*.”(Glickman; 1994:338).

seja, preocupam-se menos com o investimento e mais com a especulação. Além disso, uma série de outros problemas se colocam, dentre os quais Keynes destaca a ignorância dos investidores, que juntamente com a especulação são os principais fatores a gerarem instabilidade e fazer com que as reavaliações feitas pela Bolsa desviem-se de qualquer papel de orientação do valor dos investimentos.

A ignorância surge “como resultado do aumento gradual da proporção que representam no investimento agregado de capital da comunidade as ações possuídas por pessoas que não dirigem nem têm conhecimento especial das circunstâncias reais ou esperadas, dos negócios em questão, há uma séria redução do elemento de real conhecimento na avaliação desses investimentos feita pelos que os possuem ou pelos que tencionam adquiri-los.” (Keynes, 1985: 113) Com isso, fatores que não possuem significado nenhum para o sucesso dos negócios tendem a ampliar a importância na avaliação dos investimentos, aumentando a volatilidade das ações.

Quanto ao predomínio de profissionais no mercado, estes não corrigem as distorções provocadas pelos ignorantes nas reavaliações pois

“as energias e as habilidades do investidor profissional e do especulador estão principalmente aplicadas de outra maneira. Com efeito, a maioria deles dedica-se não a fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral. (...) Dessa maneira, o investidor profissional sente-se forçado a estar alerta para antecipar essas variações iminentes nas notícias ou na atmosfera que, como demonstra a experiência, são as que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado. Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada ‘liquidez’. Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais anti-social que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores ‘líquidos’. Ela ignora que não existe algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo. A finalidade social do investimento bem orientado deveria ser o domínio das forças obscuras do tempo e da ignorância que rodeiam o nosso futuro. O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘sair disparado na frente’ como se diz coloquialmente, estimular a multidão a transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação.”(Keynes, 1985: 113-114).

Deve-se destacar que “a informação econômica possui uma dupla natureza: um evento financeiro pode ser qualificado como informação tanto por indicar alterações nas

condições reais ou simplesmente porque sugere possíveis reações dos participantes do mercado. (...) O comportamento produz um estado de negócios em que os preços falham em refletir um julgamento adequado das alterações nas condições econômicas e isto é um pré-requisito fundamental para a eficiência do mercado. A dupla natureza das informações financeiras elimina, portanto, a possibilidade de testar a eficiência do mercado puramente com base na velocidade com que o mercado responde a dadas informações.” (Glickman; 1994: 327)

Percebe-se, pois, que se o dinamismo das bolsas é dado pelos ganhos de curto prazo, “antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral” (Keynes; 1985:114), e não pela disposição a participar de um investimento de longo prazo e usufruir do seu fluxo de renda futura; isto é, se o mercado é dominado por especuladores e não por investidores, no estrito senso da palavra, as informações fornecidas pelas reavaliações periódicas feitas pela Bolsa não possuem nenhum sentido como sinalizador de investimento, por exemplo. Esta é uma preocupação que ainda se mantém - o perigo do domínio da especulação, dada a forma de operação das Bolsas - e levou Keynes a classificar os agentes que nela operam como jogadores e mesmo a Bolsa como um cassino.

A especulação contida é necessária para garantir liquidez e estimular o investimento, mas o problema se coloca “quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino” (Keynes; 1985:116), o que é a tendência natural do mercado livre, dado a dinâmica própria da especulação que se auto-alimenta e a forma de atuação do sistema bancário com capacidade de criar crédito do nada podendo garantir a liquidez necessária aos especuladores. Esta dinâmica tende a ganhar força em momentos de expansão econômica, a circulação financeira se autonomiza e, em geral, termina com crises financeiras.

A possibilidade de crises financeiras decorrentes da forma de atuação dos mercados financeiros, onde o processo especulativo (circulação de ativos) pode entrar em choque com as necessidades da circulação industrial, nos traz a questão da “hipótese da fragilidade financeira” desenvolvida por Minsky.

“O ponto de partida de Minsky é que ‘... a economia capitalista pode ser vista como um conjunto de balanços e demonstrativos de resultado inter-relacionados’(Minsky; 1993: 12). Intermediários financeiros, compreendendo bancos, associações de poupança,

seguradoras, fundos mútuos e de pensão, emitem passivos que são em geral apropriados pelas famílias. E as empresas emitem passivos absorvidos pelos intermediários financeiros.”(Ferreira, C.K.L.; 1996: 19)

O autor busca integrar as variáveis financeiras no funcionamento da economia. As instituições financeiras afetam a demanda agregada tanto pela concessão de recursos ao investimento como por influírem na determinação do preço dos ativos, que influi nas decisões de investimento, na preferência pela liquidez, nas decisões de consumo, etc. Assim, alterações nas condições financeiras afetam tanto as decisões de produção corrente das empresas como a situação patrimonial desta. Segundo o autor, a instabilidade financeira é inerente à lógica de funcionamento da economia capitalista.

Para analisá-la, o autor classifica as estruturas de financiamento em três categorias: (i) *hedge* - quando o fluxo de caixa decorrente de um investimento permite as empresas não somente pagar os juros da dívida como amortizá-la tanto no curto como no longo prazo, a qualquer taxa de juros; (ii) especulativa - quando o fluxo de caixa é suficiente para pagar os juros no curto prazo mas não para amortizar a dívida que deve ser refinanciada, mas é possível fazê-lo no longo prazo; (iii) Ponzi - quando o fluxo de caixa é insuficiente inclusive para o pagamento dos juros, isto é, pela incorporação dos juros ao principal tem-se uma situação de crescimento exponencial das dívidas.

O interessante da análise do autor é como ao longo do ciclo econômico, as estruturas de financiamento vão se deteriorando, passando de uma situação saudável (*hedge*) para situações instáveis (especulativa) onde qualquer mudança do ambiente detona a crise financeira, estrutura Ponzi.

Vimos que a variável chave para explicar os ciclos econômicos é a EMgK. Do confronto entre a EMgK e a taxa de juros tem-se as decisões de investimento. O investimento é realizado inicialmente com o recurso ao *finance*, crédito de curto prazo, que depois deve ser consolidado através do *funding*. Quando a economia inicia a recuperação, em geral, as taxas de juros são baixas e a EMgK elevada, tanto pelas boas perspectivas de renda futura como pela ociosidade nas empresas produtoras de equipamentos. Existe uma ampla liquidez, uma ampla oferta de *finance*, e a demanda por recursos ainda é baixa pois, em geral, as empresas se encontram com recursos próprios para se financiarem, ou seja, a

alavancagem financeira é baixa. As empresas ao decidirem investir vão abrindo mão de suas posições líquidas, isto é, vão imobilizando seus ativos, fazem a opção pela iliquidez.

Conforme a economia vai se recuperando as oportunidades de investimento vão crescendo e para materializá-los deve-se recorrer cada vez mais ao crédito bancário. Dois efeitos paralelos começam a ocorrer ainda que de forma imperceptível: a taxa de juros de curto prazo começa a se elevar e a EMgK começa a reverter no curto prazo, principalmente, pelas pressões - diminuição da capacidade ociosa - sobre o setor produtor de bens de capital. Mas neste primeiro momento, a maior parte das empresas ainda se encontra em uma situação hedge. Tornam-se menos líquidos seus ativos, ampliando a alavancagem financeira, isto é, contraindo dívidas, mas o fluxo de recursos decorrentes do investimento é perfeitamente capaz de servi-la, dada as condições de taxas de juros e retorno. Inicia-se simultaneamente, a colocação de títulos de longo prazo para fundar o investimento que vai se dando de forma relativamente simples, tanto pelo crescimento da poupança como pelo maior grau de confiança e faz com que os indivíduos vão ficando dispostos a ficarem menos líquidos, isto é, pela queda na preferência pela liquidez. A reativação dos mercados, por seu turno, traz com ele o processo especulativo, que é inerente ao funcionamento das “Bolsas”, mas que ainda é insignificante frente a onda de empreendimentos.

Todo o processo acima vai se intensificando com o maior dinamismo econômico e com o maior grau de utilização da capacidade instalada. A demanda por *finance* vai se ampliando elevando-se a taxa de juros, demanda esta engrossada pelos especuladores, o custo do investimento se amplia reduzindo o retorno esperado e as empresas vão ficando cada vez mais alavancadas e menos líquidas, os bancos também tornam-se menos líquidos dado o crescimento das operações de crédito, com o que passa-se naturalmente de uma estrutura *hedge* para a especulativa. Neste momento tudo sinaliza para a reversão dos investimentos.

Quanto aos créditos bancários é interessante observar que estes vão se tornando cada vez de maiores riscos. Em primeiro lugar começam a financiar investimentos com menor EMgK e rolar dívidas daqueles que começam sentir menor facilidade de retorno. Em segundo lugar com a elevação das taxas de juros uma maior proporção dos créditos passa a se concentrar com os especuladores que aceitam pagar taxas elevadas dada as expectativas de retorno elevado e rápido com os ganhos de capital decorrentes da valorização dos títulos.



Neste quadro geral, a instabilidade - as incertezas - vai se ampliando. O retorno dos empréstimos bancários vai se tornando cada vez mais duvidoso e difícil, amplia-se o refinanciamento. Com a maior insegurança dos retornos tanto diminuem os novos investimentos como amplia-se a preferência pela liquidez. Começam a surgir as insolvências. Do lado das empresas produtivas, estas estão altamente alavancadas e com a queda da demanda não conseguem cumprir seus compromissos, nem sequer o pagamento de juros, ou seja entra-se na estrutura Ponzi. Do lado dos bancos, os ativos tornam-se ilíquidos pois os créditos não retornam, enquanto com o aumento da preferência pela liquidez pelo público pressiona-se o seu passivo, estes com ameaça da crise de iliquidez tornam-se cada vez mais dependentes da ajuda do BACEN enquanto prestador de última instância. Caso este último dificulte as condições de obtenção de recursos tem-se a crise financeira. Interrompem-se os refinanciamentos para a indústria e para os especuladores, amplia-se a inadimplência, os indivíduos começam a se desfazer de seus títulos, depreciam-se seus valores, mostrando-se que a pirâmide de dívidas era insustentável - quebram-se bancos, empresas, etc; tem-se a depressão.

Neste sentido, dada a dinâmica dos ciclos econômicos e a operacionalidade do sistema financeiro, a estabilidade econômica é extremamente dependente da atuação do Estado. Por um lado, do BACEN, enquanto prestador de última instância para evitar quebras bancárias e garantir o refinanciamento das empresas atendendo a preferência pela liquidez do público. Por outro lado, a questão fiscal, o *Big Government*, que deve criar mecanismos compensatórios - seguro desemprego, previdência, transferências, subsídios, gastos diretos, enfim todos instrumentos a sua disposição - para evitar profundas quedas da demanda agregada e sustentar as expectativas de modo a evitar profundas flutuações do investimento, inclusive, comandando o processo através de investimentos diretos e sinalizando o setor privado: garantindo financiamento de longo prazo, estabilidade de taxas de juros, etc, como forma de diminuir as incertezas inerentes à decisão de investir.

### **1.3. - COMENTÁRIOS FINAIS.**

Algumas questões devem ser destacadas da análise precedente. Em primeiro lugar, o crédito pode desempenhar um importante papel no avanço da acumulação de capital ao dotar o investidor de poder de compra que pode ser utilizado para ampliar a produção. Pela

própria definição de crédito, enquanto empréstimo de poder de compra (moeda, capital, etc), percebe-se o seu caráter monetário, daí que, também o juro, enquanto pagamento pelo empréstimo só pode ser pensado em termos monetários.

Em segundo lugar, percebe-se que o crédito não se refere a uma mera intermediação da poupança existente, mas surge da própria prática bancária que permite a criação de recursos do nada. No caso de Keynes torna-se claro que o necessário para a realização do investimento é a liquidez e não a poupança. Esta última é necessária apenas para permitir ao investidor compatibilizar o prazo de sua dívida com o período de retorno do seu projeto, ou seja, para gerar a consolidação da dívida (quitar o crédito de curto prazo substituindo-o por dívida de longo prazo). Ao sistema financeiro cabe mobilizar esta poupança e permitir a passagem do *finance* para o *funding* através da oferta de ativos adequados aos poupadores em termos de estrutura das taxas de juros (*yield curve*).

Em terceiro lugar, tanto da análise keynesiana como da análise marxista emerge a possibilidade de separação da valorização financeira da valorização produtiva. A lógica de atuação do sistema financeiro permite a proliferação das relações débito e crédito entre os agentes, independente de qualquer contrapartida em termos de acumulação real de capital (os títulos transacionados podem não representar qualquer capital, por exemplo, títulos que lastreiam crédito ao consumidor). Assim como a valorização destes títulos pode não ter qualquer relação com os chamados “fundamentos”, ou condições de valorização real - geração de lucros na economia - sendo definido pelas expectativas, processos especulativos, etc., o que Marx definiu como valorização fictícia. Estes dois aspectos, multiplicação endógena de títulos e valorização fictícia, possibilitam o descolamento entre as duas esferas de valorização. Ambas correntes permitem concluir que o lado funcional do sistema financeiro - potencializar a acumulação - não consegue se desvincular de seu lado especulativo (parasitário) que faz parte da própria lógica de funcionamento do sistema.

A análise marxista é bastante elucidativa sobre os limites deste processo. Dois pontos são importantes destacar neste sentido: em primeiro lugar, a imposição da restrição monetária e, em segundo lugar, o fato de o juro ser uma parcela da mais-valia gerada, ou seja, em última instância, a parcela que cabe na forma de juro ao “capital financeiro” - títulos - concorre com a parcela que cabe na forma de lucro (ganho empresarial) ao capital produtivo, sendo que este último é que gera o excedente. Neste sentido, o processo

produtivo pode ir seguindo, mesmo que não ocorra a realização das mercadorias pois o crédito pode dilatar no tempo a restrição monetária. Mas, nesse processo, a proliferação de dívidas e direitos sobre o excedente vai sugando os recursos até o momento em que a valorização produtiva, excedente real, mostra que não consegue suportar tal pirâmide de dívidas e a restrição monetária se impõe através de crises financeiras. Na teoria keynesiana a tendência a crises financeiras também aparece nos trabalhos de Minsky, a partir de alterações nas condições de financiamento da economia.

Em quarto lugar, destaca-se nas duas correntes a possibilidade de atuação do Estado sobre as tendências do processo de acumulação. No caso dos marxistas, percebe-se que o tipo de regime monetário e de atuação do BACEN é de fundamental importância para definir a forma de manifestação e os resultados das crises financeiras. Uma implicação importante disto é romper com a idéia de uma gestão estatal da moeda meramente técnica, mas que deve ser pensada em termos políticos. Este caráter torna-se ainda mais marcante em períodos de crise. Além da política monetária, vários outros instrumentos são utilizados pelo Estado para tentar harmonizar e garantir a estabilidade da acumulação, destaca-se a política fiscal, como por exemplo, as garantias de demanda para o setor privado através de compras diretas ou transferências de recursos, etc. Estes instrumentos visavam constituir o capitalismo sem crises, ou sem riscos para o capital privado. Isto é bem visível na análise de Minsky e nas possibilidades abertas ao setor público para evitar a crise financeira: o *Big Government* impede a queda da EMgK através dos gastos e paralelamente o Banco Central intensifica a sua função de prestador em última instância.

## CAPÍTULO 2

# INSTITUCIONALIDADE E EFICIÊNCIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS.

### INTRODUÇÃO

No capítulo anterior discutimos basicamente a relação entre financiamento e desenvolvimento econômico. Já destacamos em alguns momentos que esta relação pode assumir diferentes formas, de acordo com institucionalidades específicas, levando a diferentes resultados. Vários estudos históricos mostram que a importância do crédito foi diferenciada entre os países, de acordo com o momento em que se lançaram ao objetivo industrializante.

Como destacado por Gerschenkron (1966), utilizando o conceito de “atraso relativo” dos países em seus arranques industriais frente aos países de industrialização originária da primeira Revolução Industrial (Inglaterra como caso clássico), mostra-se que os pré-requisitos para a industrialização alteram-se conforme a distância em relação ao caso inicial, e com eles modifica-se o quadro institucional adequado para colocar os países na rota do desenvolvimento industrial e de aproximação com os países avançados, tanto em termos tecnológicos como financeiros. No que diz respeito à tecnologia, os países retardatários não precisavam seguir *pari passu* os caminhos trilhados pelos países de industrialização originária, mas podiam “queimar etapas”, isto é, partir do grau de conhecimento e avanço já obtido pelos países mais avançados, por meio de importação de bens de capital e aprendizado<sup>1</sup>, desta forma, seria de se supor que o caminho dos países retardatários seria mais fácil.

Quanto à questão do financiamento, o quadro institucional adequado altera-se significativamente conforme o estágio em que o país inicia seu desenvolvimento industrial. No caso da Inglaterra, por exemplo, país de industrialização originária, dadas as menores escalas produtivas, os requerimentos de capital não eram significativos, podendo em grande parte ser financiados por “recursos próprios”, inicialmente vindo quer dos ganhos da agricultura modernizada, do comércio internacional, da valorização de terras ou de títulos

---

<sup>1</sup> Para tal requer-se divisas em volume adequado e um quadro que permita a partir da importação de tecnologia prosseguir por suas próprias pernas. Como veremos a questão das divisas sempre se constituiu um problema para os países da América Latina, como será destacado no caso brasileiro.

públicos, dos recursos acumulados pelos artesãos, etc. Posteriormente, os próprios lucros industriais financiavam sua expansão. A acumulação se deu com bastante independência do sistema bancário<sup>2</sup> que acabou se especializando na concessão de crédito de curto prazo para capital de giro, enquanto o processo de centralização de capital e recursos de longo prazo para investimento (quando necessário) eram obtidos junto ao mercado de capitais. O Estado praticamente não intervinha no sistema financeiro, sendo caracterizado por algo do tipo mercado concorrencial.

No caso dos países de industrialização tardia, como as necessidades de capital eram maiores, a questão do financiamento assumia uma maior centralidade e impunha maiores limites. Assim, no caso alemão, por exemplo, os bancos assumiram papel de destaque no comando da acumulação de capital, constituindo o chamado “capital financeiro” na concepção de Hilferding. O banco universal alemão, quer com vinculação patrimonial com a indústria, quer na forma de representante de acionistas que depositam seus títulos junto aos bancos, atuou diretamente nos conselhos de administração das empresas. Sua importância foi tanto no sentido de mobilizar o capital necessário aos investimentos, como emprestar “talento empresarial” para as mesmas<sup>3</sup>.

Em países cujos processos de industrialização se deram em períodos posteriores, para os quais poderíamos usar a terminologia de Industrialização Retardatária, as defasagens tecnológicas eram ampliadas, com o que acentuava-se o tamanho da escala e a “escassez relativa de capital”. Isto levou, em geral, a uma nova institucionalidade centrada no Estado tanto como investidor direto (estatização) como através da intervenção na mobilização e alocação do capital a nível do setor privado. Os fundos de poupança compulsória ganham destaque na mobilização de recursos, os bancos de desenvolvimento, praticamente, assumem o monopólio no financiamento de longo prazo, mecanismos administrativos de direcionamento do crédito e de controle das taxas de juros são utilizados em larga escala, mecanismos informais de transferência de recursos são necessários dada a fragilidade do sistema financeiro (alteração nos preços relativos através de inflação, política cambial,

---

<sup>2</sup> Conforme Rioux, “Os lucros capitalizados da agricultura renovada e do comércio têm grandes dificuldades de serem investidos nos setores em que a industrialização é possível. Uma das razões já é bem conhecida: o aparelho bancário não permite essa transferência. Os bancos nunca foram fator de ‘decolagem’ e de crescimento primitivo.” (Rioux, J.P. *La révolution industrielle: 1780-1880*; Paris, Éditions du Seuil, 1971: 43; Apud Saes, F.A.M.; 1986: 50)

<sup>3</sup> Esta última é uma das funções atribuídas por Cameron, R. (1972) ao sistema bancário; além da função de intermediário entre poupadores e investidores e de provedor da liquidez no sistema econômico.

tarifária, salarial, etc); etc. Enfim, o papel do Estado acentua-se não só como coordenador (gerente/árbitro) do processo de acumulação de capital, mas como o próprio agente executor e estruturador do processo. Este foi o caso da maior parte dos países subdesenvolvidos que buscaram seguir trajetórias industrializantes no pós-guerra, destacando-se as experiências na América Latina e na Ásia.

Deve-se notar que no pós-II guerra houve um aumento da participação do Estado mesmo nos países desenvolvidos, com a criação dos chamados Estados do Bem-Estar Social<sup>4</sup> e com a responsabilidade de manter a estabilidade econômica e o pleno emprego com o uso das políticas monetária e fiscal - o capitalismo sem crises do ideário keynesiano. Tornava-se aceitável a utilização do endividamento público e, principalmente, alterava-se em definitivo o padrão monetário, rompendo-se os estreitos limites de ação colocados pelo regime baseado no padrão ouro. A política monetária e financeira ganhavam flexibilidade ao facilitar a atuação do BACEN como prestador em última instância<sup>5</sup>. O Estado passava a ter mais instrumentos para afetar o ritmo e o rumo do processo de acumulação de capital (políticas industriais, sociais, etc) e sua intervenção era mais aceita.

O sucesso das políticas industriais adotadas é extremamente dependente da forma de relacionamento entre Estado e setor privado e dentro do próprio setor privado. Em trabalho que discutiremos a frente, Zysman (1986) coloca como um dos principais elementos a determinar o resultado das políticas industriais a forma como se dá o financiamento na economia, mostrando que diferentes institucionalidades podem gerar diferentes impactos dos estímulos concedidos pela política industrial além de permitir a utilização de diferentes tipos de instrumentos.

Com o início da crise mundial nos anos 70, assiste-se a uma profunda reversão na tendência de maior intervenção pública que consolida-se nos anos 80 com a hegemonia do

---

<sup>4</sup> Brunhoff (1985) destaca como uma das principais funções do Estado capitalista a gestão estatal da força de trabalho. Esta inclui tanto a manutenção da reprodução do trabalhador, mesmo quando este se encontra fora da força de trabalho (desempregado - seguro-desemprego, aposentado - sistema previdenciário; doente, inabilitado, etc - políticas assistenciais), como através da oferta de uma gama crescente de produtos e serviços consumidos de forma coletiva e que deixam de ser incluídos na parcela do valor da força de trabalho sob responsabilidade do capitalista (educação, saúde, lazer, etc). Esta atuação do Estado, ou seja, o chamado Estado do Bem Estar é parte constitutiva do chamado fordismo, denominação usada pelos regulacionistas para o modo de regulação pós-II Guerra. Garantia-se o indivíduo como consumidor independente de sua situação econômica, permitindo que o sistema se ancorasse no consumo de massa. A respeito do fordismo ver Lipietz, A. (1988) e Aglietta, M. (1979).

<sup>5</sup> Esta é a segunda função principal do Estado segundo Brunhoff, S. (1985): a gestão estatal da moeda. A este respeito ver o capítulo anterior na discussão sobre a moeda e o crédito em Marx.

liberalismo. Inicia-se a fase das privatizações das empresas estatais, desregulamentação das atividades econômicas, etc.. O novo discurso passa a enfatizar a competitividade como mecanismo de desenvolvimento e as virtudes do mercado em atingi-la. Ao Estado cabe a garantia das regras constitucionais, com destaque para a propriedade privada e o direito a liberdade e a desigualdade.

Este caráter pendular da teoria e da ação sobre o intervencionismo público também permeou toda a discussão sobre a relação entre sistema financeiro e desenvolvimento econômico. Sob o predomínio da teoria econômica keynesiana no pós- II guerra, vários autores, ligados ao desenvolvimento econômico, justificaram a necessidade de intervenção dos Estados nos mercados financeiros, tanto como forma de elevar a poupança (por exemplo através de fundos de poupança compulsória), como, e principalmente, para direcionar a poupança existente para seus melhores usos, isto é, evitar que esta se perdesse em movimentos especulativos ou se direcionasse para setores que não potencializassem o bem-estar social. Com isso, vários países sub-desenvolvidos adotaram em maior ou menor grau políticas financeiras intervencionistas como forma de acelerar o desenvolvimento. O escopo da intervenção ia de simples regulamentações e alterações na rentabilidade dos ativos buscando afetar a atuação dos agentes financeiros privados até a propriedade pública de bancos, com destaque para os bancos de desenvolvimento. O direcionamento do crédito, o controle das taxas de juros e os subsídios foram recorrentemente utilizados como instrumento das respectivas políticas industriais. O resultado destas políticas foi extremamente diferenciado entre os países.

A partir dos anos 60 iniciou-se uma série de críticas a estas intervenções. As principais estão sintetizadas nas contribuições da chamada Escola de Stanford, cujos principais expoentes são E. Shaw, J. Gurley e R. Mackinnon. A teoria da repressão financeira, desenvolvida por estes autores, pode ser considerada a visão *mainstream* do sistema financeiro. É uma crítica às intervenções do Estado no mercado financeiro, quer através do direcionamento do crédito quer através do controle das taxas de juros, como forma de estimular o desenvolvimento. Segundo os autores atinge-se o resultado oposto ao pretendido, tanto por desestimular a poupança como por levar a uma má alocação dos recursos. Assim, propõem a “liberalização financeira” como forma de superar os constrangimentos financeiros ao desenvolvimento.

No período recente tem se desenvolvido uma série de estudos na linha institucionalista considerando-se a existência de custos de transações e problemas informacionais. Em situações como estas, o mercado pode não levar a uma solução eficiente podendo haver ganhos decorrentes de determinado tipo de intervenção do Estado. Algumas variáveis importantes são trazidas para a análise, como por exemplo, o poder político e a organização dos principais grupos sociais; o arcabouço institucional estatal - integridade e coesão do aparelho de estado - que permite a atuação destes grupos; as estruturas de mercado; a relação banco-indústria; etc. A preocupação tem-se centrado mais nas especificidades dos países e em qual a política adequada para um determinado quadro institucional.

Neste capítulo analisaremos os fundamentos teóricos do paradigma da repressão financeira, suas propostas de política econômica e as críticas a ele levantadas<sup>6</sup>, tanto em termos de funcionamento do mercado financeiro como da estabilidade de um mercado financeiro livre. Buscaremos, a partir da revisão dos trabalhos recentes, discutir alguns problemas inerentes à liberalização e desregulamentação financeira como proposta para a montagem de um padrão de financiamento para o desenvolvimento econômico.

## **2.1 - O PAPEL DO SISTEMA FINANCEIRO E A HIPÓTESE DA REPRESSÃO FINANCEIRA.**

O SF funcionando livremente é um dos principais elementos a determinar o desenvolvimento econômico de um país. O argumento central para a relação entre SF livre e o desenvolvimento econômico é que quanto mais desenvolvido o primeiro, maior o estímulo à poupança, com o que amplia-se o investimento, e melhora a sua alocação em decorrência da concorrência dos investidores pelo seu uso. Este argumento pode ser ilustrado por esta longa citação da obra de Mckinnon:

“Nenhum outro setor em uma economia de mercado é mais importante para promover capacidades empresariais inerentes. Empresas nascentes e artesãos nas cidades ou pequenas fazendas no campo não funcionariam eficientemente a não ser que pudessem tomar emprestado e emprestar livremente. Apenas assim é possível ter um amplo desenvolvimento, com novas tecnologias sendo largamente introduzidas, refletindo acuradamente a escassez social do capital na economia.  
(...) Tudo mais constante, um aumento na proporção da poupança da comunidade indo para o investimento físico através do sistema financeiro pode levar a uma

---

<sup>6</sup> Sobre o assunto tratado neste capítulo ver Aldrighi, D.M. (1994) que além de apresentar o paradigma da repressão financeira analisa com bastante detalhe todas as críticas feitas a este. Nós apenas levantaremos aquelas críticas que julgamos necessárias para o desenvolvimento do trabalho.



melhora na alocação desta poupança. (...) Se a poupança é colocada no sistema financeiro, tomadores potenciais para fins de investimento terão que concorrer pelos recursos disponíveis. Na medida em que haja concorrência nestes mercados, os tomadores com as oportunidades mais produtivas terão vantagens na obtenção dos fundos, e a poupança será alocada para os usos mais lucrativos, como ela deve. Mesmo que o investimento seja financiado com recursos internos, um sistema financeiro ativo irá prover oportunidades para os tomadores de decisão para considerar alternativas para utilização dos fundos e encorajá-los a limitar os reinvestimentos para usos produtivos.

Trazendo o centro da acumulação de capital para o mercado financeiro formal é, portanto, um importante elemento de qualquer política desenvolvimentista. Um sistema financeiro desenvolvido pode estimular poupanças e direcionar recursos para investimentos.”(Mckinnon, 1985:93-94)

Atuando livremente, o SF é a engrenagem que permite a alocação eficiente dos recursos - viabiliza a “mobilidade do capital” - garantindo tanto o equilíbrio entre poupança e investimento, em termos quantitativos, como o melhor uso da poupança (qualitativo), contribuindo para que a economia de mercado atinja uma situação Pareto-Ótima.

Os países subdesenvolvidos caracterizam-se por reprimir seus sistemas financeiros no afã de atingir as maiores taxas de investimento e o desenvolvimento econômico, provocando baixos níveis de poupança e uma série de ineficiências na alocação desta.

“Quando os governos taxam e distorcem seus mercados de capitais domésticos, a economia é dita reprimida financeiramente. Restrições sobre as taxas de juros, grandes requerimentos de reservas sobre depósitos bancários, e alocação compulsória do crédito interagem com inflações persistentes para reduzir a atratividade de carregar ativos no sistema financeiro doméstico. Neste sistema financeiro reprimido as taxas reais de juros sobre ativos monetários são em geral negativas, e difícil de prevê-la quando a inflação é alta e instável. Portanto, a demanda por moeda - definida de forma ampla para incluir depósitos de poupança e à prazo bem como depósitos à vista e papel-moeda - diminui como proporção do PIB.” (Mckinnon, 1988:7)

A repressão financeira inviabiliza, portanto, o desenvolvimento financeiro, ou aprofundamento financeiro, medido pela razão ativos financeiros (M2, no caso)/PIB, com o que limita-se o investimento e o desenvolvimento econômico.

A argumentação segue os seguintes passos. Os países subdesenvolvidos caracterizam-se pelo predomínio do sistema monetário, bancos, no papel da intermediação dos recursos devido ao fraco desenvolvimento do mercado de capitais que reflete os baixos níveis de renda per capita e poupança nestes países. A colocação primária de títulos pelas

empresas ainda é dificultada por problemas informacionais e legais (incerteza e regulamentação), que não oferecem garantias ao poupador e impedem a avaliação dos riscos envolvidos. Assim, os bancos são os responsáveis tanto pela intermediação como pela oferta de mecanismos para o acúmulo de saldos monetários pelas empresas que terão que autofinanciar o investimento por não ter acesso ao crédito. Introduce-se um motivo-financeiro na demanda por moeda.

Excetuando o motivo-financeiro, os indivíduos só manterão poupança financeira, além daquela necessária para transações, caso os ativos financeiros se tornem atrativos em termos de retorno e prazo. Para tal requer-se um sistema bancário relativamente desenvolvido em termos de infra-estrutura, que possibilite um acesso mais fácil aos seus serviços, reduzindo o custo de transação, bem como taxas de juros reais adequadas. O problema aparece neste ponto. Para pagar maiores taxas de juros aos poupadores, de modo a estimular a poupança, os bancos teriam que repassar este acréscimo às taxas cobradas dos tomadores de empréstimo de tal forma a manter-se o *spread* e a rentabilidade bancária. Os controles impostos às taxas de juros ativas, em ambientes caracterizados por inflação, acabavam levando a uma remuneração negativa da poupança desestimulando-a.

Esta política com o objetivo de estimular os investimentos e coibir práticas abusivas pelos bancos, provocava um resultado oposto ao perseguido. A fixação da taxa de juros em um nível inferior ao que os tomadores estão dispostos a pagar, gera um excesso de demanda por fundos eliminado pelo racionamento de crédito. Assim, “as políticas de taxas de juros de empréstimos administradas e de crédito seletivo praticadas pelos governos dos países em desenvolvimento com o propósito de acelerar a formação de capital são desnecessárias e insensatas porquanto reduzem a disponibilidade de fundos emprestáveis, condicionando o volume dos investimentos à capacidade de autofinanciamento das empresas.” (Aldrighi, 1994:14)

O controle de taxa de juros leva os bancos a concederem crédito para as firmas cujo custo administrativo do empréstimo seja baixo (concentração) e onde o risco de *default* seja mínimo. Neste caso utiliza-se critérios não econômicos para a sua alocação, fazendo com que o preço perca sua função de sinalizador do melhor uso dos recursos. Em geral, eliminam-se as empresas pequenas e as nascentes, optando-se por aquelas de maior porte, com

tradição e nomes estabelecidos e que podem oferecer um maior volume de garantias reais (colateral). Acaba-se privilegiando as multinacionais e as estatais.

A repressão financeira traz duas consequências em termos de funcionamento do sistema financeiro. Em primeiro lugar leva ao aparecimento do sistema informal (ilegal) onde pode-se oferecer taxas de juros mais altas aos poupadores e cobrar mais dos tomadores que não conseguiram empréstimos no setor formal. Neste mercado não existe nenhuma garantia ao depositante, o que faz com que este exija uma maior remuneração, que acaba sendo repassada ao custo do empréstimo. Em segundo lugar leva à prática dos empréstimos indiretos, isto é, aqueles que conseguem captar recursos no setor formal repassam-nos no informal, com o que duplica-se o custo de transação e estimulam-se práticas de favorecimento: corrupção, “apadrinhamento”, etc. Os efeitos da repressão são: menor eficiência na alocação da poupança e maior concentração de renda e riqueza pois apenas as firmas grandes tem acesso ao crédito e o “subsídio” creditício ao investimento, barateando o capital, estimula projetos capital intensivos penalizando o fator trabalho.

Além da intermediação de recursos, o sistema bancário possui a função monetária - criar moeda - a partir do multiplicador bancário suprindo de liquidez o sistema econômico. Nesta função é regulamentado pelo BACEN que fixa níveis de reservas compulsórias para garantir a estabilidade do sistema de pagamentos e permitir o controle monetário<sup>7</sup>.

A fixação das reservas em um nível elevado pode transformar-se de um instrumento de controle monetário em mais uma fonte de repressão financeira. Quanto maior a exigência de reservas, maior a diferença entre a taxa cobrada no empréstimo e a taxa paga ao depositante. Assim, se a taxa de juros nos empréstimos for fixada, reduz-se a taxa paga na captação com o que amplia-se o desestímulo à poupança financeira. Segundo McKinnon, os países subdesenvolvidos costumam utilizar este expediente para captar recursos a custo zero pelo BACEN, e financiarem o déficit público e o direcionamento dos recursos para os tomadores preferenciais.

A inexistência de poupança suficiente nestes países e os profundos déficits públicos que os caracterizam fazem com que os governos frequentemente recorram à inflação como um mecanismo de poupança forçada para financiá-los. O ambiente inflacionário, em conjunto com a “repressão financeira” gera uma série de ineficiências no sistema. Em

---

<sup>7</sup> Com este instrumento o BACEN define o tamanho do multiplicador bancário.

primeiro lugar, para se proteger da perda de valor da moeda os agentes buscam fazer *hedge* quer através do acúmulo de estoques quer através da posse de ativos estrangeiros. Além disso, privilegia-se investimentos com horizonte de curto prazo (menor valor), uma vez que inviabiliza-se (dificulta-se) o acúmulo de saldos monetários pelas empresas que não têm acesso ao crédito. Com taxas de juros baixas ou negativas, dificulta-se o efeito-condutor entre moeda e capital físico retraindo o investimento. A inflação, por outro lado, reduz o custo para o tomador ampliando a demanda por empréstimos aprofundando a repressão financeira. Mesmo se não houvesse restrições sobre a taxa de juros, por constituir-se um imposto sobre saldos monetários, a inflação ampliaria o *spread* entre as taxas de captação e empréstimos dos bancos, uma vez que as reservas não são protegidas contra a inflação.

Resumindo, os autores identificam quatro consequências adversas da “repressão financeira” sobre a qualidade e a quantidade do investimento: (i) reduzido fluxo de poupança para o sistema financeiro forçando o auto-financiamento; (ii) grande dispersão nas taxas de juros entre os tomadores privilegiados e os penalizados; (iii) retorno negativo na posse de moeda dificulta a acumulação necessária para realizar investimentos; (iv) inviabiliza-se o aprofundamento financeiro fora do sistema bancário. (Mckinnon; 1988: 8)

A proposta para a superação destes problemas é a liberalização (desregulamentação) financeira, a eliminação do controle sobre as taxas de juros mantendo-as positivas de modo a estimular a poupança financeira, bem como diminuir as reservas para poder aproximar as taxas de captação e de aplicação, e eliminar a alocação discricionária de crédito deixando-a para o mercado que o fará com base em critérios de rentabilidade, direcionando o capital para seus melhores usos, e evitando racionamento.

“A desmontagem deste quadro de repressão financeira exigiria a gestação de um ambiente financeiro competitivo que engajasse os bancos na concessão de créditos a prazos mais longos e a taxas que simultaneamente refletissem a escassez geral de capital e incorporassem os custos administrativos peculiares a cada tomador. Mckinnon ressalva, entretanto, que o êxito da estratégia de taxas de juros reais elevadas para expandir a poupança, aumentar o volume e a qualidade do investimento e ampliar os prazos dos empréstimos pressupõe níveis inflacionários baixos e estáveis pois, caso esta condição não seja satisfeita, a incerteza pode tornar as taxas de juros nominais muito altas para os

tomadores e, ao mesmo tempo, excessivamente baixa para os depositantes, redundando no encurtamento dos contratos financeiros.”(Aldrighi, 1994:17-18)

Dado o papel nocivo da inflação e, sendo ela um elemento por si só de repressão financeira independente de qualquer regulamentação, a desrepressão, ou seja, a manutenção de taxas de juros reais elevadas deve ser atingida, segundo os autores, principalmente pela redução da inflação. Assim, a liberalização financeira pressupõe o ajuste fiscal do governo<sup>8</sup>.

## **2.2. - O PARADIGMA DA ECONOMIA DA INFORMAÇÃO**

Uma primeira contestação teórica à Escola de Stanford é dada pelo Paradigma da Economia da Informação. A questão levantada por estes autores, dentre os quais o principal expoente é J. Stiglitz, é se o mercado financeiro pode ser considerado como um mercado perfeito, isto é, se este possui as mesmas características que o mercado de batata<sup>9</sup>. A resposta dada pela economia da informação é que não, existem problemas informacionais que o diferenciam de outros mercados e fazem com que o mecanismo de preço perca sua função alocativa e não garanta o equilíbrio entre oferta e demanda.

A funções desempenhadas neste mercado não se restringem a captar a poupança e alocá-la. Uma vez “alocado os recursos, os bancos continuam a executar uma tarefa importante, assegurando que os recursos sejam usados da maneira prometida pelo tomador, e que este último ao responder a novas contingências, leve em consideração os interesses dos ofertantes de capital. Ao mesmo tempo que forneceu esses serviços, eles reduzem os riscos que se apresentam aos poupadores ao permitir a diversificação”(Stiglitz, 1990:272)

A mercadoria transacionada no mercado financeiro é o capital. Ao considerá-lo uma mercadoria semelhante às demais, a teoria tradicional nos diz que sua alocação se faria pelo mecanismo tradicional de preço. A taxa de juros sinalizaria os projetos com maior rentabilidade e, neste sentido, seria a responsável pela seleção dos tomadores: elevações nesta fariam com que, entre setores e dirigentes competitivos, restassem apenas aqueles mais

---

<sup>8</sup> Para maiores detalhes da teoria da repressão financeira, das etapas e formas para se fazer a liberalização financeira ver Fry, M. (1988), Aldrighi, D.M. (1994) e os próprios trabalhos de McKinnon, Gurley e Shaw.

<sup>9</sup> Para os autores que aceitam os problemas informacionais, em qualquer mercado, outras variáveis além do preço são consideradas, ou seja, não existe nenhum mercado tipo livro texto, onde os preços embutem todas as informações necessárias. “Neither type of firm is exactly like the textbook idealization of the atomistic firm operating in a perfectly competitive market, where spot prices summarize all information relevant for buyers and sellers of the product. Customers at a butcher shop will not only look at price, but will also attempt to ascertain quality, in some countries they will be aided by government established quality categories and certifications. “ (Diaz-Alejandro; 1985: 2)

eficientes ou que possuíssem projetos mais rentáveis que permitissem o pagamento dos juros. Com isso, não seria o sistema financeiro, enquanto instituição, o responsável pela seleção dos tomadores, este seria apenas o local onde se realizaria o leilão do capital, entre agentes iguais.

“Porém, os indivíduos não são idênticos. Alguns são melhores gerentes do que outros, e alguns têm idéias melhores. Uma função central das instituições financeiras é avaliar quais gerentes e quais projetos irão, mais provavelmente, apresentar retornos mais elevados”(Stiglitz, 1990:272). Note-se que há um rompimento com a idéia de mercados perfeitos, em que a variabilidade dos preços é a única necessidade para se fazer a seleção.

Além da seleção, Stiglitz atribui uma segunda função aos bancos que é o acompanhamento do uso que o tomador faz dos empréstimos, o monitoramento já destacado acima. É importante destacar que, quando as informações não são um bem-livre, isto é, quando há insuficiência ou o custo de obtê-las seja muito elevado e, sabendo-se que os produtos e os agentes não são homogêneos, existem outros critérios de seleção fora o preço, por exemplo o *marketing*, os certificados de garantia de qualidade, etc.. Na maior parte dos mercados existem estes problemas, logo, coloca-se a questão da seleção. Já o monitoramento decorre da existência de problemas informacionais nas especificidades do mercado financeiro.

“Os mercados de empréstimos são bem diferentes dos mercados de ‘leilão’ que caracterizam outros bens e serviços. Tradicionalmente, os livros de texto encaram os mercados de empréstimos como o mercado de cadeiras ou mesas, com o preço (taxa de juros) equilibrando oferta e demanda. Porém, essa visão é incorreta. Ela esquece a propriedade essencial dos empréstimos - eles não representam trocas contemporâneas, mas sim uma troca de recursos, por uma das partes, por uma promessa de retorno no futuro. Ela esquece a heterogeneidade essencial dos contratos de empréstimos - as diferenças na probabilidade de inadimplência. E esquece ainda os problemas essenciais de informação - embora o fornecedor saiba que diferentes tomadores diferem na probabilidade de inadimplência, ele não consegue avaliar perfeitamente quais tomadores apresentam elevada probabilidade de inadimplência; e embora o prestador saiba que o tomador pode agir de modo a afetar a probabilidade de o primeiro ser pago, este não pode monitorar perfeitamente essas ações.” (Stiglitz, 1990: 276).

Nestes contratos vigora o problema da assimetria de informações: o tomador de recursos tem melhores condições de avaliar o risco (do projeto e a disposição a pagar) que o fornecedor. Com isso, o preço perde a função de garantir o equilíbrio de mercado, uma vez

que a alocação de recursos (seleção) deixa de ser feita com base em critérios “estritamente” econômicos - o preço que os demandantes estão dispostos a pagar - e passa-se a utilizar critérios qualitativos/subjetivos, ou seja, a alocação não é feita exclusivamente pelo mercado, além de embutir-se no contrato novas cláusulas fora o preço: garantias, etc.

“Conforme este novo *approach*, a ocorrência de equilíbrios em que subsiste uma demanda excedente incapaz de induzir os fornecedores de crédito a aumentarem seus preços (taxas de juros) resulta de heterogeneidade no grau de risco dos que demandam crédito e da dificuldade e dos custos com que se defrontam aqueles fornecedores para diferenciar entre os solicitantes. A assimetria de informações entre emprestadores e mutuários pode gerar uma influência negativa da elevação das taxas de juros sobre a composição do *pool* de solicitantes de crédito (conhecida como o problema da *seleção adversa*) e sobre o comportamento destes em relação a riscos (o chamado problema do *moral hazard*).” (Aldrighi, 1994: 40)

Quanto à seleção adversa, com taxa de juros mais elevadas, os tomadores mais avessos ao risco saem do mercado, isto é, só ficam aqueles que apresentam maior probabilidade de *default*: aqueles que assumem um risco maior ou aqueles que necessitam dos recursos a qualquer preço. Quanto ao *moral hazard*, como o juro sobre empréstimos corresponde a uma obrigação fixa independente do retorno do projeto, se as taxas de juros forem mais elevadas os demandantes utilizarão o crédito para financiar projetos com risco mais elevado mas com possibilidade de uma rentabilidade maior. Assim, quando eleva-se a taxa de juros assiste-se a uma deterioração na qualidade dos ativos dos bancos que passam a conter uma maior probabilidade de *default*, isto é, aumenta o risco.

Supondo-se que a estratégia dos intermediários financeiros é maximizar o retorno esperado, isto é, a rentabilidade descontada o risco de não recebimento (inadimplência), chega-se a conclusão que, em muitos casos, elevar a taxa de juros quando existe um excesso de demanda por crédito pode não ser a melhor alternativa, em termos de retorno esperado, uma vez que o risco pode crescer mais que proporcionalmente em relação à taxa de juros, com o que este aumento no preço torna-se contraproducente. Sendo assim, dados os problemas informacionais existentes no mercado financeiro, uma situação de equilíbrio com racionamento parece ser o caso comum.

A seleção e o monitoramento dependem da forma como se dá a transferência de capital. O problema da seleção refere-se a escolher os melhores projetos e os melhores

gerentes. O monitoramento refere-se a tentar fazer com que os gerentes (administradores - tomadores) façam o melhor uso possível dos recursos.

Quando há financiamento interno das empresas, isto é, quando as famílias são as responsáveis não havendo separação entre controle e propriedade, não existe o chamado problema do agente principal: a família não pretenderá se auto-prejudicar, minimizando tanto o problema da seleção como do monitoramento uma vez que buscará gastar os recursos da melhor maneira possível pois é a única beneficiária<sup>10</sup>.

As outras formas de acúmulo de capital são as companhias abertas, o mercado financeiro e o governo. No primeiro caso existe a separação controle e propriedade, ou seja, o dono do capital não é quem o administra. Existe uma série de estudos e evidências que mostram que os interesses dos dirigentes são em muitos casos conflitantes com os do proprietário. No caso de companhias abertas o monitoramento mostra-se mais difícil do que em outras alternativas. Nas outras duas opções mantém-se problemas de seleção e monitoramento, devido principalmente aos problemas informacionais. Não existe nenhuma forma de financiamento que deixe de apresentar problemas. Assim, a solução de mercado livre não leva, em geral, a uma situação eficiente.

Stiglitz, analisa três possibilidades de transferência de recursos - as ações, os empréstimos de curto prazo e os empréstimos de longo prazo - para comparar os problemas de seleção e monitoramento.

As ações possuem a vantagem de dividir o risco do empresário com o ofertante do capital e não gerar obrigações permanentes para repagar os recursos, o que permite às empresas adotarem estratégias de longo prazo, como por exemplo, não retrair em excesso a produção quando a atividade econômica se contrai. Por outro lado, possui uma série de desvantagens, destacando-se o fato de potencializar o problema do agente principal ao diminuir os incentivos dos administradores (gerentes) para fazer o melhor uso dos recursos e estimular sua utilização para fins próprios<sup>11</sup>. Mesmo com a possibilidade de mudança de direção, os gerentes possuem muita autonomia e esta se amplia caso a empresa não possua

---

<sup>10</sup> Pode-se pensar que o quadro institucional pode afetar negativamente a seleção por parte das famílias. Por exemplo, em um ambiente inflacionário com repressão financeira, o campo de escolha é distorcido afetando a seleção, mas mesmo podendo diminuir a eficiência total, a escolha será a que melhor retorno oferece dentro do quadro institucional vigente.

<sup>11</sup> Não somente para obter privilégios adicionais a nível de gerência, mas também para adquirir conhecimentos que melhorem sua posição no mercado, conforme destacado por Stiglitz.



obrigações financeiras fixas. (Stiglitz, 1990:273) Outro ponto negativo é que, em geral, o lançamento de novas ações pelas empresas é tido como um sinal adverso no mercado, provocando a queda de seu valor. Isto acontece porque o investidor em ação não consegue distinguir entre o empresário que quer financiar um bom projeto e aquele que apenas pretende lucrar com a ignorância do mercado que, por exemplo, pode estar sobreavaliando suas ações. (Stiglitz, 1990: 274)

Para o autor, as desvantagens superam as vantagens no caso das ações, sendo este o motivo pelo qual o mercado acionário contribui muito pouco para o financiamento dos investimentos, mesmo nos países desenvolvidos que possuem mercados secundários bem organizados e aparato institucional que reduz os problemas de fraudes e coloca um maior volume de informações a disposição dos investidores. Assim são pequenas as possibilidades de se pensar o financiamento nos países em desenvolvimento, em que os problemas informacionais e jurídicos são muito maiores e os mercados secundários pouco desenvolvidos, com base nas ações. (Stiglitz, 1990:274-275)

A segunda forma analisada pelo autor são os empréstimos de curto prazo. Neste caso, as firmas possuem obrigações fixas que devem ser pagas de tempos em tempos, os juros sobre os empréstimos, e os bancos podem exigir seus recursos de volta a cada vencimento de contrato. A necessidade de gerar recursos para pagar os juros e ameaça de cortes de crédito pelo banco (não refinanciamento de uma dívida, por exemplo) diminui a autonomia das empresas ampliando o poder de monitoramento dos bancos que podem exercer influência considerável no funcionamento da firma. (Stiglitz, 1990:276)

A limitação ao poder dos bancos é a possibilidade de falência da firma, na qual existem custos econômicos e a quantia recuperada pelos bancos, em geral, é menor do que a emprestada. Com isso, o tomador de recursos pode persuadir o emprestador a refinar suas dívidas, limitando o poder de monitoramento. Para dirimir estes problemas os bancos devem selecionar uma carteira com baixo risco de *default*, utilizando, inclusive critérios não econômicos nesta seleção - tradição, porte da empresa, etc - além de introduzir cláusulas extras nos contratos - exigência de garantias (colateral).

Comparando as ações e os empréstimos como formas de alocação de recursos, em termos das duas funções que devem ser satisfeitas - a seleção e o monitoramento -, Stiglitz chega à seguinte conclusão:

“O problema da seleção, no caso das ações, se concentrou em firmas com baixos retornos esperados; em mercados de empréstimos, também há um problema de seleção, agora concentrado nos casos de elevada probabilidade de inadimplência. (...) Finalmente, embora em princípio tanto os fornecedores de empréstimos quanto os aplicadores em ações tenham incentivos em monitorar decisões do tomador de recursos, os emprestadores podem estar numa situação mais eficaz para fazer isso, devido à possibilidade de retirar créditos. E enquanto é típico haver muitos acionistas, cada firma tem somente um, ou, em alguns casos alguns fornecedores de empréstimo. Isso significa que o problema do ‘bem público’ associado à monitoração - de assegurar que o tomador de recursos decida de acordo com os interesses dos emprestadores - é menor para os empréstimos do que para as ações.” (Stiglitz, 1990:277-278)

A terceira forma de financiamento são os empréstimos de longo prazo (títulos), estes estão no meio do caminho entre os dois anteriores - paga-se juros a cada ano e o principal em uma data estabelecida -, apresentando todos os problemas levantados. “Os títulos apresentam uma importante vantagem e desvantagem. Já que o emprestador não pode cancelar recursos, mesmo se ele não está satisfeito com o que a firma está fazendo, a firma não fica sob ‘rédea curta’, do modo que acontece com empréstimos. Isso caracteriza a vantagem de permitir que as firmas persigam políticas de longo prazo - porém, apresenta a desvantagem de permitir à firma perseguir políticas que afetem adversamente os interesses dos acionistas.” (Stiglitz, 1990:278).

De acordo com Stiglitz, portanto, o mercado financeiro, devido a problemas de informações e incentivos, não pode ser pensado, apenas com base nos instrumentos tradicionais de oferta e demanda com a concorrência levando a uma situação Pareto-Ótima. Dentre os arranjos institucionais possíveis, ou estrutura financeira como define o autor, um sistema baseado no crédito tem maior possibilidade de diminuir os incentivos adversos dos tomadores de recursos por facilitar o monitoramento e forçar os mutuários a fazer o melhor uso dos recursos. Mas não elimina o problema da seleção. No caso das ações, por compartilharem do retorno do investimento, tende-se a privilegiar-se projetos com maior rentabilidade “privada”, mesmo que com maiores riscos, deixando de lado segmentos que possam apresentar elevado retorno social mas sem rentabilidade privada aceitável; no caso do crédito, este tende a ser mais conservador, possuindo uma “remuneração” fixada, buscam

aquelas firmas e projetos com menor probabilidade de *default*, maiores garantias, tradição, etc. Neste caso, descarta-se as indústrias nascentes, por exemplo <sup>12</sup>.

O mercado agindo livremente caracteriza-se por uma situação de racionamento, ou seja de ineficiência no sentido de Pareto<sup>13</sup>. Nestes mercados com problemas informacionais, deixa de ser válida a idéia de que “políticas que conduzem a economia até mais próximo das soluções de mercado livre aumentam o bem-estar. (...) Os teoremas de segundo melhor de Meade, Lancaster e Lipsey mostraram há muito tempo que em economias onde há algumas distorções, remover uma delas pode não elevar o bem-estar. (...) Economias em que mercados são incompletos, ou em que as informações são imperfeitas - isto é todas as economias - não são, em geral, economias Pareto eficientes e restringidas; isto é, quase sempre existem algumas formas de intervenção do governo, bastante limitadas, ou seja, impostos e subsídios, que consideram as limitações de mercado e de informações, e que são Pareto-superiores.”(Stiglitz, 1990:281). (grifos nossos)

Mas por outro lado,

“Os problemas centrais que discuti não são problemas menores no setor público do que no setor privado. Alterar a esfera de decisão não altera as dificuldades associadas à seleção e à monitoração. Mas, para piorar a questão, o governo, com frequência, não tem incentivos para assegurar que ele (ou seus agentes) faça um bom trabalho na seleção e na monitoração de empréstimos. O bolso profundo do governo significa que quaisquer perdas podem ser facilmente compensadas. Além disso, como os critérios econômicos são, frequentemente, suplementados por outros critérios (poupar empregos, desenvolvimento regional), as perdas podem não ser responsabilidade da incapacidade de fazer julgamentos sobre solvência, mas dos critérios não-econômicos que tem sido impostos. A ausência do teste de controle do mercado significa que o crédito pode ser alocado com base no favoritismo político: o subsídio associado à cobrança de taxas de juros mais baixas do que aquelas que o risco do empréstimo exigiria.”(Stiglitz, 1990:282-283)

Percebe-se pelo exposto até o momento que o Paradigma da Economia da Informação pretende colocar-se entre dois pólos opostos que nortearam as recomendações de políticas financeiras ao longo dos últimos anos. De um lado o que poderíamos definir como paradigma keynesiano que dominou no pós-guerra em que a intervenção

<sup>12</sup> Voltaremos a este ponto adiante.

<sup>13</sup> Percebe-se pela análise de Stiglitz que o autor associa a ineficiência, tanto em termos de racionamento como de exclusão de diversos grupos de tomadores, ao mercado livre. Mas o autor não analisa problemas de estabilidade ligados a um mercado desregulamentado. Decorre do trabalho do autor que o “racionamento” em função dos maiores riscos reflete uma forma de “auto-regulação” do sistema com o que o sistema livre pode ser ineficiente mas não instável.

governamental era necessária para superar as deficiências do mercado em termos de volume e alocação do investimento, cabendo ao dirigismo estatal gerar as condições para a acumulação de capital. De outro lado coloca-se a teoria tradicional (o chamado Paradigma da Repressão Financeira) de acordo com o qual a intervenção do governo, através de políticas financeiras para promover o desenvolvimento econômico, leva ao resultado oposto ao almejado, ao limitar o volume de investimento e piorar sua alocação; assim, propõe-se a liberalização e a desregulamentação financeira, de modo a que as livres forças impulsionem o desenvolvimento.

O Paradigma da Economia da Informação ao centrar a análise nas funções do Sistema Financeiro - seleção e monitoração - e mostrar a incompletude dos mercados devido a problemas informacionais, coloca-se no estágio intermediário entre as duas posturas acima. “O Teorema de Greenwald-Stiglitz diz que há um espaço potencial para melhorar o bem-estar pela atividade governamental. Se a atuação do governo irá realmente melhorar a situação, é uma questão mais delicada.”(Stiglitz, 1990:283)

### **2.3 - QUALIFICAÇÕES SOBRE A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA.**

Grande parte dos trabalhos referentes ao papel do sistema financeiro no período recente têm sido uma tentativa de corroborar ou de criticar o paradigma da “repressão financeira”, tanto em termos teóricos como em termos empíricos.

A instabilidade financeira que se seguiu à liberalização em uma série de países levou a uma revisão dos trabalhos, de modo a incorporar as etapas necessárias para o sucesso da liberalização e a identificação de algumas condições que se faziam necessárias para a eficiência de um mercado livre. Em termos teóricos tentavam levar em consideração algumas questões levantadas, principalmente, pelo Paradigma da Informação. Destacam-se neste sentido, o trabalho de Galbis(1986), que analisa os impactos que a liberalização traria em uma economia com o sistema bancário concentrado, e o de Cho (1986) que analisa a liberalização na ausência de um mercado de capitais eficiente. Estas novas preocupações incorporadas aos trabalhos sobre a liberalização financeira, podem ser percebidas pela citação abaixo:.

“A literatura sobre a liberalização financeira tem enfatizado a eliminação de controles sobre taxa de juros e a promoção da concorrência entre bancos. Ela não tem considerado a possibilidade de que restrições endógenas no mercado de crédito, como as informações imperfeitas, possam ser barreiras significativas para a alocação eficiente do crédito mesmo quando os bancos estão livres de controles

sobre os juros. A literatura também não tratou das estruturas de mercado, por exemplo, os sistemas bancários oligopolizados e cartelizados encontrados na maior parte dos países menos desenvolvidos. A literatura enfatizou o papel do sistema bancário que foi corretamente percebido como o único mercado de capitais organizado na maior parte dos países em desenvolvimento. Ela negligenciou o papel potencial do mercado de títulos para a alocação eficiente do capital e divisão do risco em um ambiente financeiro liberalizado.”(Cho, 1986:191-192)

### **2.3.1. - A NECESSIDADE DE UM MERCADO DE CAPITAIS DESENVOLVIDO.**

A ênfase do trabalho de Cho está nas barreiras que um mercado de títulos pouco desenvolvido coloca ao sucesso da liberalização financeira devido aos problemas intrínsecos do mercado de crédito.

O autor parte da idéia de que é possível classificar o universo das firmas, em diferentes grupos com características específicas, e estimar o risco inerente a cada qual. A taxa de juros cobrada dentro de um grupo será única pois não consegue diferenciar entre seus componentes. O risco associado pelo banco a um dado grupo é inversamente relacionado ao volume de informações que dispõe.

Para o tomador, a expectativa de ganho de um determinado projeto é função crescente do risco do projeto, assim, com taxas de juros mais elevadas aplica os recursos em projetos de maiores riscos. Para o banco, a expectativa de retorno é inversamente relacionada ao risco, dada a taxa de juros. Com estas características, o retorno esperado pelo banco por emprestar a este grupo não é uma função monotonicamente crescente da taxa de juros cobrada, devido aos problemas informacionais. Assim, aumento nas taxas de juros pode deteriorar a carteira dos bancos e piorar o resultado, existindo, portanto, para cada grupo, “um valor ótimo de taxa de juros  $r^*$  no qual o retorno esperado atingirá um máximo local  $E\pi^*$ ”(Cho, 1986:194)

A capacidade de pagamento dos tomadores depende da produtividade do projeto financiado. O problema é que os bancos não conseguem estimar adequadamente as produtividades esperadas, diferenciando entre os grupos mas não nos grupos. Mesmo que haja um grupo onde a produtividade esperada seja extremamente elevada, se o risco associado a este for muito elevado, devido a dificuldades de obter informações, o retorno esperado deste grupo, pelo banco, será baixo. Com isso, a tendência é concentrar as

operações em grupos em que o risco percebido seja menor, podendo eliminar por completo determinados grupos, independente da produtividade destes.

“Among these rationed-out firms there can exist a group of firms (say group  $j$ ) that are innovative and highly productive. Banks, however cannot easily identify the individual risk characteristics of these firms because of imperfect information. What the banks do have is their subjective estimate of the probability distribution of each group’s riskiness. The variance in the distribution of riskiness of group  $j$  should be larger than of group  $i$  either because of the characteristics of the projects they undertake or because of the bank’s poor screening ability on the first group of borrowers, or both. That is, the banks’ subjective estimate of the variance for group  $j$  should be larger since they know they could end up with a pool of loan applicants with a higher variance of credit-worthiness (risk of default)”(Cho, 1986: 195).

Estas dificuldades serão tanto maiores quanto maior o período em que um sistema financeiro ficou reprimido operando, basicamente, com grandes firmas. Em ambientes como esse, onde a maior parte das empresas é excluída do mercado financeiro, a base de informações é muito pobre além de não se criar “competências” para avaliações mais objetivas de crédito. Assim, mesmo em um ambiente liberalizado onde o capital seja alocado através do crédito, persistem os problemas alocativos: elimina-se firmas novas, dinâmicas, mais produtivas dificultando ajustamentos na estrutura industrial.

A forma, segundo o autor, para superar este imobilismo e o caráter conservador do sistema de crédito, é o desenvolvimento de outros mecanismos para a alocação do capital na economia. A melhor maneira para eliminar o racionamento a determinados grupos e fazer com que o capital flua para os grupos com maior produtividade é desenvolver o mercado de títulos (ações).

“In equity markets, these risky groups will be able to get financing.(...) This happens because equity finance is free from adverse selections and moral hazard effects while debt finance is subject to them in the presence of asymmetric information. The expected return to an equity investor  $E\pi^e$  would be exactly the same as the expected return of the project itself, i.e,  $E\pi^e = R$ . In order for the lenders (debt finance) to allocate credit to firms as efficiently as equity investors, they must know one more parameter, the riskiness of each individual borrower. Therefore, in a world of imperfect information, the existence of equity markets will enhance the allocative efficiency of capital”(Cho, 1986: 197)

Com um mercado de títulos desenvolvido este poderia servir inclusive como fonte de informações para os bancos, caso o preço das ações refletisse os fundamentos das empresas,

melhorando o próprio desempenho do sistema de crédito. Mas, na ausência de um mercado de capitais desenvolvido, as políticas de liberalização financeira não necessariamente redundam em maior eficiência alocativa. O governo poderia amenizar o problema estimulando empréstimos para os grupos mais produtivos, mas a dificuldade é que este possui as mesmas restrições de informações que os bancos e além disso é sujeito a pressões políticas que podem piorar o resultado. Com isso, a proposta do autor é a liberalização financeira acompanhada de um aprofundamento do mercado de títulos, fazendo com que o capital seja alocado com base tanto na segurança, pelo mercado de crédito, como na produtividade dos projetos, pelo mercado de capitais.

“The most efficient allocation is achieved by liberalizing the financial market. (...) Equity capital can finance those risky, productive borrowers for whom asymmetric information is acute, while banks concentrate their finance on the well-established, safe borrowers.”(Cho, 1986: 198).

Com o mercado de capitais, portanto, o racionamento diminuiria pois os bancos se incumbiriam de financiar determinados grupos de clientes enquanto o mercado de capitais financiaria aos grupos mais produtivos mas excluídos do mercado de crédito. Com isso, a solução de mercado livre é eficiente.

Percebe-se que para o autor chegar a esta conclusão ele elimina os problemas informacionais e de incentivo adverso existentes no caso das ações. Para ele, os investidores nos mercados de títulos possuem um nível de informações superior sobre as empresas quando comparado com os bancos. E, além disso, quando se financia com títulos as empresas e, por consequência, os gerentes possuem os mesmos interesses que os acionistas - não existe o problema do *moral hazard* e do incentivo adverso. São duas hipóteses bastante fortes e difíceis de se confirmarem, uma vez que os bancos possuem, por um lado, ganhos de escala na coleta e processamento de informações frente aos investidores individuais e, por outro lado, maior capacidade de acompanhar os negócios e exercer influência sobre sua condução. Estes pontos podem inviabilizar a conclusão do autor de que, em existindo um mercado de capitais desenvolvido paralelo ao sistema de crédito, a solução de mercado livre é eficiente.

### **2.3.2. - CONCORRÊNCIA E SUPERVISÃO BANCÁRIA.**

As crises financeiras decorrentes da liberalização podem ter sido causada pela estrutura não competitiva dos sistemas bancários nos países que a promoveram. Um mercado competitivo, segundo Galbis (1986) é pré-condição para a alocação eficiente dos recursos. Na maior parte dos países menos desenvolvidos, os sistemas financeiros caracterizam-se pela *bank holding company structure*, onde existe forte vínculo entre instituições bancárias, outras instituições financeiras e empresas não financeiras com as decisões centralizadas em um pequeno núcleo controlador. (Galbis, 1986:120 - 122)

Existe uma ampla discussão a respeito das consequências desta estrutura financeira sobre a eficiência econômica. Argumento favorável a esta é que, com este vínculo bancos-grupos, desenvolvem-se mercados de capitais internos aos grupos, criando linhas mais sólidas para o financiamento de longo prazo, potencializando-se a acumulação de capital e melhorando a sua alocação, uma vez que os recursos se direcionariam para as atividades mais rentáveis dentro dos grupos. Além disso, ao permitir-se esta inter-relação eliminar-se-ia o problema da assimetria de informações entre tomador e prestador e, conseqüentemente minoraria os problemas de seleção e monitoramento, já que não haveria a seleção adversa e o *moral-hazard*.

O principal problema que se coloca nesta estrutura e que leva a maioria dos países a adotar regulamentações restritivas em relação a esta interpenetração patrimonial ou a empréstimos de bancos a empresas que compõem o mesmo grupo (controladas, coligadas, etc) é a estabilidade do sistema financeiro e econômico, e, também, a defesa dos depositantes, uma vez que transfere-se para estes o problema da seleção e do monitoramento, ficando na relação dos depositantes com os bancos o problema da assimetria de informações e, conseqüentemente a possibilidade da seleção adversa e do *moral-hazard*.<sup>14</sup>

A estrutura do *bank holding company* amplia o risco bancário pois diminui o estímulo à análise de crédito (para a seleção), à monitoração (pois supõe-se interesses

---

<sup>14</sup> Neste caso o problema é muito maior do que na relação banco x tomador de empréstimo, uma vez que são muitos depositantes (em geral com pequenas quantias) para os quais isoladamente a busca de informações dos diversos bancos significa um custo bastante elevado. Assim, enquanto na relação banco x tomador, o primeiro possui maior poder, na relação depositante individual (prestador) x banco, o primeiro não leva vantagem. A superação de problemas informacionais deste tipo a respeito dos bancos é uma das funções do Banco Central, que nas palavras de Goodhart, seria o coordenador do clube dos bancos, aquele que atestaria e garantiria a qualidade dos bancos que fazem parte do clube, minorando o problema da assimetria de informações para os depositantes. Esta também seria a função de mecanismos de seguro-depósito.



harmoniosos entre os bancos e as companhias do mesmo grupo) e passa-se a utilizar outros critérios e objetivos para a concessão do crédito, por exemplo, a maximização do lucro para o grupo como um todo ou o atendimento a empresas em dificuldade dentro do grupo, o que não necessariamente corresponde aos interesses dos bancos ou a qualquer regra de “boa conduta bancária”; potencializando-se a possibilidade de deterioração dos ativos dos bancos, sem estímulos a se destinar esforços para a recuperação dos créditos<sup>15</sup>. Por isso, em defesa da estabilidade dos sistemas financeiros os bancos centrais costumam restringir as operações dos bancos com seus controladores ou empresas controladas e coligadas.

Uma outra desvantagem atribuída a esta estrutura, é o poder destes grupos em influenciar na determinação das variáveis relevantes ao sistema financeiro. Isto pode decorrer tanto pela própria estrutura do mercado ou por relações políticas que possam se estabelecer (Galbis; 1986: 123). Esta possibilidade é ainda maior, considerando-se a estrutura oligopolizada - concentrada - que caracteriza os sistemas bancários nos países menos desenvolvidos. Em muitos casos, esta concentração foi objetivo das próprias políticas econômicas adotadas sob hipóteses de existência de economias de escala no setor ou devido a idéia de maior estabilidade em um sistema dominado por grandes instituições - “*too big to fail*”.<sup>16</sup> Do ponto de vista dos bancos, a concentração e a conglomeração são estratégias para aumentar o poder de mercado e permitir uma maior alavancagem favorecendo, inclusive, o “grupo econômico” na disputa/concorrência com os demais.

Esta estrutura oligopolizada traz uma série de consequências negativas pois acabam resultando ou em conluio ou competição oligopolística. De acordo com o autor, no primeiro caso - o conluio -, os bancos tendem a elevar no limite os *spreads*, quer aumentando as taxas de juros cobradas dos empréstimos quer reduzindo as taxas de juros pagas aos depositantes, ampliando seus lucros às expensas do setor produtivo em geral. No segundo

---

<sup>15</sup> Segundo vários autores, este é o caso dos bancos estaduais no Brasil, que concentraram suas operações de crédito junto aos próprios controladores, ou seja, os respectivos governos, sendo que estes não foram pagos e nada se fez para recuperá-los apenas rolou-se as dívidas que foram se tornando impagáveis e imobilizaram os ativos dos respectivos bancos, que passaram a apresentar sérios desequilíbrios patrimoniais.

<sup>16</sup> Idéias como estas foram a motivação da política adotada no Brasil entre o final dos anos 60 e meados dos anos 70, onde o governo adotou uma série de medidas estimulando a concentração bancária, inclusive com subsídios, alegando a existência de economias de escala no setor, o que possibilitaria reduções sustentáveis no custo do dinheiro. Nenhum estudo conseguiu confirmar a existência destas economias de escala. No período recente destacam-se, a nível internacional, as regulamentações referentes ao Acordo de Basiléia, na qual busca-se o fortalecimento dos sistemas bancários a partir de uma maior capitalização das instituições, e no caso brasileiro, as regras do PROER, onde estimula-se a concentração/fusão das instituições como forma de fortalecê-las e adaptá-las a um ambiente mais competitivo e sem ganhos inflacionários.

caso, a guerra de preços leva a situação inversa, fazendo com que os bancos operem com níveis mínimos de *spreads*, sacrificando, inclusive, a margem de segurança (a compensação dos riscos) de suas operações, ampliando a instabilidade do sistema.

O conluio entre os bancos oligopolizados em uma estrutura de “bank holding company” pode se dar de uma maneira inversa à elevação dos *spreads*. Numa situação como esta,

“the essence of this collusion agreement is that for a bank holding company it is both easier and preferable (because in this manner it avoids the scrutiny of bank supervision) to receive oligopolistic profits from financial operations at the level of non-financial firms rather than their related financial companies”(Galbis, 1986:127).

Neste sistema, a presença de excedentes decorrentes da estrutura oligopolizada do sistema bancário é transferido às firmas “produtivas” dos grupos através de crédito subsidiado, por exemplo, de modo a legitimar o sistema devido a aparência dos bancos estarem favorecendo a acumulação de capital através do dinheiro barato para investimento. Na realidade, está se transferindo o local da apropriação do excedente. Esta estratégia é adequada aos interesses dos bancos, tanto pela legitimação frente à sociedade e às autoridades como pelo menor poder de fiscalização exercido junto às firmas do setor produtivo (maiores possibilidades de fugir a legislação).

“The behavior of bank holding companies described above normally leads to demands for heavy interventionist policies by the authorities such as absolute ceilings on interest rate sometimes on the form of usury legislation, segmented financial markets by regulations designed to impose specialized banking; barriers to entry new financial firms; and limitation on foreign financial competition. This protective apparatus provides a conveniently formal justification for the interest of the bank holding companies and their groups.” (Galbis, 1986: 127-128)

Com esta estrutura financeira, mesmo que se passe por uma desregulamentação completa dos sistemas financeiros, não se atingirá a Situação Pareto-Ótima, uma vez que os conluios permanecerão, a menos que se consiga implantar uma estrutura competitiva, por exemplo, ampliando ao máximo a exposição dos bancos à concorrência internacional.

O maior risco que se corre, é que a desregulamentação - liberalização financeira - em um ambiente financeiro oligopolizado, dominado pelos *bank holding companies* pode criar o terreno propício para a guerra de preços entre as instituições. A busca de maior participação no mercado, no ambiente liberalizado, leva a uma situação de elevadas taxas de juros reais

tanto para os depósitos como para os empréstimos, mas com um baixo *spread*, provocando em última instância as crises financeiras.

“As one by one of these countries in the process of liberalization with high real interest rates have suffered more or less severe corporate sector distress and, as a consequence of this a deteriorating loan portfolio performance and financial sector crisis.”(Galbis; 1986:129)

Com base nesta análise, conclui-se que se os problemas da repressão financeira não são simplesmente impedimentos legais mas devem-se à estrutura financeira. A sua superação não se restringe a eliminar as regulamentações existentes. Se os problemas decorressem da simples ignorância das autoridades bastaria a desregulamentação, mas este não é o caso, em geral. O autor levanta alguns procedimentos que deveriam nortear uma reforma financeira em países onde domina esta estrutura. Em primeiro lugar, o autor busca sair da dicotomia intervenção versus desregulamentação, em favor da discussão sobre a regulamentação adequada para manter o funcionamento estável e eficiente do sistema financeiro.

“The conclusion that the problem of financial repression in LDCs would not necessarily go away by lifting existing regulations means that different and better regulations, unleashing new market forces must be railed upon to achieve needed corrections. (...) Of course the nature of these regulations would be of the market-making type as against the market-destroying type.” (Galbis, 1986: 139)

Várias dificuldades se colocam a mudanças nas regras, já que qualquer intervenção governamental envolve uma transferência de renda dentro da sociedade e, no caso da “repressão financeira” está se transferindo renda dos pequenos depositantes para os grandes grupos que dominam os bancos, por isso, existe por parte dos bancos ampla resistência a se eliminar estas políticas financeiras. Como a desregulamentação, por si só, nesta estrutura possui alta probabilidade de provocar crises financeiras, o autor propõe uma série de etapas que altere a relação bancos-grupos econômicos como pré-condição para se pensar em estabilidade e eficiência do mercado financeiro.

“A first step would consist of obtaining official recognition of the existence of the bank holding company problem and adopting a legal definition of its cope and activities. In this context, regulations would have to cover, on the one hand, interrelationships between financial and nonfinancial companies such as participations and controlling interests in financial institutions by nonfinancial firms and, on the other hand, takeovers, mergers, controlling interests and other forms of participation in financial institution by other financial institutions.”(Galbis, 1986:135).

A discussão neste ponto é sobre as vantagens e desvantagens da concentração e da conglomeração dentro do sistema financeiro e da vinculação entre o capital produtivo e financeiro. A regulamentação deve tatear entre as seguintes preocupações: estabilidade e concorrência (eliminar possibilidade de ganhos de monopólio), mas também deve levar em consideração a eficiência funcional do sistema financeiro - potencializar a acumulação de capital. O importante é que qualquer que seja a estrutura, a sociedade tenha a possibilidade de limitar o poder dos grandes grupos de modo a manter a saúde do sistema econômico.

“Secondly, it would be necessary to reinforce (or introduce) regulations imposing lending limits to individual borrowers and to increase their efficacy by providing a legal definition of the notion of essentially interrelated interests and extending these regulations to groups of companies or individuals with essentially interrelated interests. These regulations should realistically take into account the existing bank holding company structure in order to minimize the degree of credit concentration without inviting non-compliance. At the same time, an adequate system of penalties for noncompliance should be accompanied by efforts to strengthen the role of supervisory authorities in these areas” (Galbis, 1986: 136-137)

O objetivo nesta regulação é limitar a exposição de risco dos bancos, forçando a diversificação de suas aplicações ao impedir a concentração das operações em um pequeno número de tomadores de recursos, mas o principal objetivo deve ser diminuir o espaço possível para influências exógenas nas decisões de empréstimos dos bancos que devem se pautar por regras de prudência e não pela vontade do controlador. É importante ficar atento neste sentido à possibilidade de acordos entre bancos, nos quais cada banco financia as empresas do grupo de outros bancos e vice-versa, como forma de escapar às restrições.

“In order to prevent an excessive burden of inefficient regulations, these regulations should be limited to fairly general provisions, but powerful supervisory system designed to examine concentrations of credit and risk in particular groups, industries, etc, and doubtful insider transactions, should be imposed.” (Galbis, 1986: 137).

Estas considerações servem para ilustrar que “não existe um mercado financeiro verdadeiramente livre nos países em desenvolvimento e não pode ser imposto por decreto, regulação continuará sendo necessária.”(Galbis, 1986: 140). Ou seja, não adianta forçar a implantação de um mercado livre que este não se sustenta e não é eficiente dadas as imperfeições da estrutura econômica. O governo deve promover o desenvolvimento do

mercado mas mantendo seu caráter regulatório e fiscalizador, de modo a evitar a emergência de crises financeiras e a disfuncionalidade dos mercados financeiros.

Percebe-se pela análise do autor uma posição bastante contrária ao desenvolvimento do chamado “capital financeiro”, ou que, caso este exista, este seja bastante controlado pela regulamentação estatal. Deve-se notar que existiram várias experiências de sucesso com este tipo de organização. O custo do capital mostrou-se comprovadamente mais baixo com uma estrutura semelhante a esta na Alemanha e em outros países onde existe uma maior vinculação banco-indústria. Assim, o importante a discutir é o que faz com que em alguns países esta estrutura potencializa o desenvolvimento, enquanto em outros leva à instabilidade.

### **2.3.3. - OS PROBLEMAS NA LIBERALIZAÇÃO CHILENA.**

Em trabalho analisando a reforma financeira chilena, de cunho liberal, na década de 70, e as suas consequências - instabilidade financeira, quebras bancárias, etc. - Diaz-Alejandro relaciona uma série de problemas decorrentes da ausência de regulamentação, assumindo as hipóteses do paradigma da economia da informação.

Os problemas decorrem das especificidades do sistema financeiro frente aos demais mercados da economia. Apesar de problemas informacionais afetarem todos os mercados, “poucas externalidades podem ser esperadas de uma corrida a açougues.” (Diaz-Alejandro, 1985: 2). As maiores dificuldades encontram-se nos bancos comerciais que são tanto intermediários financeiros como integrantes do sistema de pagamentos. Na primeira função trabalham, principalmente, com recursos de terceiros para realizarem operações ativas nas quais existe o risco de não haver o retorno. Neste sentido, em um sistema desregulamentado sem limitações às operações bancárias e sem garantias aos depositantes, a busca de informações sobre os bancos pelos depositantes seria similar à dos bancos sobre os tomadores de empréstimos, com uma grande diferença: no caso dos depositantes está em jogo o capital próprio. Este fato justifica em muitos países a necessidade de se regulamentar as operações dos intermediários financeiros, como por exemplo, limitando seu grau de alavancagem e/ou definindo o tipo de operações ativas que podem realizar.

As maiores restrições referem-se à sua atuação no sistema de pagamentos. Existem algumas propostas mais radicais de desregulamentação, onde defende-se, inclusive, o fim do

monopólio público de emissão do papel-moeda<sup>17</sup>. Exceção aos extremistas, a maioria toma como um dado o monopólio público da emissão de moeda e certas regulamentações que permitam preservar o valor da moeda<sup>18</sup>. Percebe-se uma clara separação entre ativos monetários e não-monetários. A desregulamentação total caberia apenas para estes últimos, enquanto o sistema bancário continuaria sujeito a um sistema de reservas, mecanismos de seguro-depósitos, acompanhamentos de seus portfólios, fiscalização dos Bancos Centrais, ou seja, um maior monitoramento e controle social bem como garantias aos clientes; pois a estabilidade dos sistemas de pagamentos pode ser tida como um bem público. Em nenhum país desenvolvido aplicou-se propostas de desregulamentação dos bancos como as que foram trazidas para o Cone-Sul, pelos elevados riscos de instabilidade e crises financeiras.

No caso chileno, a liberalização financeira iniciou-se pela desestatização do sistema financeiro entregando-o ao setor privado, o que se fez sem qualquer cuidado sobre a qualidade dos novos banqueiros, isto é, seus credenciais para o negócio, favorecendo-se os grandes grupos e os antigos proprietários. Além disso, eliminou-se todo tipo de controle sobre as taxas de juros, supervisão e controle sobre as operações ativas das financeiras e promoveu-se uma profunda redução nos níveis de reservas sobre os depósitos (que passou a situar-se abaixo dos 10%), permitindo uma maior alavancagem à ampliação dos riscos; em conjunto com o firme compromisso do governo em não intervir e não dar qualquer garantia ao sistema. Privilegiou-se a constituição de bancos múltiplos, uma vez que as dimensões do mercado chileno não justificavam a busca de economias de escala pela segmentação do mercado.

Em fins de 1976 e durante 1977, começaram a surgir as primeiras quebras. Com a crise de um grande banco, o governo refluíu em sua posição de não intervir no mercado e assumiu o controle da instituição em dificuldade garantindo seus passivos, alegando a possibilidade de se colocar em risco a estabilidade do sistema de pagamentos e afetar a credibilidade do sistema financeiro chileno, com consequências negativas em termos de captação externa. Com isso, apesar de não haver nenhuma garantia legal para os passivos

---

<sup>17</sup> Um dos trabalhos precursores neste sentido é o de Hayek (1986), *Desestatização do Dinheiro*, onde o autor alega que haveria maior estabilidade e uma maior qualidade das moedas caso estas fossem emitidas em um mercado concorrencial pelos bancos, pois permitiria aos agentes fugirem da moeda pública de má qualidade.

<sup>18</sup> Existe toda uma discussão se as intervenções monetárias do governo devem seguir uma regra ou se devem ser discricionárias, mas não se discute o fim do monopólio público da emissão nem a existência de reservas compulsórias dos bancos como um "prêmio" por participarem do sistema de pagamentos.

das instituições bancárias, a percepção de seus credores - internos e externos - era de que ela existia de fato: eliminava-se o estímulo à seleção e à avaliação das instituições estimulando práticas mais arriscadas pelas instituições.

A partir de 1979 o governo chileno iniciou um processo de conversibilidade cambial, fixando a taxa de câmbio, em relação ao dólar, e liberalizando a conta capital, com o objetivo de sinalizar a inexistência do risco-monetário no Chile. Com a persistência de uma taxa de inflação acima da norte-americana, assistiu-se uma valorização cambial, mantida graças ao fluxo de recursos externos em um contexto de elevadas taxas de juros, mas afetando negativamente a economia.

A perda de competitividade da economia chilena começou a ser sentida com a elevação do grau de inadimplência das empresas produtivas, que perderam a capacidade exportadora e não tinham como concorrer com os importados. Esta situação começou a mostrar a fragilidade do sistema bancário que passou a depender cada vez mais da ajuda do Banco Central para honrar seus compromissos.

“The massive use of Central Bank credit to bail-out private agents raises doubts about the validity of pre-1982 analyses of the fiscal position and debt of the Chilean public sector.(...) Ex post it turned out that the public sector, including the Central Bank, had been accumulating an explosive amount of contingent liabilities to both foreign and domestic agents, who held deposits in, or made loans to the rickety domestic financial sector. This hidden public debt could be turned into cash as the financial system threatened to collapse.” (Diaz-Alejandro; 1985: 10).

A crise da dívida externa em 1982 foi o golpe de misericórdia no frágil sistema financeiro chileno. Quando a ruptura no fluxo de recursos externos mostrou a inviabilidade de se manter a taxa de câmbio valorizada, levando a realinhamentos nesta, a inadimplência do setor privado, que carregava passivos em dólares, se elevou, a desconfiança em relação aos bancos cresceu, levando a corridas bancárias, precipitando o desfecho da crise forçando o banco central a intervir em uma série de instituições financeiras e fechar outras no biênio 1982/83. Como havia um grande vínculo entre bancos e empresas produtivas, a estatização de grande parte do sistema financeiro, trouxe um domínio quase completo para o Estado das atividades econômicas, o que permitiria um enorme potencial para redistribuição arbitrária da riqueza.

Várias lições podem ser tiradas desta experiência chilena: a promessa de não intervenção do governo em caso de uma crise financeira é de baixa credibilidade; desregulamentação das operações ativas do SF provoca um aumento dos riscos; um mercado livre não necessariamente encoraja mecanismos de financiamento de longo prazo em substituição aos mecanismos públicos; o fim da repressão financeira estimulou alguns tipos de poupança financeira mas levou à retração da poupança nacional; não se observou nenhuma melhora em termos de volume e alocação do investimento; a liberalização da conta capital agravou os problemas externos da economia. (Diaz-Alejandro; 1985)

Tendo por base a instabilidade gerada pela liberalização financeira, mas sem incorrer nos erros verificados no período da repressão financeira na maior parte dos países da América Latina, o autor propõe uma série de reformas de modo a constituir um sistema financeiro estável que promova o desenvolvimento econômico na região.

Em primeiro lugar, o país deve evitar retorno real negativo sobre os ativos financeiros, de modo a evitar uma fuga de capital e manter o poder de emissão de moeda. Para isto, deve oferecer um ativo líquido com retorno real próximo a zero caso persistam as expectativas inflacionárias. Os benefícios da existência deste ativo líquido indexado são incertos. Se por um lado ele evita uma fuga maior de capital e mantém o nível de poupança financeira, por outro lado reduz a demanda de moeda com o que exige-se uma maior taxa de inflação para financiar um mesmo déficit público, caso este exista, e dificulta políticas de estabilização ao permitir a indexação completa da economia. Caso este ativo indexado seja oferecido pelo sistema bancário na forma de depósitos à vista remunerado (corrigido), estes ativos devem possuir seguro-depósitos e a utilização dos recursos captados por esta via pelos bancos deve ser extremamente regulamentada e sofrer rígida fiscalização da sociedade, como contrapartida da existência do seguro.

As instituições financeiras que trabalham com ativos de maiores riscos não devem possuir seguros-depósitos, mas também não devem ser totalmente regulamentadas, esta deve se restringir à exigência de capital mínimo e regras de transparência, em especial com relação à ligação com outras empresas, de preferência sendo proibido o entrelaçamento patrimonial com empresas não financeiras. A fiscalização deve garantir a transparência das informações e alertar os depositantes sobre a situação destas instituições.



Os bancos de desenvolvimento como instrumento de financiamento de longo prazo devem ser mantidos.

“Latin American experience, and indeed that of Continental Europe last century, makes one skeptical that private markets alone will generate a flow of financial intermediation high enough to support a rate of long-term fixed capital formation which fully exploits available high social rates of return to long-term investments. Private uncertainties and skepticism of all sorts, which will not disappear by freeing interest rates, reduce the scope for private long-term finance and for stock-markets” (Diaz-Alejandro, 1985:20)

Justifica-se a presença dos bancos de desenvolvimento, mas estes devem operar com taxas de juros ativas próximas do custo-sombra do capital e devem estar sujeitas a um amplo controle social. O sistema de bancos oficiais ainda pode cumprir uma série de funções ao lado do setor privado: determinar uma taxa de juros em torno do custo de oportunidade social do capital e diminuir a instabilidade das taxas de juros; captar recursos externos a um menor custo (possuem maiores garantias), definir o nível de *spreads* cobrados na intermediação de recursos a partir de seus custos operacionais; garantir a concorrência, financiar indústrias nascentes (com o que pode-se inclusive reduzir o grau de protecionismo das economias), etc. Ou seja, os bancos oficiais, atuando de forma eficiente podem garantir um fluxo constante em nível adequado de poupança e investimento.

Quanto à questão externa, o autor atenta para a necessidade de se evitar apreciações cambiais e que liberdade plena de movimentos de capitais é um luxo que poucos países podem se dar.

#### **2.4. - OS RISCOS DA LIBERALIZAÇÃO: A VISÃO ESTRUTURALISTA.**

As idéias da liberalização financeira passaram a dominar o discurso e a prática dos governos nos países em desenvolvimento na década de 80. Promoveu-se uma profunda desregulamentação e liberalização das taxas de juros e das operações financeiras, uma maior abertura aos fluxos de capitais internacionais e diminuição na intervenção pública, inclusive com a privatização de sistemas financeiros públicos. Acompanhando a tendência mundial, assistiu-se um grande crescimento dos mercados de capitais (ações, debêntures, etc) em decorrência das reinserções no fluxo voluntário de capitais privados internacionais em seu novo estágio. Vários organismos internacionais têm estimulado este desenvolvimento, com destaque para o Banco Mundial e sua subsidiária a IFC (International Finance Corporation),

que além de recursos fornece assistência técnica no sentido de adequar o quadro institucional dos países. As próprias privatizações foram utilizadas como forma de dinamizar os mercados de capitais. Muito pouca importância foi dada à adequação deste modelo de financiamento, tanto em termos de eficiência funcional (canalização de recursos para a atividade produtiva) como em termos de estabilidade.

Do lado da proposta de liberalização, tomou-se como um dado que a maior atividade financeira era sinônimo de maior eficiência e quanto ao mercado de capitais que as características dos ativos negociados neste mercado garantiriam um maior comprometimento com estratégias de financiamento de longo prazo. A hipótese básica da teoria da repressão financeira é que o aumento nas taxas de juros decorrente da liberalização estimularia tanto o aumento do volume de poupança como seu direcionamento para ativos financeiros, possibilitando um aumento no investimento e uma melhor alocação dos recursos. Assim, o aprofundamento financeiro sinalizaria um maior desenvolvimento econômico.

Note-se que os autores assumem uma relação linear entre aumento de juros e volume de poupança, desconsiderando, a nível de decisões familiares, o duplo efeito de variações nas taxas de juros - efeito renda e efeito substituição - considerando apenas o segundo, além de omitirem os efeitos sobre mecanismos de poupança programada e as possibilidades abertas pela maior facilidade de financiamento familiar<sup>19</sup>. A nível das corporações e do setor público desconsideram os efeitos das taxas de juros sobre suas estruturas patrimoniais e o impacto negativo sobre a capacidade de poupança dos mesmos que são os maiores devedores da economia<sup>20</sup>.

Os autores assumem que toda intermediação se dê para atender às necessidades de novos investimentos. Desconsideram a possibilidade desta maior atividade financeira ser decorrência de maior especulação ou, simplesmente, uma necessidade maior de refinanciamento de dívidas afetadas negativamente por uma elevação nas taxas de juros. Assim, várias são as possibilidades para que um aprofundamento financeiro não signifique maior direcionamento de recursos para investimento.

---

<sup>19</sup> Aldrighi (1994:26), após minucioso levantamento de artigos criticando a teoria da repressão financeira, enumera uma série de motivos pelos quais aumento na taxa de juros não induziriam a uma maior poupança.

<sup>20</sup> Elevações nas taxas de juros transferem renda dos devedores para os credores.

Um primeiro aspecto pode ser, como dito acima, um sinal de deterioração patrimonial dos devedores. Em segundo lugar, a liberalização financeira tende a aumentar o carregamento de ativos financeiros e dívidas, que pode ser uma simples resposta sobre os portfólios, por exemplo, as famílias substituindo os investimentos imobiliários por aplicações financeiras devido à maior rentabilidade dos últimos<sup>21</sup>. A maior quantidade de ativos financeiros abre oportunidades para ganhos de capital, através da negociação com estes ativos (especulação), podendo até estimular um maior endividamento dos agentes sem que aumente o investimento. É uma simples troca de papéis e que ainda consome parcela da poupança financeira nesta valorização<sup>22</sup>.

Esta maior movimentação de ativos financeiros pode ampliar a volatilidade nas taxas de juros e no preço dos ativos, ampliando a incerteza e diminuindo o horizonte das operações que também impactam negativamente nas decisões de investimento. O aumento nas taxas de juros estimula a entrada de capital externo - repatriação de recursos, novos investimentos de portfólio, substituição de moeda estrangeira por ativos domésticos - provocando uma valorização cambial o que afeta negativamente a competitividade da economia e o estímulo para a realização de novos investimentos. Percebe-se, portanto, que por vários aspectos o aprofundamento financeiro não possui uma relação direta com a acumulação de capital.

E, um outro aspecto não discutido é até que ponto o aumento "formal" da atividade financeira não é um simples reflexo da redução na intermediação informal, característica em países subdesenvolvidos. Deve-se notar que a existência de um mercado informal, não se deve, apenas, à repressão financeira, mas à precariedade das informações e das bases de capital das empresas nos países subdesenvolvidos inviabilizando o acesso ao sistema formal de crédito. Como esses fatos não são afetados pela liberalização financeira, a situação das pequenas empresas deve piorar pois o aumento da rentabilidade dos ativos transacionados no setor formal estimulará uma drenagem de recursos do setor informal, o que pode

---

<sup>21</sup> Percebe-se, neste caso, que simplesmente está ocorrendo uma mudança de ativos nos portfólios dos agentes, sem que haja necessariamente, qualquer alteração em termos de volume de poupança e investimento. Sendo que este último pode diminuir pela migração de recursos dos ativos reais para os financeiros.

<sup>22</sup> Estimula-se o descolamento entre valorização financeira e a valorização real, como discutido no capítulo anterior.

significar uma menor intermediação devido aos maiores controles existentes no setor formal, e custos mais elevados no informal.

Outra forma de se tentar medir a eficiência é através dos custos dos empréstimos. Neste sentido, a primeira noção de eficiência, de acordo com a teoria ortodoxa, refere-se à redução na variância dos custos de empréstimos entre os tomadores pois as taxas de retorno entre os diversos setores deveriam se equalizar homogeneizando o custo dos empréstimos. Percebe-se nesta análise, em primeiro lugar, que supõe-se riscos homogêneos, mas é justamente a diferença entre os riscos que determina os diferentes custos para os tomadores e que devem ser considerados quando busca-se uma alocação ótima dos recursos. A desconsideração dos riscos gera um problema ainda maior.

“When capital markets are short-sighted, equalization of profit rates typically means discriminating against those firms and industries with dynamic comparative advantages and learning potentials that have to incur initial losses. Since financial liberalization is often associated with a shortening of time horizons a tendency towards equalization of rates of profit and cost of capital could worsen allocation” (Ak̇yuz; 1993:12).

Do ponto de vista da proposta de liberalização financeira, assumir que a redução na variância do custo sinaliza um ganho de eficiência é sem sentido, e mesmo tautológico, uma vez que faz parte do diagnóstico dos autores os problemas decorrentes do amplo espectro de taxas de juros em virtude dos controles impostos e do direcionamento realizado pelo governo. A eliminação destes mecanismos logicamente diminuirá a variância, o que não pode necessariamente ser tomado como um ganho de eficiência. Além disso, a redução da variância no custo do capital pode ser uma consequência natural de uma política de repressão financeira bem sucedida. Nas palavras de Ak̇yuz,

“a succesful industrial policy could reduce variance in borrowing cost by diminishing the number of industries requiring special treatment. For instance, it has been argued that the decline in the inter-industry variance of borrowing costs in the Republic of Korea in the 1980s compared to the 1970s reflects the success not of financial liberalization as suggested by some authors, but of industrialization policies.”(Ak̇yuz; 1993: 12)

Dois outros problemas costumam decorrer da liberalização. Em primeiro lugar, o encurtamento dos prazos das operações tende a privilegiar as operações de crédito ao consumidor e capital de giro (com destaque para o setor serviços) em detrimento de

investimentos industriais. Em segundo lugar, liberalização das taxas de juros (com tendência à elevação) tende a fragilizar financeiramente as corporações e, em geral, observa-se elevações nos índices de inadimplência, isto é, elevações nos empréstimos de má qualidade. Se somarmos isso à ausência de controle sobre as atividades das instituições financeiras, chegamos a outro processo que costuma acompanhar a liberalização: crises financeiras com crescimento nas falências bancárias.

Esta última possibilidade decorrente do aumento na inadimplência está relacionada a uma segunda forma de discussão de eficiência com base nos custos dos empréstimos que depende da taxa de captação e do *spread* dos bancos. Este último elemento incorpora o custo da intermediação - custos operacionais, exigências de reservas, etc -, o *mark-up* da instituição e os riscos envolvidos nos empréstimos.

Quanto ao risco, já discutimos o chamado risco-puro, decorrente da probabilidade de insucesso do projeto financiado<sup>23</sup>, e o risco moral (*moral hazard*). Um terceiro tipo de risco assumido pelo prestador é o chamado risco-preço, que refere-se às incertezas frente aos valores futuros de seus ativos, que decorre de alterações nas taxas de juros e das condições nos mercados de ativos. (Akçyuz; 1993:13-14)

A instabilidade gerada pela liberalização financeira afeta negativamente todos os riscos acima mencionados. As frequentes alterações no ambiente macroeconômico ampliam a possibilidade de insucesso dos projetos, aumentando o risco puro e também o risco-preço. A elevação das taxas de juros estimula o *moral-hazard*. A deterioração que se verifica nas carteiras dos bancos tende a ampliar os *spreads*.

Quanto aos outros componentes do *spread*, a liberalização deveria a princípio diminuir-los tanto pela redução das exigências sobre os bancos como pela maior concorrência entre as instituições, devido à redução nas barreiras à entrada, forçando a queda nos custos operacionais e nas taxas de *mark-ups*. Este último ponto depende da estrutura de mercado que se forma pós-liberalização; caso não se constituia um mercado concorrencial o resultado pode ser o oposto. É bastante ilustrativo, neste sentido, a reforma previdenciária chilena.

---

<sup>23</sup> Deve-se notar, que este risco é avaliado com um elevado grau de subjetividade. "The lender may have a different perception of the same risk. (...) It may be observed that there is double counting of one part of the risk. The borrower has a certain perception of the risk he faces with regard to, say, his investment project. The lender, too, takes into account the same risk about which he may have different perception or expectation. If borrower's subjective risk premium is  $r_1$ , the lender's risk or risk premium is  $r_1 + a r_1$  (as the lender is likely to be more conservative in his expectations than the borrower)." (Bhatt; 1988: 282)

Após a privatização, algumas poucas administradoras de fundos de pensão passaram a dominar o mercado resultando em uma ampliação dos custos administrativos em relação ao antigo sistema previdenciário público<sup>24</sup>.

Percebe-se, portanto, que em termos de custo do capital, não há porque se esperar um ganho de eficiência com a liberalização.

## 2.5. - ESTRUTURAS FINANCEIRAS

A forma como se estruturam os sistemas financeiros geram diferentes impactos sobre o desenvolvimento econômico, sobre o funcionamento da economia, sobre a capacidade do governo fazer política econômica e sobre vários outros aspectos.

Esta é a preocupação central dos trabalhos de Zysman (1986) e de Singh (1992) e também é contemplada em Akçyuz (1993 e 1992). O primeiro autor discute como diferentes institucionalidades financeiras podem favorecer ou dificultar reestruturações industriais, com base na comparação de alguns países desenvolvidos. O segundo busca avaliar a relação entre mercado de capitais e desenvolvimento e se este modelo deve ser incentivado nos países em desenvolvimento. Esta última discussão também aparece no trabalho de Akçyuz que ainda discute quais são condições necessárias para uma política financeira bem-sucedida.

Zysman identifica três tipos de mercados financeiros: "(1) sistema baseado no mercado de capitais com os recursos alocados pelos preços estabelecidos em um mercado competitivo; (2) sistema baseado no crédito com os preços críticos administrados pelo governo, e (3) sistema baseado no crédito dominado por instituições financeiras." (Zysman; 1986: 55)

Esta taxonomia se assenta na forma como se dá a transferência de recursos: intermediação ou endividamento direto; na maneira como se formam os preços e na ação e objetivos dos governos. Dada a preocupação sobre como os diferentes canais de obtenção de financiamento afetam o desenvolvimento e os processos de reestruturação industriais, o autor busca responder três questões sobre os arranjos dos sistemas financeiros: (1) se uma ou poucas instituições exercem poder discricionário sobre os fluxos financeiros; (2) se o poder de mercado é utilizado de forma seletiva e intencional para afetar as decisões das

---

<sup>24</sup> Ver a respeito Relatório Gazeta Mercantil sobre a Previdência Privada (/12/94).

firmas e a organização da indústria; (3) se o governo pode usar o sistema financeiro como instrumento da política industrial (Zysman; 1986: 56)

No mercado de capitais, os ativos financeiros vendidos são títulos com longa maturidade, destacando-se as ações e as debêntures. Neste segmento tem-se o endividamento direto do tomador com o poupador, sendo que a instituição financeira que atua neste mercado, os *brokers*, apenas colocam em contato as duas partes, recebendo uma comissão por esta função. As outras instituições financeiras que atuam neste segmento são não-bancárias, isto é, não criam moeda só podendo emprestar (adquirir ativos) na magnitude de suas captações. Destacam-se os fundos de pensão, os fundos mútuos de investimentos e as seguradoras. Como já destacamos, este mercado divide-se em primário, colocação de novos títulos, e secundário, negociação de títulos existentes. Para que haja maior facilidade de colocação de títulos no mercado primário é necessário um mercado secundário bem organizado e dinâmico, o que implica uma estrutura tipo concorrência perfeita.

No caso do mercado de empréstimos atuam tanto os bancos comerciais, que operam com recursos de depósitos e podem criar moeda, como os demais intermediários financeiros, que não criam moeda e apenas repassam os recursos captados através da colocação própria de títulos. Os empréstimos podem se dar em diferentes prazos o que implica em diferentes formas de relação bancos-indústria e riscos aos agentes financeiros<sup>25</sup>.

A escolha da forma de obter fundos pelas indústrias depende do preço do dinheiro nas diferentes formas, o que está relacionado, entre outras coisas, às preferências do mercado em termos de tipo de ativos, e da preferência das indústrias entre dívidas ou títulos. Para a companhia, uma elevada razão dívida/títulos, se por um lado pode aumentar o lucro sobre o capital próprio devido à maior alavancagem financeira, por outro lado, pode ampliar a vulnerabilidade da empresa pois os empréstimos são obrigações fixas que devem ser pagos independente das condições dos negócios da empresa, aumentando a dependência em relação aos agentes financeiros.

Para os bancos, como já dissemos, qualquer empréstimo é uma aposta na solvência futura dos clientes. Duas dificuldades adicionais se colocam aos bancos, dada as

---

<sup>25</sup> Como já discutimos, empréstimos de curto prazo, por um lado facilitam a monitoração pelos bancos, mas por outro lado significam um menor comprometimento do banco com o futuro da empresa, o período de interferência do banco nos negócios da indústria é menor. Empréstimos de longo prazo, por sua vez, levam a um maior vínculo dos bancos com a indústria e diminuem o poder de monitoramento

características de seus passivos (poupança de curto prazo), para que estes estimulem a acumulação de capital concedendo créditos de longo prazo. Um primeiro é o risco-preço que decorre da possibilidade de alterações nas taxas de juros de curto prazo, que remuneram seus passivos, podendo fazer com que os custos de rolagem do passivo superem os ganhos com as operações ativas. Este problema pode ser diminuído com o recurso à repactuação periódica das taxas de juros nas operações ativas, isto é, concede-se um empréstimo de longo prazo, mas a taxa de juros que incide sobre este é revista de tempo em tempo durante a vigência do contrato, de modo a incorporar as flutuações das taxas de juros de curto prazo. O problema deste expediente é que amplia o risco de *default*, uma vez que vários projetos que se mostram rentáveis a determinado nível de taxa de juros podem tornar-se inadimplentes a uma taxa mais elevada, o que provoca uma certa resistência dos tomadores a obterem recursos com estas cláusulas<sup>26</sup>. Caso ocorra este aumento na inadimplência, o maior risco associado aos ativos bancários levará à sua desvalorização, ou seja, a repactuação periódica das taxas de juros é um mecanismo imperfeito de proteção do risco-preço. Com isso, o instrumento frequentemente utilizado para proteger os ativos bancários são garantias públicas, onde o governo assume o risco-preço, cobrindo as perdas decorrentes das oscilações nas taxas de curto prazo.

O segundo problema enfrentado pelos bancos é o risco de iliquidez decorrente do descasamento de prazos entre as operações ativas e passivas. Como o passivo das instituições bancárias constitui-se, em geral, de recursos de curto prazo, caso este empreste no longo prazo, corre o risco de os depositantes quererem retirar seus recursos sem que o banco possua liquidez para atender esta demanda. Note-se, que diferentemente do risco-preço que gera problemas patrimoniais no balanço das instituições - passivo a descoberto -, o problema de iliquidez não decorre de uma insuficiência de ativos (desvalorização), mas de uma "imobilização" do ativo frente ao caráter líquido do passivo. Desta forma, percebe-se que não é da natureza do sistema bancário o alongamento dos prazos nos empréstimos. Isto só é obtido com um quadro institucional adequado, geralmente com o governo assumindo a maior parte dos riscos.

---

<sup>26</sup> Esta forma de empréstimo com repactuação periódica difundiu-se muito a partir dos anos 60, especialmente nos 70. Foi a forma assumida pelo endividamento externo do Terceiro Mundo junto ao Euromercado e que mostrou sua vulnerabilidade com a elevação das taxas juros internacionais no início dos anos 80 provocando a crise das dívidas externas.



O predomínio do mercado de capitais ou do mercado de crédito é um dos elementos a diferenciar os sistemas financeiros entre os países. Cada modelo implica em diferentes formas de exercício da influência dos agentes financeiros sobre as empresas não-financeiras. Os EUA e a Inglaterra, por exemplo, caracterizam-se por possuírem mercados de capitais desenvolvidos. Nestes países, existe uma maior especialização das instituições financeiras, sendo que os bancos concentram seus empréstimos no curto prazo e não possuem vínculos com as empresas, realizando, no máximo, aplicações de portfólio em diferentes companhias. O financiamento com prazos maiores é obtido, em geral, no mercado de capitais através da colocação de títulos junto aos investidores institucionais - fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos de investimento, etc - destacando-se a atuação dos bancos de investimento como responsáveis por estas operações<sup>27</sup>. Neste tipo de modelo, a forma pela qual os financiadores influem na direção das empresas é através de processos disruptivos tais como a mudança da direção das companhias, ou para pequenos acionistas simplesmente se desfazendo das ações no mercado secundário.

No Japão, Alemanha e França, destaca-se o mercado de crédito, sendo comum a concessão de empréstimos de longo prazo por parte dos bancos. Apesar de algumas diferenças institucionais, existe nestes países um maior vínculo entre bancos e empresas. Como o mercado de capitais é pouco dinâmico e não existe mercado secundário ativo, as instituições financeiras não podem simplesmente rever suas posições através de mudanças no portfólio. Isto implica uma maior monitoração dos recursos, inclusive com participação na administração das empresas, de modo a que possam fazer representar seus interesses. É o que Zysman chama de interferência pela voz (*voice*). É interessante observar que, em geral, o predomínio do sistema de crédito se dá em países de desenvolvimento tardio.

O sistema de crédito tende a ser menos disruptivo. No mercado de capitais quando uma empresa atravessa dificuldades, os acionistas tentam se desfazer de suas ações. No sistema de crédito em muitos casos os bancos refinanciam as dívidas como uma tentativa de reaver os recursos e, em alguns casos, passam a colaborar na administração da empresa de modo a facilitar a recuperação dos recursos. Este é o caso dos bancos universais na Alemanha.

---

<sup>27</sup> Corresponde a forma clássica da separação entre *finance* e *funding*. É o quadro institucional sobre o qual se deu a análise de Keynes.

O segundo elemento a diferenciar entre os arcabouços institucionais é a maneira como os preços são formados nos respectivos mercados. A visão tradicional nos diz que os preços são formados em um mercado concorrencial a partir da interação de diversos compradores e vendedores, tal que nenhum agente isoladamente, consiga afetar os preços, isto é, todos os agentes são tomadores de preços. O preço determinado no mercado reflete a avaliação feita pelos agentes em termos de perspectivas de retorno e o risco associado aos diferentes ativos; e, principalmente, pela expectativa de reação dos demais agentes a determinadas informações. Este modelo de formação de preços se dá, em geral, nos sistemas onde predominam o mercado de capitais, como é o caso dos EUA e da Inglaterra. Existe a possibilidade nestes mercados de alguns grandes aplicadores conseguirem influir o preço, mas esta probabilidade é menor.

Uma segunda forma de determinação de preço é a que ocorre em mercados concentrados, oligopolizados. Neste caso, algumas poucas instituições dominam o mercado e podem exercer forte influência tanto sobre o preço como sobre a alocação de recursos. A vinculação dos bancos com a indústria tende a ser mais forte com os bancos participando nos conselhos de administração e no controle das empresas. Em muitos casos constitui-se os chamados bancos universais.

A terceira forma é quando o preço é determinado de forma administrativa pelo Estado. Neste caso em geral haverá desequilíbrio nos mercados, necessitando-se de outros critérios para a alocação dos recursos. Caracteriza-se pela discricionariedade do financiamento com forte dependência do Estado.

“In short, the different pricing mechanisms create three different types of institutional ties between finance and industry. Allocation of funds by price in perfect markets is thoroughly impersonal. Allocation of funds in markets dominated by financial actors gives those with market power the ability to make discretionary choices about whom to lend to and on what terms; thus discretion will more quickly translate into influence inside corporations. Lastly, where prices are administratively set by government, the likelihood is disequilibrium in which the supply and demand for money is balanced by administrative discretion. The crucial issue is who exercises the discretion when markets are in disequilibrium.” (Zysman, 1986: 68)

Voltando à questão do alongamento de prazos por parte dos bancos, comparando os sistemas acima mencionados, cabe destacar que para isto acontecer, ou os bancos devem

poder participar no controle das empresas ou deve haver uma forte presença do Estado. Sem estes elementos, os empréstimos tendem a se concentrar no curto prazo.

O último ponto a distinguir os sistemas financeiros é a atuação do governo e seus objetivos. Várias são as formas e instrumentos possíveis para a intervenção do governo. O *mix* de políticas públicas dependerá de qual tipo de mercado predomina. As políticas financeiras vão da simples administração da liquidez a intervenções na alocação do crédito.

Em termos de política monetária, o governo pode tanto administrar as condições de liquidez de modo a afetar a taxa de juros como controlar os agregados monetários através de metas quantitativas. É a distinção geralmente feita entre política monetária passiva e ativa. Na primeira, a taxa de juros é a variável independente e a quantidade de moeda a dependente, enquanto na segunda a taxa de juros é a variável dependente.

Além disso tem-se a regulação do sistema financeiro cujo principal objetivo é garantir a solvência e a estabilidade das instituições financeiras. Vários são os instrumentos utilizados para este fim: regulação prudencial - seguro-depósito, critérios para diversificação de portfólio, regras para segmentação dos mercados, controles sobre participação acionária em empresas não-financeiras, etc -, exigências de reservas compulsórias, atuação do Banco Central como prestador em última instância, entre outros. Esta regulação varia de acordo com o tipo de transferência de recursos que predomina e o governo pode utilizá-la para estimular o desenvolvimento de alguns tipos de instituições financeiras em detrimento de outras. O governo ainda pode atuar colaborando na administração de riscos do setor privado, por exemplo, através do redesconto seletivo para estimular a transformação de poupança de curto prazo em empréstimos de longo prazo, através da constituição de fundos para a concessão de avais, constituindo fundos para proteger as instituições financeiras e os tomadores de recursos contra flutuações nas taxas de juros, etc. E, finalmente, o governo pode atuar diretamente no sistema financeiro tanto como tomador de recursos como prestador, em muitos casos, isto é feito através da presença de instituições financeiras públicas.

Em praticamente todos os mercados existe intervenção dos governos que se utilizam em diferentes magnitudes de todos os instrumentos possíveis. O que diferencia entre os instrumentos são a estrutura do mercado e os objetivos perseguidos pelo governo.

“We can make such distinctions by asking two related questions. First, does a government place its emphasis on managing the aggregates or the system, such as

the money supply, or does it attempt to manipulate the allocation of resources? Second, does it attempt to achieve its objectives - both aggregate and specific - by direct quantitative administration or by market manipulation?" (Zysman; 1986: 69).

A partir da diferenciação entre estes três elementos Zysman (p.70-73) define os três modelos de financiamento que citamos.

No primeiro modelo, os títulos e as ações constituem-se nas principais formas de obtenção de recursos de longo prazo e os bancos concentram suas operações no curto prazo. O sistema financeiro caracteriza-se pela segmentação dos diversos mercados, com uma ampla variedade de instrumentos, sendo que em cada segmento os preços são formados em condições competitivas. As instituições financeiras não detêm a propriedade e o controle das empresas não financeiras, restringindo-se a algumas aplicações de portfólio. O governo busca simplesmente controlar os agregados monetários sem influir na alocação dos recursos. O principal instrumento utilizado pelo governo é a compra e venda de títulos no mercado.

"This model places banks, firms, and government in distinct spheres from which they venture forth to meet as autonomous bargaining partners. The market arrangements described by this first model tend to limit both the influence of financial institutions on (nonfinancial) firms and the influence of governments on the details of the lending activities of banks. They certainly limit government capacity to direct flows through capital markets, with two distinct consequences: first, government will not have natural handles in the market system by which it can selectively influence the allocation decisions of financial institutions; second, financial institutions will not routinely have influence inside corporations." (Zysman; 1986: 70-71)

O segundo modelo analisado pelo autor é o baseado no crédito com os principais preços administrados pelo governo. A fragilidade dos mercados de capitais faz com que a única alternativa para as empresas conseguirem recursos para seus projetos de investimento seja através do crédito. O governo facilita a concessão de crédito pelos bancos, inclusive concedendo garantias para o alongamento dos prazos, através da acomodação monetária. Além disso, o governo determina o conjunto de preços, de modo a atender as prioridades em termos de desenvolvimento, e resolve qualquer desequilíbrio de forma administrativa.

"It appears that government's role is to compensate for weakness in an existing financial system. Historically, the state intervenes to accomplish particular purposes and the resulting financial structure institutionalizes its discretionary influence in the financial market. The political implication is that the state's entanglement with

industry becomes part and parcel of the financial system. The borderline between public and private blurs, not simply because of political arrangements, but because of the very structure of financial markets” (Zysman, 1986: 72)

O terceiro modelo possível, segundo o autor, é aquele baseado no crédito, em que um pequeno número de instituições financeiras, não dependentes do estado dominam o mercado. O preço é determinado pelo mercado mas reflete o poder de mercado das instituições.

“As a result, the financial institutions have influence in the affair of companies through their market power in lending and their domination of access to securities markets. Government does not have the apparatus to dictate allocative choices to the financial institutions and consequently it has no independent instruments in the financial system with which to influence companies. Banks, however, can serve as policy allies for government, on terms negotiated between the government and finance.” (Zysman; 1986:72)

Uma vez identificados os modelos de financiamento, o autor busca analisar as implicações para a capacidade de intervenção do Estado em cada um deles e o tipo de ajustamento que ocorre nas estruturas industriais. O autor identifica três tipos de ajustamento: (i) liderado pelo estado (*state led*) - quando a política industrial é determinada pela burocracia pública - linhas de financiamento, setores privilegiados, relações entre empresas, com o mercado e com o setor externo, etc. - o sucesso destas estratégias depende tanto da capacidade técnica da burocracia como, e principalmente, do arranjo político que sustenta o estado; (ii) liderado pelas companhias (*company-led*) - não existe qualquer política industrial, a não ser na forma de regulamentações gerais, e o mercado arbitra as decisões de investimentos e os setores privilegiados; (iii) negociado politicamente - os atores econômicos representativos negociam o destino da transformação industrial.

Um dos fatores a definir o tipo de ajustamento pelo qual passa cada país é a estrutura financeira. Em geral, “1) um sistema financeiro baseado em crédito com preço administrado é constitutivo do modelo de ajustamento *state-led* pois representa um instrumento de intervenção do estado que ‘esmaece as fronteiras no mercado entre os setores público e privado’; 2) um sistema financeiro tendo como eixo mercados de capitais desenvolvidos favorece o ajustamento do tipo *company-led* porquanto reforça o distanciamento entre governo e indústria e restringe a capacidade de intervenção do governo, despertando

animosidade política quando esta é tentada; 3) um sistema financeiro dominado por bancos adequa-se ao ajustamento negociado” (Aldrighi; 1994: 71)

Os processos de ajustamento, negociados e liderados pelo estado, em que dominam o sistema de crédito parecem ter obtido mais sucesso do que os modelos de mercado. O primeiro modelo pode ser exemplificado pelo caso japonês e francês; o segundo é o caso norte-americano e o terceiro é o alemão.

A análise de Zysman nos mostra a dificuldade de uma política intervencionista em modelos dominados pelo mercado de capitais. Uma vez que a política financeira é um dos principais elementos a determinar o sucesso de uma dada política industrial, quando o governo tem pouca possibilidade de influir nos fluxos financeiros os rearranjos industriais tendem a se dar através do mercado. Estas soluções de mercado e os arranjos decorrentes dos mercados de capitais não se mostraram tão eficientes, segundo o autor, quanto os modelos de crédito com políticas industriais.

Este tipo de estudo põe em dúvida o mercado de capitais enquanto modelo de financiamento apropriado para os países em desenvolvimento conseguirem retomar o crescimento em bases sustentáveis e conseguirem uma melhor inserção no atual contexto de economia globalizada.

“Notwithstanding the present, almost universal, enthusiasm for stock-markets, it is important to be cautious about the role of these markets in economic development. (...) Ironically, an important debate is taking place today in the US and the UK themselves - countries where the stock-market reigns supreme - about the deleterious role of the market in relation to their competitiveness vis-à-vis the former Federal Republic of Germany and Japan. (...) It is argued that, as a result of the pressures generated in part by the market for corporate control with its hostile takeovers, leveraged buy-out and mergers, the Anglo-saxon corporate managers consistently invest much less in long-term projects than their German and Japanese counterparts, where hostile takeovers are an extremely rare phenomenon.” (Singh; 1992: 4-5)

A forma de atuação dos mercados de capitais força os administradores a buscarem ganhos imediatos o que sacrifica as estratégias de longo prazo das empresas. Assim, o mercado de capitais gera um “curto-prazismo” que penaliza a competitividade a longo-prazo da economia.

A defesa tradicional para se estimular os mercados de capitais nos países em desenvolvimento, é que este permite criar mecanismos de financiamento de longo prazo,

enquanto o sistema bancário não consegue realizar a transformação de poupança de curto prazo em empréstimos de longo prazo em economias instáveis. Além disso, acredita-se que via mercado de capitais as empresas teriam acesso a uma fonte mais estável de recursos, diminuindo a vulnerabilidade das mesmas. (Akýuz, 1993: 21)

O funcionamento eficiente do mercado de capitais depende de dois mecanismos: a precificação e o *take-over*. Um processo de precificação eficiente, como dissemos, irá recompensar as firmas lucrativas e bem administradas valorando suas ações acima daquelas não-lucrativas, barateando o custo do capital para as empresas do primeiro grupo, fazendo com que os recursos se direcionem para estas em detrimento das do segundo grupo. Desta forma, o preço relativo das ações reflete as diferentes expectativas de lucro das empresas. A partir disso, deveria funcionar um mecanismo de “eliminação” (*take-over*) de companhias com base em suas respectivas lucratividades. Este processo, tanto garantiria a disciplina dos gerentes como proporcionaria um processo de reorganização do capital na sociedade em resposta a mudanças tecnológicas, preferências dos consumidores e condições de mercado; fazendo com que apenas as empresas eficientes sobrevivessem. Vários estudos mostram que nos processos de eliminação, o porte da empresa é mais relevante do que sua lucratividade e eficiência. O mercado de capitais dá a possibilidade para que empresas já consolidadas eliminem firmas emergentes, mesmo que mais eficientes. E, como a precificação se dá muito mais em função das informações que dos fundamentos, impede-se que o mercado de capitais cumpra as funções que lhe atribuem<sup>28</sup>.

O modelo orientado pelos bancos (*bank-oriented*) no Japão e na Alemanha se mostrou mais eficaz que o modelo baseado no mercado de capitais nos EUA e na Inglaterra, garantindo maior estabilidade e menor custo do capital. O modelo de propriedade japonês e alemão, através das corporações (bancos e indústria) resolveu em grande parte o dilema de Keynes, tornando o mercado secundário menos ativo e, com isso, menos volátil, assim como reduziu a preferência pela liquidez criando vínculos mais sólidos entre financiador e indústria. Neste modelo, permite-se um maior controle e uma maior disciplina financeira por

---

<sup>28</sup> Percebe-se, que a maior parte dos problemas decorre do chamado dilema de Keynes, para o qual, o mercado de capitais moderno tenta conciliar a necessidade social de investimento com a preferência individual por liquidez. A consequência é um crescimento da especulação fazendo com que a precificação se afaste dos fundamentos e torne-se uma simples busca de ganhos de capital. Não se compra ações para mantê-las em carteira por um longo prazo, mas apenas para realizar ganhos imediatos, ou seja, a maior liquidez do mercado de capitais leva a um menor comprometimento de longo prazo com as firmas.

parte das empresas, uma vez que os bancos estão em melhor posição para monitorar os empréstimos, já que possuem acesso direto às informações e podem intervir quando necessário para fazer reestruturações empresariais ou mesmo conceder novas ajudas para evitar falência. O grupo funciona como se fosse um mercado de capitais, alocando de forma eficiente os recursos e garantindo seu melhor uso. Este cruzamento entre bancos e indústria melhora a performance das empresas diminuindo o risco dos tomadores e dos emprestadores em vários aspectos: maior garantia ao tomador de que não se verá em determinado momento desprovido de capital; economias de escala por parte do emprestador em coletar, processar, avaliar e disseminar as informações; diluição do risco puro e do risco moral, uma vez que tomador e emprestador são as mesmas pessoas. Diminuindo os riscos, evita-se que a taxa de juros se duplique, reduzindo-se o custo do capital e viabilizando investimentos com menores taxas de retorno e prazos mais dilatados dado o vínculo entre financiador e investidor. Esta possibilidade não se coloca no modelo anglo-saxão de propriedade pulverizada gerando baixa possibilidade de controle e monitoração não permitindo o alongamento de prazos das operações - visão de curto prazo. (Akçyuz, 1993: 20-23; Singh, 1992: 24-30)

## **2.6 - COMENTÁRIOS FINAIS.**

No caso dos países subdesenvolvidos e em desenvolvimento, as dificuldades de se remontar um padrão de financiamento não se restringem à identificação de qual foi o melhor modelo, enquanto condutor do desenvolvimento, nos países desenvolvidos. A formação de grandes grupos econômicos com um maior entrelaçamento patrimonial entre bancos e indústria já aconteceu em alguns países subdesenvolvidos e o resultado alcançado não foi aquele de Japão e Alemanha, como mostramos ao discutir o trabalho de Galbis (1986).

“The experience of many developing countries shows that the concentration of ownership in the hands of inside investors and close relations between banks and corporations are not necessarily conducive to good enterprise performance and financial stability. Indeed, in many developing countries the equity control of corporations is the hands of families or business groups, and interlocking ownership between corporations and banks is widespread. Such arrangements have often resulted in corruption, collusive behaviour, speculation and inefficiency.” (Akçyuz; 1993: 24)

Segundo Akçyuz, os problemas enfrentados pelos sistemas bancários nos países em desenvolvimento decorreram da ausência de algumas condições essenciais ao funcionamento



do sistema: estabilidade dos preços, disciplina fiscal e monetária e uma situação estável, em termos de balanço de pagamentos; além de uma regulação prudencial adequada e um sistema de supervisão eficiente. Este sistema deve envolver critérios de alocação de riscos, exigências de capital mínimo (limitando grau de alavancagem), provisão legal contra ativos de má qualidade, limitações para entrelaçamento patrimonial e para concessão de empréstimos para empresas do mesmo grupo, critérios de seguro-depósito, regras claras de intervenção nos bancos e de ajuda aos bancos em dificuldade, exigência de competência técnica dos administradores com regras de responsabilização por práticas fraudulentas ou fora da boa conduta bancária, etc.<sup>29</sup> .

Um outro ponto importante para a estabilidade e eficiência do sistema é a prevenção do poder de monopólio. A competição deve ser estimulada, mas dentro dos limites de estabilidade do sistema, o que necessita algum tipo de barreira à entrada tal que se evite uma competição predatória via preços que sacrifique a margem de segurança das instituições, que pode, mesmo com regulação prudencial levar à instabilidade do sistema<sup>30</sup> .

E, finalmente, dado os problemas que vimos, em termos de alocação dos recursos, nos sistemas de crédito, do tipo dificuldade para o alongamento dos prazos (na ausência de bancos universais com entrelaçamento patrimonial com as empresas) e, principalmente,

---

<sup>29</sup> Algumas correntes teóricas defendem a auto-regulação do sistema bancário como melhor forma de se evitar a instabilidade. O paradigma da economia da informação, onde o racionamento do crédito e a imposição de controles pelos bancos decorre naturalmente dos problemas informacionais, poderia ser visto neste sentido. O caso chileno mostrou as dificuldades da auto-regulação em um país em desenvolvimento. Ou, como coloca Akçuz, "self-restraint cannot always be relied on to prevent financial instability, particularly in developing countries. Banks tend to engage in speculative financing and excessive risk-taking provided that failure does not have serious consequences for their shareholders and managers. This happens when they can easily acquire deposit insurance, enjoy implicit or explicit guarantees for bail-out and have easy access to the lender-of-last-resort facility, and when sanctions and penalties for failing bank managers are inadequate. This is often the case in developing countries where governments are often all too ready to rescue banks in trouble. The moral hazard that results is made worse by the existence of deposit insurance schemes designed to give protection to depositors and attract funds into banks. Banks often have to pay very little for the insurance coverage while having all the incentives to raise deposit rates to mobilize funds to invest in high-return, high-risk, and often speculative projects." (Akçuz; 1993:16)

<sup>30</sup> "However, prudential regulations, while necessary, may not always be sufficient to prevent financial instability. With the freeing of deposit rates considerable competition can be build up between the newly deregulated and unregulated financial sectors, giving rise to sharp increases in deposit rates, thereby raising the loan rates and deteriorating the quality of bank assets as high-yield, high-risk lending replaces safer but lower-yielding portfolios. It is not always possible to check this process though prudential regulations on the asset side of banks' balance sheets. Pressures can develop to allow banks to enter into new lines of business in order to restore their profitability and viability in the face of higher deposit cost." (Akçuz; 1993: 17) Este fato pode levar a proliferação de operações fora-balanço e ao incremento das operações com os derivativos para os quais não ainda não existem mecanismos de controle. Esta tem sido a preocupação do BIS (Bank of International Settlement) que tem buscado a partir de critérios de capitalização diminuir os riscos das instituições bancárias.

problemas informacionais e alguns desincentivos para financiar indústrias emergentes onde o volume de informações disponíveis são menores e os riscos maiores, algumas medidas adicionais de direcionamento do crédito são necessárias. Dentre estas medidas pode ser necessária a presença de um banco de desenvolvimento público que pode atuar de forma direta na concessão de empréstimo ou como avalista de indústrias emergentes junto a fornecedores privados de capital.

Deve-se notar que os bancos de desenvolvimento já foram intensamente utilizados nos países em desenvolvimento, sendo os responsáveis pela concessão de crédito de longo prazo tanto para setores julgados estratégicos, em termos de matriz industrial, como para a geração da infra-estrutura: intermediando fundos de poupança compulsória, repassando recursos fiscais ou captados no exterior. A principal justificativa dada para este tipo de atuação do setor público era a fragilidade ou inexistência de um setor financeiro privado que pudesse assumir a tarefa desenvolvimentista como haviam feito os bancos universais alemães. Além disso, pode-se dizer que “I - O setor financeiro privado não orienta suas decisões tendo em vista os aspectos macroeconômicos do desenvolvimento, não postulando assim, como prioridade, ser agente da função de fomento; e II. O financiamento de longo prazo de estruturas produtivas, formadoras da base econômica, implica risco que inibe a participação da banca privada.”(ABDE; 1994: 38) Neste sentido, para alavancar a industrialização permitindo a superação da situação de subdesenvolvimento, os Estados tanto forçaram o comprometimento da pequena poupança (que se direcionava para os frágeis sistemas financeiros privados) com o projeto industrializante, como atuaram diretamente captando e ampliando a poupança por meio de mecanismos compulsórios e no direcionamento dos investimentos através das instituições financeiras de desenvolvimento. Vários países utilizaram-se de instituições específicas com fundos de recursos estáveis para desenvolver esta função. Este é o caso do Japão, onde o Banco de Desenvolvimento do Japão desempenha um importante papel na implantação da política industrial determinada pelo MITI (Ministério do Comércio Internacional e da Indústria) e os recursos da poupança postal garantidos pelo governo são o principal *funding* para o financiamento de longo prazo. Na Alemanha tem-se o KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) que realiza as operações de interesse do governo, na Itália o IMI (Istituto Mobiliare Italiano) que realiza os empréstimos de longo prazo tanto para as empresas públicas como privadas, na Coreia o

KDB (Banco de Desenvolvimento da Coréia) administra os fundos de desenvolvimento alocando-os em projetos de interesse nacional. O mesmo se verifica em outros países como México, França, etc<sup>31</sup>. O recurso a bancos de desenvolvimento especializados foi uma forma dos governos agirem a fim de complementar o setor financeiro privado, ou mesmo substituí-lo na função de financiamento do desenvolvimento, assumindo os riscos inerentes a esta atividade, o que, pelos exemplos acima, não se restringiu aos países em desenvolvimento.

Uma outra medida possível é a adoção do redesconto seletivo, onde privilegia-se determinados tipos de ativos vinculados a determinados setores, ou tipo de indústrias, para os quais o Banco Central garanta liquidez absoluta. Arranjos deste tipo tornam-se necessários não apenas para setores emergentes, mas também para a pequena e média empresa, para a agricultura, alguns setores infra-estruturais, enfim, setores cujo risco muito elevado ou baixo retorno privado (apesar de elevado retorno social) dificultam o financiamento privado. Em muitos casos, faz-se necessário, inclusive subsídios para os tomadores.

Akyuz cita o Japão e a Coréia como exemplos de países onde a intervenção do governo no sentido de influenciar a alocação de recursos, na forma de créditos preferenciais ou direcionados, foi bem sucedida (p.9-10). Comparando as experiências que obtiveram sucesso frente ao amplo espectro de insucesso, o autor identifica algumas razões para explicá-lo: (i) habilidade do governo em prevenir que a intervenção nas finanças degenerasse em financiamento inflacionário, o que se obtém através do controle fiscal; (ii) garantir que a “proteção” seja usada para atingir os objetivos especificados evitando que se constitua em privilégios injustificados ou um assalto à sociedade; (iii) os objetivos devem ser bem definidos e seu cumprimento deve ser acompanhado através de indicadores de performance formulados com base no mercado (competitividade); (iv) a política industrial e seus objetivos devem ser negociados com a sociedade de modo a obter-se um consenso sobre os objetivos e as modalidades de intervenção governamental. Neste último aspecto, em muitos casos faz-se necessário a presença do setor privado na formulação da política industrial.

Note-se, que tanto para obter o consenso sobre a política como para evitar a degeneração em financiamento inflacionário, tem-se a necessidade de um Estado “forte”, no sentido de apoio político, de modo que este possa, quando necessário, implementar políticas

---

<sup>31</sup> A este respeito ver BNDES (1991(a)) e ABDE (1994).

de ajustamento arbitrando perdas e viabilizando a transferência de renda dentro da sociedade. Esta capacidade de realizar política econômica pelo Estado não independe da estrutura econômica, por exemplo, em países com alta concentração de renda e onde a maior parte da população vive na miséria, os graus de liberdade são menores<sup>32</sup>. E, a forma como se dá o financiamento afeta sobremaneira a capacidade do Estado em fazer com que o setor privado direcione seus esforços para os objetivos propostos.

A outra forma possível de se obter recursos de longo prazo é por meio do mercado de capitais. Como vimos, esta forma tanto potencializa o caráter especulativo associado ao processo de financiamento possuindo uma maior instabilidade, como dificulta a monitoração dos recursos fazendo com que a pressão dos acionistas sobre a direção das empresas pela melhor utilização do capital, muitas vezes assumam formas disruptivas do tipo *takeover*, levando as empresas, em muitos casos, a sacrificarem objetivos de longo prazo em prol de resultados imediatos. Os problemas associados ao mercado de capitais podem ser minorados em um contexto de dinâmicos mercados secundários e de uma regulamentação e sistema judiciário eficientes que coibam operações fraudulentas e preservem os interesses dos acionistas, caso contrário, corre-se o risco do incentivo adverso por parte da burocracia empresarial, o que desestimula o comprometimento de poupadores com as empresas. Nos países em desenvolvimento, em geral, essas pré-condições não se colocam.

A fase atual é de profunda crítica a qualquer tipo de intervenção pública. Em termos financeiros como vimos no capítulo alega-se que a intervenção do Estado limitou o nível de poupança dos países além de levar a uma má alocação dos recursos. A proposta neo-liberal é de uma profunda liberalização e des-regulamentação do setor financeiro, com o que o livre funcionamento do mercado, através do mecanismo de preço (determinação das diferentes taxas de juros) garantiria um maior nível de poupança, sua transferência para os projetos mais rentáveis, uma oferta adequada para qualquer atividade e prazo seria garantida ao preço adequado, além de aumentar a eficiência do sistema financeiro, pois ao reduzir a interferência poder-se-ia ampliar a concorrência e diminuir os *spreads*.

---

<sup>32</sup> No trabalho de Dornbush e Reynoso, por exemplo, os autores associam o fato de a Coréia ter realizado uma reforma agrária e minorado os problemas distributivos antes de iniciado o processo de industrialização, a maior facilidade de implementar políticas de ajustamento, quando comparado com os países da América Latina, onde os problemas distributivos impediam ao Estado arbitrar perdas de modo que eram forçados a recorrer a acomodação monetária quando ocorriam choques de oferta, impedindo que estes se dissipassem, levando a degeneração para o financiamento inflacionário.

Vimos com base em alguns autores, que o mercado financeiro possui especificidades que o diferenciam do mercado de qualquer outro bem, possuindo problemas de assimetria de informações, *moral-hazard*, entre outros. Sendo assim, o livre funcionamento do mercado não levaria a uma solução eficiente. Por fazer parte do sistema de pagamentos da economia, o qual gera externalidades em termos de estabilidade e desenvolvimento econômico, justifica sua regulamentação por parte das Autoridades de forma a manter sua segurança.

O período recente com profundas transformações financeiras e um grande dinamismo destas atividades a partir da liberalização financeira e da globalização, com um grande crescimento do mercado de capitais, longe de refletirem uma maior eficiência, no sentido funcional do termo, parece ter levado a uma maior instabilidade em termos de preços dos ativos, taxas de câmbio e juros, e mesmo em termos de segurança do mercado potencializando o chamado “risco-sistêmico”; colocando em dúvida estas alternativas como um novo padrão de financiamento para as nações em desenvolvimento. Neste sentido, deve-se repensar a atuação de bancos de desenvolvimento, novas formas de mobilização de poupança doméstica, novos mecanismos de regulamentação que protejam a economia de choques externos e novos moldes de intervenção estatal e de desenvolvimento, o que demanda sistemas financeiros eficientes no sentido funcional e não, meramente, um aprofundamento financeiro, como proposto pela Teoria da Repressão Financeira, que pode significar muitas coisas, inclusive um processo meramente especulativo sem qualquer vínculo com o financiamento do desenvolvimento. Requer-se, portanto, um quadro institucional que realmente canalize recursos para o investimento, o que, como vimos, depende em muito das especificidades dos países.

Estas reflexões iniciais orientam o exame do financiamento de longo prazo na economia brasileira que empreendemos na segunda parte deste trabalho.

## **PARTE II**

# **A QUESTÃO DO FINANCIAMENTO NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO.**

### **INTRODUÇÃO**

A partir dos anos 80 verificou-se uma profunda reversão na trajetória de sucesso econômico que permeou a economia brasileira ao longo da maior parte do século XX. Este desempenho, com destaque para o período do pós-II Guerra Mundial, levou a amplas transformações econômicas e sociais, dentre as quais sobressaem a modernização econômica, com a passagem de uma economia tipicamente agrária para outra industrial, processo acompanhado por uma intensa urbanização da população com mudanças nos hábitos, valores, etc..

Esta transformação sócio-econômica não se fez sem percalços decorrentes do próprio modelo de desenvolvimento e das dificuldades inerentes às readaptações institucionais e políticas requeridas pela modernização econômica: novas forças políticas foram surgindo, novas formas de inserção internacional tornavam-se necessárias, maiores esforços de acumulação de capital eram demandados, novos mecanismos de transferência de renda, novas funções para o Estado, diferentes regulamentações, etc.. Assim, apesar de heranças do passado ainda permearem a economia e a sociedade, sua estrutura atual é totalmente diferente daquela de há 50 anos, por exemplo.

A industrialização tornou-se meta prioritária a partir da grande depressão dos anos 30, deslançando, significativamente no pós-guerra. No final dos anos 50, após o grande esforço desenvolvimentista implementado com o Plano de Metas no governo Juscelino Kubistchek (1956/61), a indústria estava consolidada como pólo dinâmico da economia brasileira. Em seguida assistiu-se à primeira crise econômica do Brasil industrial, no início dos anos 60, decorrente, principalmente, da inadequação institucional à nova estrutura econômica. Seguiu-se um amplo processo de reformas institucionais no período 1964/66, que permitiu a forte retomada do crescimento e modernização econômica a partir de 1968, estendendo-se até o final dos anos 70. Momento a partir do qual o país ingressa na mais profunda crise econômica de sua história recente.

Pode-se fazer a leitura destas transformações e do desempenho da economia neste período, sob diferentes pontos de vista: condução da política econômica, condicionantes externos, lógica interna do modelo de desenvolvimento, padrões de financiamento da acumulação, etc.. A abordagem que se privilegie levará a diferentes interpretações da crise e das formas de sua superação. Alguns a entendem como decorrente de erros de condução da política econômica, do intervencionismo exagerado do Estado, de infelicidades externas, etc.. A persistência da crise a várias tentativas diferenciadas de terapia econômica sinaliza problemas profundos relacionados ao esgotamento do modelo de desenvolvimento econômico até então seguido. Este diagnóstico também induz a diferentes interpretações. O modelo emperrou como um todo, ou são partes do modelo que não funcionam mais. Na análise que segue, pretendemos fazer uma leitura da evolução recente da economia brasileira a partir de seu padrão de financiamento e até que ponto a inadequação dos mecanismos de financiamento tem sido um importante fator a explicar a crise econômica brasileira.

Uma conclusão frequentemente arrolada na discussão sobre o financiamento na economia brasileira é a inexistência de mecanismos privados, instrumentos e instituições de financiamento de longo prazo. Como tal, o financiamento da expansão industrial no Brasil fez-se através do auto-financiamento, do crédito concedido pelo setor público e do endividamento externo. Com isso, a partir da crise financeira do setor público e do estancamento do fluxo de recursos externos, os investimentos retraíram-se e o país mergulhou na mais profunda e longa recessão de sua história.

Apesar desta conclusão relativamente consensual, não existe concordância entre os autores sobre os determinantes desta situação e como superá-la. Vários são os pontos de divergência. Por que não houve um envolvimento do sistema financeiro privado na acumulação produtiva? Qual o papel desempenhado pelos recursos externos? O rompimento do padrão de financiamento da economia foi uma decorrência natural da forma como este se estruturou ou deveu-se a fatores exógenos? Como tal, é uma crise conjuntural ou estrutural? Pode-se pensar em remontar um padrão de financiamento nos antigos moldes? Como se relacionam os condicionantes internos e externos da economia na determinação do fluxo de recursos externos? Qual a autonomia nacional para definir um dado padrão de financiamento? Quais os problemas inerentes e o papel desempenhado pelo antigo padrão de financiamento no desenvolvimento econômico?

Enfim, há uma série de questões que comportam diferentes respostas. Dessa forma, apesar de haver uma conclusão genérica em comum, esta pode ser obtida a partir de diferentes interpretações dos fatos e, portanto, pode ensejar propostas divergentes de superação.

A nossa preocupação na tese é entender a crise financeira nos anos 80, ou o esgotamento do padrão de financiamento montado nas reformas de 1964/66, com o crescimento da ciranda financeira, a ausência de fluxos de recursos externos e a deterioração dos fundos de poupança compulsória. Neste sentido trataremos de três tópicos na análise: (i) o não envolvimento do sistema financeiro privado no financiamento de longo prazo: a lógica curto-prazista do sistema bancário com sua vinculação crescente com a corretagem de títulos públicos e o não desenvolvimento do mercado de capitais; (ii) os condicionantes externos do fluxo de capitais para o país e o processo de endividamento externo, e sua interação com a dinâmica financeira interna; e (iii) o funcionamento de subsistemas baseados em poupança compulsória: o subsistema centrado no BNH - habitação e desenvolvimento urbano - com recursos oriundos do FGTS; e a atuação do BNDES. A partir desta análise, discutir-se-á as transformações recentes nos mecanismos de financiamento da economia: a reinserção no fluxo voluntário de capitais internacionais, o crescimento dos chamados investidores institucionais (com destaque para os fundos de pensão), o processo de privatização do setor produtivo estatal e dos serviços de utilidade pública e o crescimento do mercado de capitais.

Inicialmente, far-se-á uma breve digressão sobre o financiamento no período anterior a 1964, no capítulo 1, para entender-se quais eram as demandas colocadas no quadro reformista do início do regime militar, e as alterações introduzidas no padrão de financiamento com as reformas do período. No segundo capítulo discutir-se-á a reforma de financeira de 1964 e o padrão de financiamento que se instaurou no país. No capítulo 3, analisar-se-á o funcionamento deste padrão de financiamento ao longo da expansão econômica dos anos 70, suas contradições e a emergência da crise financeira nos anos 80. E no último capítulo buscar-se-á entender as mudanças que tem sido introduzidas no período recente e as perspectivas de constituição de um novo padrão de financiamento.



## CAPÍTULO 1

### NOTAS SOBRE O FINANCIAMENTO DA INDUSTRIALIZAÇÃO ANTES DA REFORMA DE 1964.

O Brasil atravessou no período 1930/64 uma fase de rápidas transformações, passando de uma economia tipicamente agrária para uma economia industrial. O modelo assumido nesta passagem foi a substituição de importações, onde, como resposta a um estrangulamento externo, estimulava-se a produção interna do que antes era importado<sup>1</sup>.

Algumas características deste processo no Brasil foram: a tendência inerente ao estrangulamento externo, a presença marcante do Estado e uma profunda concentração de renda. Estas decorrem do grande esforço de acumulação de capital que se processou na economia frente à fragilidade do capital nacional em avançá-lo em condições adequadas.

Os investimentos industriais iniciaram-se por aqueles setores em que já existia uma demanda interna, caracterizado pela pauta de importações, escolhendo-se aqueles itens mais facilmente substituíveis: tecnologia mais simples, menor intensidade de capital, maior protecionismo, etc.; no caso, os bens de consumo leve. Como substituía-se apenas parcela do valor do bem final persistia uma pressão importadora, agora na forma de demanda derivada por matérias-primas, insumos e bens de capital, gerando um novo estrangulamento externo e uma nova onda de substituições, comprimindo-se as importações não essenciais para liberar divisas para os novos investimentos.

A forma como se dá a introdução dos novos setores em termos de proporcionalidade é de fundamental importância para se definir o sucesso futuro da estratégia, devido à flexibilidade requerida na pauta de importações. A substituição de bens de consumo deve ser acompanhada em certa medida pela substituição nos setores de bens intermediários e de bens de capital, para que a pauta de importações não fique totalmente comprometida com a produção corrente. As principais dificuldades para a introdução dos setores de bens intermediários e bens de capital residiam no montante de capital investido (maiores escalas,

---

<sup>1</sup> A respeito do PSI (Processo de Substituição de Importações) ver Tavares (1975). Deve-se notar que a concepção sobre o PSI foi se alterando ao longo dos trabalhos, a partir de uma série de críticas feitas ao trabalho inicial de Tavares, inclusive pela própria autora. As novas perspectivas sobre o PSI não afetam a análise da questão do financiamento.

capital intensivo e maior densidade tecnológica) e no prazo de maturação dos investimentos. Estas também eram as dificuldades encontradas para a provisão de infra-estrutura.

O Estado trouxe para si a responsabilidade tanto pela provisão (readequação) de infra-estrutura às novas demandas da indústria e do processo de urbanização, como pela introdução de bens intermediários. Quanto ao primeiro, destacavam-se as necessidades de transportes, priorizar a unificação do mercado nacional, a geração de energia e a infra-estrutura urbana - habitação, saneamento, eletrificação, transportes urbanos, etc.. Os setores de utilidade pública foram originariamente no Brasil de propriedade privada, em geral do capital estrangeiro, com garantia pública de rentabilidade mínima. O ônus fiscal crescente que estas garantias geravam e o desestímulo (e/ou incapacidade) do setor privado ampliar a oferta em volume adequado com a demanda crescente fez com que o Estado fosse assumindo estes segmentos, processo que só foi se completar na década de 60, com a criação de uma série de *holdings* estatais monopolistas em suas áreas, atuando através de concessionárias públicas.

Quanto ao segundo, o objetivo era ampliar a flexibilidade da pauta de importações. O capital privado nacional tanto não possuía volumes de capital suficientes, como possuía alternativas de investimentos lucrativas com menores riscos e curto período de retorno nos setores de bens de consumo protegidos da concorrência internacional. Já o capital estrangeiro não tinha interesse dadas as dimensões do mercado, as condições de concorrência no mercado internacional, etc.. Dessa forma caberia ao Estado a implantação desses setores. Assim, na década de 40 surgiam a CSN (Companhia Siderúrgica Nacional), a CNA (Companhia Nacional de Álcalis), a CVRD (Companhia Vale do Rio Doce), entre outras, e na década seguinte a PETROBRAS (empresa monopolista na exploração e refino do petróleo). Percebe-se que o Estado nunca assumiu um papel de concorrência frente ao setor privado, mas sempre atuou de forma complementar em setores necessários para criar os elos dinâmicos da industrialização, mas que o setor privado não tinha interesse ou condições de entrar<sup>2</sup>.

A partir da década de 50 começa a se verificar uma entrada significativa de recursos externos, especialmente ao longo do Plano de Metas, consolidando-se a presença do capital

---

<sup>2</sup> A respeito da expansão estatal e da forma de atuação do Estado neste período ver DAIN (1977) e DRAIBE (1985).

estrangeiro nos novos setores dinâmicos que estavam sendo implantados e que seriam o motor do crescimento: bens de consumo duráveis, com destaque para a indústria automobilística.

Formou-se a seguinte estrutura da propriedade do capital na economia brasileira: nos setores líderes, dinâmicos, a preponderância era do capital estrangeiro; na geração de infraestrutura e na produção de bens intermediários as empresas estatais; em setores de baixos requerimentos de capital e tecnologia - bens de consumo leve e fornecedores do capital estrangeiro - e, em algumas órbitas específicas de valorização - setor bancário e construção civil - o domínio era do capital nacional através de empresas familiares.

A industrialização avançou independente da existência de um sistema financeiro que permitisse a transferência de recursos para o investimento industrial. As empresas estrangeiras financiavam-se no exterior. O investimento externo colaborava, por um lado, para resolver o problema de liquidez internacional de curto prazo, isto é, a baixa capacidade para importar. Mas, por outro lado, conforme destacado por Oliveira (1989) introduzia-se uma nova contradição que decorria do fato de virem para atender um mercado interno, não ampliando a capacidade de geração de divisas a longo prazo, enquanto os ganhos sobre o capital investido deveriam retornar à esfera internacional de valorização. Este comprometimento das receitas de exportações aumentava a escassez de divisas e se agravava em momentos de rápido crescimento econômico.

As empresas nacionais utilizavam-se basicamente do auto-financiamento. Isto era permitido pelas pequenas dimensões de capital requeridas, pelas estruturas de mercado (concentração, oligopolização, protecionismo, etc.), pela relação salarial existente (excesso de mão de obra decorrente da baixa geração de emprego pelo tipo de tecnologia adotado combinado com uma rápida urbanização da população e a política salarial do governo sem a incorporação dos ganhos de produtividade ao salário real) e pela política governamental (fiscal - baixa tributação e gastos governamentais em prol da acumulação acoplado com políticas de subtarifação dos serviços e bens oferecidos pelo governo; cambial e creditícia - barateava o investimento com câmbio valorizado e recursos a baixo custo para setores privilegiados).

Percebe-se, portanto, que a geração interna de recursos pelas empresas era elevada, não havendo o chamado problema da escassez de poupança. Assim, o investimento privado

seguiu à margem da existência de um sistema financeiro que desse suporte ao processo, tanto para o capital nacional como para o estrangeiro.

Um dos principais problemas da ausência de um sistema financeiro adequado não era o volume de investimentos em si, mas a dificuldade de realizar transferências intersetoriais de renda. Sem a intermediação voluntária de recursos, utilizavam-se mecanismos forçados de transferência, com destaque para a inflação, a partir de violentas alterações no sistema de preços relativos (choques de oferta) sancionados pelos chamados mecanismos de propagação: protecionismo e descontrole fiscal com política monetária passiva, isto é, expansão primária de meios de pagamentos que constituía a principal fonte de recursos financeiros, conforme destacado por Tavares e por outros autores. Deve-se notar, conforme assinalado por Rangel (1986), que a inflação, na ausência de um sistema financeiro que permitisse a proteção dos recursos ociosos, constituía um forte indutor do investimento ao incentivar a imobilização dos recursos como forma de proteção à perda inflacionária, impulsionando com isso o crescimento da renda. Isto gerava, por sua vez, uma tendência inerente à criação de capacidade ociosa na economia, segundo o autor.

A maior dificuldade encontrava-se no financiamento estatal: tanto do Tesouro Nacional como das empresas estatais. Quanto ao Tesouro, destaca-se a ausência de um sistema tributário adequado que levava a uma pequena capacidade de extração do Estado frente a uma forte pressão por gastos, dado o papel assumido pelo mesmo no desenvolvimento, gerando uma tendência constante ao déficit público, cujo financiamento de forma não-inflacionária, via colocação de títulos da dívida pública, era extremamente limitado devido ao pequeno desenvolvimento do sistema financeiro. Com isso, recorria-se constantemente à expansão monetária como forma de financiamento. A fragilidade do sistema tributário fazia-se sentir na alta dependência da arrecadação em relação aos impostos sobre o comércio exterior e na disfuncionalidade do sistema com uma série de impostos do tipo cascata, isto é, incidência de imposto sobre imposto, que sinaliza os “remendos” feitos para ampliação da arrecadação. Além disso, percebe-se que uma das principais fontes de recursos para o governo eram os ágios obtidos nos leilões de câmbio

As empresas estatais eram as responsáveis por parcela significativa dos investimentos, mas nunca contaram com bases adequadas de financiamento. Apesar de serem monopolistas nos setores que atuavam, não podiam exercer o poder extrativo que

esta situação permitia devido aos controles sobre as tarifas, utilizados para estimular ainda mais a acumulação de capital privado, mas que limitavam a lucratividade das estatais e as forçavam a buscar fontes de recursos externos, com destaque para operações de crédito e aportes do Tesouro. Note-se, portanto, que as empresas estatais eram mais um foco de déficit público e de pressão sobre os recursos limitados do Tesouro.

Para tentar equilibrar as necessidades de caixa do governo, vários expedientes foram utilizados. Além da busca de empréstimos externos, destacam-se a criação de alguns empréstimos compulsórios e a utilização dos recursos previdenciários. Este sistema foi originariamente pensado para ser do tipo capitalização, mas por financiar gastos (projetos) públicos, como por exemplo, siderurgia e Brasília, consumiu os fundos, forçando-o a passar para o regime de repartição. Na linha dos empréstimos compulsórios, destaca-se a imposição do adicional sobre o Imposto de Renda, em 1952, que visava fornecer recursos para a constituição do BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico).

O BNDE foi criado para ser o administrador do fundo de reaparelhamento econômico. Como tal, deveria conceder empréstimos de longo prazo tanto para a infraestrutura, como para projetos industriais dentro dos objetivos desenvolvimentistas (setores prioritários) definidos pelo governo, em geral com taxas de juros subsidiadas. E, uma outra forma de atuação do Banco seria a concessão de aval para a captação de recursos externos. O BNDE, juntamente com a SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito) e a CPA (Comissão de Política Aduaneira), transformou-se no agente central da política industrial brasileira, e em alguns momentos cumpriu a função que caberia a um órgão de planejamento. Dado o caráter específico da função do BNDE e sua vinculação direta ao Executivo, facilitava-se a este último o comando da política de desenvolvimento, além de proporcionar-lhe maior flexibilidade (escapando da Administração Direta). Por exemplo, ao longo do Plano de Metas, o BNDE atuou diretamente junto aos grupos executivos setoriais na definição das respectivas políticas industriais.

Quanto à atuação do BNDE em termos de concessão de empréstimos e de *funding* podemos identificar os seguintes aspectos nesta primeira fase:

TABELA II.1.1

BNDE: APROVAÇÕES SEGUNDO RAMOS DE ATIVIDADES: 1952/64

PARTICIPAÇÃO %

Ano	Siderúrg	Metalúrg	Químico	En. Elétri	Ferrovia	Mat. Tra n	Mec-Elet	Outros	Total
1952	0	0	0	0	100	0	0	0	100
1953	3	0	12	25	50	0	0	9	100
1954	1	1	0	14	74	6	1	4	100
1955	1	1	3	51	39	0	0	5	100
1956	1	0	11	10	72	0	2	5	100
1957	7	5	6	53	18	2	2	6	100
1958	33	3	8	45	0	4	2	6	100
1959	6	1	15	33	15	22	1	7	100
1960	74	0	9	9	4	1	1	1	100
1961	22	1	4	61	1	8	0	4	100
1962	61	0	9	23	0	1	0	5	100
1963	85	0	5	5	1	0	1	2	100
1964	71	3	2	20	0	0	1	1	100

FONTE: BNDES (1992: 32-33)

Apesar da tabela acima mostrar apenas as aprovações<sup>3</sup> do BNDE, ela nos permite perceber as prioridades do banco em seus anos iniciais. Destaca-se claramente que nos primeiros cinco anos de existência do banco este voltou-se, basicamente, para a infraestrutura, principalmente para o setor de energia elétrica e de transporte ferroviário que revesaram-se na liderança das aprovações. Este perfil está totalmente em consonância com o motivo indutor de criação do banco e com sua função de executor do Programa de Reaparelhamento Econômico. O setor ferroviário vai perdendo importância a partir do final dos 50, praticamente deixando de ter aprovações na década de 60, o que reflete a opção feita ao longo de Plano de Metas em implantar-se o setor automobilístico no país e privilegiar-se o setor rodoviário, sendo que, inclusive, no ano de 1960 o setor de material de transportes, basicamente automobilístico, assume uma participação significativa. O setor de energia elétrica mantém-se importante, mas sua participação vai decrescendo, perdendo

<sup>3</sup> Seria mais interessante utilizar os dados de desembolsos que refletem com maior precisão para onde os recursos efetivamente estão se direcionando, mas não obtivemos os dados para este período, assim utilizamos os de aprovações como uma *proxy*. A diferença entre ambos refere-se ao fato de que um projeto pode ser aprovado em determinado ano, mas os recursos podem levar tempo para serem liberados, ou ainda um projeto de grande magnitude e longo prazo de maturação onde os desembolsos são realizados ao longo de vários anos, ou mesmo o projeto pode ser aprovado e o requisitante não retirar os recursos. Os dados a seguir mostram a diferença entre as duas magnitudes (os valores estão em Cr\$ bilhões de 1991):

ano	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
aprov	134	147	234	174	375	425	533	339	362	451	306	277	365
desemb.	0	40	55	80	56	49	220	248	233	152	512	336	267

fonte: BNDES, 40 anos um agente de mudanças.

espaço para a siderurgia que se transformava no principal receptor dos recursos do banco nos anos 60. Esta priorização da siderurgia reflete a necessidade de ampliar a produção de aço no país após o sucesso de implantação dos setores automobilísticos e de bens de consumo duráveis ao longo do Plano de Metas.

Os setores privilegiados pelo BNDE eram basicamente de empresas estatais, com o que se percebe o importante papel desempenhado pelo banco no financiamento destas empresas tanto por meio de créditos de longo prazo como na concessão de garantias em moeda estrangeira para a obtenção de recursos externos, com o que se criou uma forte solidariedade entre o banco e as empresas do SPE (Setor Produtivo Estatal), cuja expansão foi em grande parte viabilizada pelos créditos do primeiro.

A tabela abaixo nos fornece a distribuição das garantias prestadas pelo BNDES. As principais diferenças em relação à concessão de crédito são: (i) a pequena participação do setor ferroviário, que se mostrou significativo em apenas dois anos neste período; (ii) a importância desta modalidade para o financiamento da siderurgia no final dos 50, antes que este se tornasse o setor prioritário na obtenção dos créditos; (iii) a maior importância assumida nesta modalidade pelos materiais de transporte.

TABELA II.1.2

BNDE: PRESTAÇÃO DE GARANTIAS EM MOEDA ESTRANGEIRA SEGUNDO  
RAMOS DE ATIVIDADES: 1952/64

US\$ MIL DE 1991

Ano	Siderúrg	Metalúrg	Químico	En. Elétri	Ferrovia	Mat. Tra n	Mec-Elet	Outros	Total
1952	0	0	0	0	0	0	0	0	100
1953	5050	0	0	0	0	0	0	0	5050
1954	0	0	0	34380	0	0	0	1474	35854
1955	0	0	0	68177	19677	0	0	16258	104112
1956	0	0	0	111995	97070	13580	0	20509	243154
1957	31019	24302	4808	187345	0	49817	1050	132476	430817
1958	727259	0	0	10526	0	46689	994	194730	980198
1959	577651	0	3336	110692	0	26257	27390	8893	754219
1960	17644	20288	0	20671	0	8236	4955	156875	228669
1961	127911	0	0	154048	0	1349	0	0	283308
1962	0	0	67630	14685	0	23041	0	195793	301149
1963	19508	0	8814	18981	0	0	0	91	47394
1964	0	0	1402	9044	0	0	0	357	10803

FONTE: BNDES (1992: 32-33)

Quanto às fontes de recursos do banco, percebe-se nesta primeira fase, que os recursos de origem fiscal respondiam pela quase totalidade do *funding*. A fonte principal era

o adicional sobre o Imposto de Renda. Além deste destacou-se durante um período o chamado "Acordo do Trigo". "Tal acordo tratar-se-ia de 'convênios firmados entre os governos do Brasil e dos Estados Unidos pelos quais este último se comprometeria a financiar a venda em cruzeiros, a compradores brasileiros devidamente credenciados, de produtos agrícolas de origem americana incluídos na categoria de excedentes. As importâncias em moeda nacional oriundas de transação seriam depositadas no Banco e utilizadas, na sua maior parte, para fins de financiamento a projetos essenciais.' (Relatório de Atividades do BNDES de 1969, p. 32)" (Rattner; 1991: 77). As outras fontes do banco são as reservas e o capital, o retorno das aplicações (pagamento dos empréstimos concedidos), e outros tipos de receitas vinculadas: 3% da receita anual da previdência social (excluída a quota da União), 25% das reservas técnicas das seguradoras e parcela dos depósitos das Caixas Econômicas Federais.

TABELA II.1.3

## BNDE: ESTRUTURA DE FONTE DE RECURSOS - 1952/65

PARCIPAÇÃO %

ANO	CAP. E RES	RETORNO	ADIC. IR	AC. TRIGO	OUTROS	TOTAL
1952	5.4	0.0	94.6	0.0	0.0	100.0
1953	1.1	0.0	84.4	0.0	14.5	100.0
1954	7.5	0.0	82.0	0.0	10.5	100.0
1955	9.6	5.1	71.6	0.0	13.7	100.0
1956	2.4	5.4	0.0	77.4	14.8	100.0
1957	11.3	3.0	52.2	28.7	4.8	100.0
1958	15.0	5.5	53.5	23.4	2.6	100.0
1959	18.5	3.1	51.5	23.4	3.5	100.0
1960	23.0	1.6	55.4	17.0	3.0	100.0
1961	22.8	4.3	60.2	11.0	1.7	100.0
1962	25.7	4.0	44.9	4.2	21.2	100.0
1963	23.6	4.2	43.7	2.9	25.6	100.0
1964	17.8	3.7	29.1	4.5	44.9	100.0
1965	27.9	9.4	29.2	11.5	22.0	100.0

FONTE: BNDES (1992)

O BNDE constituía-se, praticamente, na única instituição interna de financiamento de longo prazo para a atividade industrial. A importância do BNDE no projeto desenvolvimentista não se restringiu apenas ao seu lado financeiro, mas ao importante papel que desempenhou no sentido de racionalizar os investimentos, tentando substituir o casuismo até então existente por um mínimo de planejamento e coordenação. A forma de atuação do banco, como de resto, de toda política econômica, estava mais preocupada com



o avanço quantitativo da acumulação, do que com questões qualitativas. Assim, a seleção de setores era feita dentro dos objetivos macroeconômicos, estipulados pelo prosseguimento do PSI, sem preocupações com a qualidade dos gerentes e dos projetos, com o retorno do financiamento, com a utilização feita (monitoração), etc.. O objetivo era avançar no sentido da autonomia nacional, completando o máximo possível a matriz industrial (em termos quantitativos e de setores), independente de considerações de eficiência.

Outras fontes de longo prazo na economia podiam ser encontradas no desestruturado sistema de crédito habitacional. O financiamento a este setor era feito basicamente pelas caixas econômicas e pelos institutos de previdência que financiavam seus associados. Quanto a este último ator, deve-se destacar, que o sistema previdenciário no Brasil, cuja lei básica vem da década de 20 (Lei Eloy Chaves - 1923), foi pensado originariamente como um regime de capitalização com base em institutos por categorias profissionais. Neste tipo de regime, pelo fato das contribuições serem feitas por um longo período de tempo antes que sejam resgatadas, gera-se uma massa de recursos que deve ser aplicada para permitir o pagamento futuro dos benefícios. O rápido crescimento do número de ingressantes no sistema, conforme avançava a industrialização, frente às pessoas que saiam (dada a “juventude” do sistema) levava a um excesso de recursos no sistema. No contexto de dificuldades fiscais do governo, em muitos momentos recorreu-se a estes recursos para financiar gastos públicos, além de ser comum no Brasil, o governo não cumprir com seus compromissos com o sistema previdenciário. Assim, esta fonte de recursos tanto era a base de créditos habitacionais como fonte para financiamento de investimentos públicos, além de uma parte ter ido constituir *funding* para o BNDE. A lei da usura, as dificuldades inerentes ao financiamento habitacional e o consumo dos recursos pelo governo, inviabilizaram o regime de capitalização. Percebe-se, neste aspecto, que, como o objetivo primordial era a acumulação de capital, sacrificavam-se gastos sociais e mesmo transferiam-se recursos desta área para o objetivo industrializante.

Quanto ao sistema financeiro, exceto o BNDE, existem alguns estudos que avaliam o seu desempenho no período analisando-se a evolução do crédito, medindo as transferências regionais e setoriais de recursos, etc.. Em geral, atribui-se um pequeno desenvolvimento ao sistema bancário no período, principalmente, devido à lei da usura (1933) que limitava sua captação, o que implicava uma baixa vinculação com o processo de acumulação. Em estudo

sobre a participação dos bancos na industrialização brasileira no período 1935/62, Bielchowsky (1975: 165-168) chega a algumas conclusões interessantes: (i) o crescimento do setor bancário foi significativo entre a década de 20 e os anos 50, tanto pelo crescimento do número de agências, como pelo aumento no valor real de depósitos e empréstimos; este último se retraiu fortemente nos anos 50 sendo em parte compensados pela atuação do Banco do Brasil, com um aumento significativo de sua participação no total que se aproximou dos 40% no início dos anos 60; (ii) a atuação dos bancos foi importante no sentido de ampliar a oferta de recursos para capital de giro, e um ponto interessante destacado pelo autor, e pouco estudado, é que o prazo médio dos empréstimos até os anos 40 era superior ao das décadas seguintes e que os maiores grupos econômicos no período eram ligados (ou possuíam) instituições financeiras, com o que o autor conclui que os bancos devem ter contribuído para a centralização do capital no período e foram um importante veículo de redistribuição de renda dos depositantes para as instituições financeiras (elevados *spreads*) e para as empresas que possuíam relações privilegiadas com estes; (iii) quanto a transferência regional e setorial de recursos realizada pelos bancos, isto é, buscando captar se os bancos tiveram papel relevante na transferência de recursos da agricultura para a indústria, o autor conclui que isto não se verificou no sistema como um todo, pois enquanto os bancos privados realizavam esta transferência, captando no interior e emprestando nos centros urbanos, o Banco do Brasil agiu em sentido inverso mais do que compensando a atuação do sistema privado: “o Banco do Brasil espalhou sua moeda, que criava livremente, por todos os estados do país.” (Bielchowsky, 1975:166)

Apesar dos comentários acima mostrarem que o sistema bancário não ficou parado ao longo do período inicial da industrialização, sua expansão é uma decorrência do próprio processo. Para o financiamento do investimento privado, as principais conclusões referem-se à pequena importância do crédito frente ao auto-financiamento (pequeno grau de endividamento das empresas), e que não é possível dizer claramente se o SF (Sistema Financeiro) transferiu recursos dos setores menos dinâmicos para os mais dinâmicos. O setor financeiro cresceu junto com a acumulação de capital, mas seu papel foi passivo, diferente de outras experiências de industrialização tardia onde lhes coube o comando do processo. Sua função foi basicamente atender ao aumento da demanda de moeda pelo motivo transação, inerente ao crescimento de atividades voltadas para o mercado interno.

Paralelamente ao sistema bancário foi se desenvolvendo, a partir do final dos anos 50, um incipiente sistema de crédito ao consumidor centrado nas financeiras, como decorrência do desenvolvimento do setor de bens de consumo duráveis no país. Tanto o desenvolvimento deste segmento como o dos bancos era limitado pela existência da lei da usura (1933), que limitava a taxa de juros nominal em 12%a.a., em um contexto de inflação elevada que desestimulava a poupança financeira e levava à uma profunda perda de eficiência nos recursos intermediados devido à utilização de mecanismos informais para escapar ao controle da lei. Desta forma, percebe-se que a atuação do sistema financeiro possibilitou, no máximo, impedir maiores problemas de liquidez para a circulação de mercadorias, sendo que mesmo este papel estava sendo ameaçado dado o aumento do valor unitário dos bens que vinham a ser comercializados com a consolidação da indústria.

As transferências de recursos deram-se, como diz Tavares (1975), por mecanismos ocultos de mudanças no preços relativos, inflação, política cambial, incentivos fiscais, etc.. A questão é que, apesar de mecanismos precários, a industrialização consolidou-se, quer por transferências da agricultura para a indústria, quer do trabalho para o capital, não importando aqui se o resultado poderia ter sido melhor em termos de eficiência, de estrutura de propriedade, etc.; o relevante é que o objetivo industrial consolidou-se e ocorreu a transformação econômica passando-se da economia agrário-exportadora para uma industrial, consolidando-se o investimento como variável dinâmica da economia.

A dificuldade que se colocava no início dos 60 era que o aumento das escalas necessárias dos investimentos que restavam (ampliação do setor de bens intermediários e implantação do setor de bens de capitais), só poderia materializar-se com um amplo crescimento nas dimensões do mercado para os produtos de maior valor unitário (bens de consumo duráveis) introduzidos no Plano de Metas ou por meio de um aumento significativo nos gastos autônomos, com destaque para o investimento público, além de requerer uma maior transferência de recursos intra-setorial. Todas as alternativas só seriam viáveis com a consolidação de um padrão de financiamento adequado que tanto aumentasse a capacidade extrativa do setor público, como criasse mecanismos adequados de transferência de renda dentro da sociedade, viabilizando o aumento do mercado consumidor, através por exemplo do crédito ao consumidor; assim como o aumento das escalas produtivas, possibilitando (via sistema financeiro) o processo de centralização/concentração

do capital e de “desimobilização” para os indivíduos dos investimentos realizados por meio da multiplicação das relações de débito e crédito.

Assim, no início dos 60<sup>4</sup> é o momento em que colocava-se a necessidade de substituição dos mecanismos informais de transferências de recursos por mecanismos formais, ou seja, o prosseguimento do desenvolvimento econômico passava a requerer um novo sistema tributário, uma nova institucionalidade financeira, novas relações internacionais, etc..

---

<sup>4</sup> Existem diversas explicações para a crise dos anos 60. Esta pode ser vista como decorrente das contradições internas do próprio modelo de desenvolvimento, sinalizado, por exemplo, pela falta de mercado consumidor e pela tendência ao desequilíbrio externo; pela inadequação do quadro institucional; ou ainda, como uma crise cíclica do capitalismo. A este respeito ver Soares, P.T.P.L. (1981). Para a finalidade do trabalho basta mencionar que os mecanismos de financiamento mostravam-se inadequados para o funcionamento da economia em seu novo estágio.

## **CAPÍTULO 2**

### **A MONTAGEM DE UM NOVO PADRÃO DE FINANCIAMENTO: AS REFORMAS DO PAEG.**

O golpe militar em 1964 trouxe consigo uma intensa atividade reformista que visava adequar o quadro institucional ao novo estágio de desenvolvimento da economia brasileira. O encaminhamento da questão econômica deu-se através do PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) elaborado por Roberto Campos e Octávio Bulhões, um programa de estabilização combinado com um amplo espectro de reformas institucionais. Apesar do combate à inflação ter sido eleito como objetivo principal, percebe-se no plano a consciência sobre a inviabilidade de combatê-la com o quadro institucional vigente. Os objetivos elencados no PAEG são bastante amplos, considerando a retomada do desenvolvimento, a geração de emprego, a redução da inflação, a correção de desequilíbrios regionais e setoriais, a melhora na distribuição de renda, a correção da tendência ao desequilíbrio no Balanço de Pagamentos, entre outros.

Segundo os formuladores do plano, os problemas econômicos decorriam da “existência, na época, de pelo menos cinco grandes falhas institucionais: a) a ficção da moeda estável na legislação econômica; b) a desordem tributária; c) a propensão ao déficit orçamentário; d) as lacunas no sistema financeiro; e) os focos de atritos criados pela legislação trabalhista.” (Simonsen e Campos; 1979: 119) Este conjunto de elementos levavam à ineficiência alocativa, desestimulavam a poupança limitando o investimento e induziam a processos inflacionários e desequilíbrios externos devido ao excesso de consumo e de gastos públicos, etc..

A ausência de correção monetária, em uma economia inflacionária, era tida como um dos principais problemas, não só pelas distorções provocadas no sistema de preços relativos, mas por não permitir racionalidade ao sistema tributário, às políticas cambial, salarial e tarifária, além de inviabilizar o desenvolvimento de um sistema financeiro.

No caso do sistema financeiro, como já se destacou, a situação tornava-se muito mais grave devido à existência da Lei da Usura de 1933 que fixava a taxa de juros nominal em 12% a.a.. Considerando que ao longo de toda a década de 50 a taxa de inflação situou-se sistematicamente acima deste nível, oscilando entre 12 e 40%, com forte aceleração no

início dos 60, chegando a superar os 90% em 1964, percebe-se que a rentabilidade real dos ativos financeiros era fortemente negativa, desestimulando a poupança financeira e limitando a atuação do sistema financeiro. Além do desestímulo às aplicações financeiras, tem-se o encurtamento dos prazos e a busca de medidas para escapar aos controles legais, como por exemplo, as exigências de reciprocidades pelo sistema bancário e a venda de letras de câmbio com forte deságio no lançamento. Estas medidas levavam a consequências negativas em termos de custo efetivo dos recursos, que além de incorporar um maior custo operacional (ineficiência), embutia um maior prêmio de risco associado à atividade de burlar a lei. A intermediação financeira era muito pequena e não havia instrumentos adequados para a canalização de recursos.

Além da lei da usura, parcela dos problemas decorria da inexistência de instituições adequadas para o controle monetário, regulamentação e fiscalização do sistema financeiro. Neste ambiente, o descontrole fiscal era um foco de pressão inflacionária e o descontrole monetário o seu veículo. Percebe-se que o diagnóstico apresentado sobre os problemas do sistema financeiro era muito semelhante ao da Teoria da Repressão Financeira, como tal, dever-se-ia garantir taxa real de juros positiva para estimular o aprofundamento financeiro, por meio da redução da inflação e melhores instrumentos de controle monetário.

No sistema tributário, levava-se a tributação de lucros inflacionários (ilusórios) e diminuía-se o valor real da arrecadação, tanto pela defasagem entre o fato gerador e o pagamento efetivo (efeito Oliveira-Tanzi) como por estimular os atrasos fiscais, uma vez que as multas decorrentes eram inferiores à deterioração do valor real do débito, pagava-se um prêmio ao mau pagador. Além dos efeitos da inflação, ainda havia outras ineficiências no sistema: impostos tipo cascata, estímulo à sonegação, extrema autonomia dos estados e municípios na determinação das matérias tributárias, estimulando a guerra-fiscal, existência de uma série de impostos sem finalidade, bem como impostos que incidiam sobre outros tipos de impostos<sup>1</sup>, autonomia do Legislativo em propor despesas sem criar concomitantemente fontes de financiamento. Estes problemas geravam uma baixa arrecadação e uma tendência inerente a déficits orçamentários.

---

<sup>1</sup> Note-se que várias das questões discutidas naquela época reaparecem atualmente no debate sobre a questão da reforma tributária.

E, um terceiro problema que se colocava era a questão do estrangulamento externo. Por um lado tinha-se os problemas do lado comercial: baixa diversificação das exportações e forte pressão importadora em momentos de expansão da indústria tanto para o seu funcionamento (bens intermediários) como para seu crescimento (investimentos). Por outro lado, a presença do capital estrangeiro nos setores dinâmicos trazia a necessidade da geração de divisas para que estes pudessem remeter seus lucros, isto é, fazer retornar o capital para a esfera internacional. Esta pressão por divisas se ampliava nos momentos de expansão econômica. Formava-se o quadro descrito por Furtado (1963) de tendência crônica ao desequilíbrio externo. E, de acordo com o diagnóstico oficial, o problema era agravado pela hostilidade ao capital estrangeiro que impedia o acesso à poupança externa.

A superação destes problemas era a base para a redinamização da circulação de mercadorias e para a retomada dos investimentos. Dever-se-ia constituir um sistema financeiro e estimular o aprofundamento financeiro, ampliar a capacidade extrativa do Estado e facilitar o acesso aos recursos externos. Ou seja, o PAEG teria como objetivo construir um padrão de financiamento para a economia brasileira.

Desta forma, “a política econômica do primeiro governo pós-1964 foi bem além do receituário mais simplista que prega apenas políticas monetária e fiscal rigorosas e *hands off*. A convicção da necessidade de reformas institucionais acompanhou o PAEG desde seu diagnóstico. Três áreas foram particularmente destacadas, refletindo, acertadamente, a percepção do governo a respeito dos pontos de estrangulamento institucionais da economia: primeiro, a desordem tributária; segundo, as deficiências de um mercado financeiro subdesenvolvido e a inexistência de um mercado de capitais; e por último, as ineficiências e as restrições ligadas ao comércio exterior” (Resende; 1990: 228).

O PAEG parte do reconhecimento da economia brasileira como uma economia inflacionária e da necessidade de se introduzir mecanismos que permitissem o convívio com a inflação, introduzindo regras de correção monetária que evitassem as distorções causadas pela inflação. Esta permeou todas as reformas, introduzindo regras de correção cambial, salarial, proteção de ativos financeiros e adequação do sistema tributário.

Quanto ao financiamento do Estado, as principais medidas foram a reforma tributária, a unificação do sistema previdenciário, uma profunda reforma administrativa

alterando a lógica de execução dos gastos pelo Estado e a fonte de recursos e a reconstituição da capacidade de endividamento do Estado.

No campo tributário, além da introdução da correção monetária, destacam-se: a substituição dos impostos tipo cascata por impostos sobre o valor adicionado (Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI e Imposto sobre Circulação de Mercadorias - ICM), introduzindo o crédito fiscal e facilitando a utilização dos incentivos fiscais como instrumento de política econômica; eliminação de alguns impostos, como o Imposto de Selo; criação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), como reserva monetária; introdução de uma série de incentivos fiscais: exportação, mercado de capitais, regiões (SUDENE, SUDAM), programas específicos (reflorestamento, pesca, alfabetização, etc.). Além disso, eliminou-se a autonomia dos estados e municípios na definição das respectivas regras tributárias, transferindo a atribuição para o governo central que a fazia através de lei complementar com o Senado fixando as respectivas alíquotas dos impostos e proibiu-se o aumento de gastos pelo Legislativo no momento de aprovação do Orçamento.

Duas características básicas destacam-se nesta reforma: a regressividade do sistema criado e a profunda centralização tanto da arrecadação como das decisões no governo federal. A regressividade faz-se sentir na alta participação dos impostos indiretos e na enorme gama de incentivos fiscais introduzidos principalmente no Imposto de Renda, que permitia profunda redução no pagamento de impostos das classes de alta renda: por exemplo, Decreto Lei 157, permitia que uma parcela do IR devido fosse convertido em participação em fundos de ações, abatimento da renda tributável dos recursos aplicados em títulos públicos e alguns outros valores mobiliários; abatimento do imposto para investimentos no Norte, Nordeste ou em setores específicos (reflorestamento, etc.). Enfim, criou-se um sistema tributário com vários mecanismos para os indivíduos de alta renda escaparem ao pagamento - a maior poupança que estes agentes possuíam passou a ser vista como se não fizesse parte da renda. Como a maior parte dos impostos incidia sobre o consumo, considerando-se que a participação do consumo na renda tende a diminuir conforme a renda aumenta (maior propensão a poupar das classes de renda alta), conclui-se que a participação dos impostos na renda tendeu a ser maior nos níveis de renda inferiores.

Quanto à centralização, percebe-se pela distribuição dos impostos que a maior parte é de competência federal. Para compensar a centralização foi criados os fundos de



participação que correspondiam à transferências de parcela da arrecadação do governo federal para estados e municípios.

O volume de arrecadação cresceu rapidamente pós-reforma, contribuindo para eliminar a tendência ao déficit público. Além do crescimento dos impostos, uma importante fonte de receitas para o governo passou a ser os fundos pára-fiscais (compulsórios) e outras receitas diversas - tipo loterias<sup>2</sup>. Quanto aos fundos, destacam-se, a centralização da contribuição previdenciária com a unificação dos institutos de previdência no Instituto Nacional de Previdência Social (INPS); e a criação do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Programa de Integração Social (PIS), dentro do programa de reforma das relações trabalhistas. O FGTS corresponde a uma contribuição mensal pelo empregador de 8% do salário do trabalhador que deveria ser capitalizada em uma conta individual rendendo correção monetária mais 3% a.a. sendo retirado em caso de demissão, aposentadoria e aquisição de casa própria, foi criado em substituição a lei de indenização e estabilidade do emprego. Os recursos do fundo deveriam ser transferidos para o recém-criado Banco Nacional da Habitação (BNH) para serem utilizados no financiamento imobiliário e obras de infra-estrutura urbana. O PIS foi criado para substituir a antiga lei de participação nos ganhos de produtividade e é constituído a partir de contribuições sobre o faturamento das empresas. Originariamente era administrado pela Caixa Econômica Federal e utilizado, principalmente, na concessão de crédito ao consumidor; posteriormente, a partir de 1974, passou a ser administrado pelo BNDES, direcionando-se para o financiamento de investimento industrial. Além destes, vários outros fundos foram criados para a agricultura, exportações, etc..

Uma outra característica importante do novo desenho institucional era a vinculação de receitas dos fundos a programas específicos e mesmo a vinculação de parcelas da arrecadação a determinados órgãos, à margem da administração direta. Este fenômeno permitia maior flexibilidade e menor transparência para a administração e direcionamento de gastos pelo executivo federal, pois tiravam-se os gastos do Orçamento que deveria ser “aprovado” pelo “Congresso”. Martins (1985) define este movimento como as forças centrípetas da arrecadação e centrífugas do gasto. Isto já está no campo da chamada reforma administrativa.

---

<sup>2</sup> A este respeito ver Martins, L. (1985).

E, uma terceira linha de atuação no sentido de diminuir as pressões de gastos do Estado, foi a chamada inflação corretiva, com a política do realismo tarifário das empresas estatais, que aumentava o potencial de geração de lucros das mesmas, diminuindo a dependência de fontes externas de financiamento. Com isso, eliminava-se outro foco de déficit.

Por fim, cabe destacar a criação das ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), um título público com correção monetária tinha por objetivo criar uma forma de financiamento não-inflacionário dos déficits públicos. Com este conjunto de medidas eliminavam-se as pressões exercidas pelo déficit público, significativamente reduzidas no período, permitindo inclusive o aparecimento de superávits.

Este conjunto de medidas ampliou sobremaneira a capacidade extrativa do governo, permitindo a este retomar os investimentos rumo à modernização econômica. Deve-se notar a característica do crescimento de gastos situar-se fora da esfera da administração direta por meio do direcionamento de recursos a fundos e programas geridos por órgãos da administração indireta. Como veremos, esta característica trouxe fortes impactos sobre a lógica da política social do governo.

No que diz respeito ao comércio exterior, destacam-se a eliminação de uma série de restrições existentes, passando-se a utilizar mais intensamente para o controle a política tarifária, a introdução de vários incentivos fiscais para a exportação e, principalmente, a mudança da política cambial a partir de 1968, introduzindo-se a regra das minidesvalorizações, em que o objetivo era seguir a regra da paridade do poder de compra, determinando-se a desvalorização periódica da taxa de câmbio com base no diferencial entre a inflação doméstica e internacional. Importantes modificações, quanto às relações internacionais, foram introduzidas no tratamento ao capital estrangeiro, destacando-se: a reestruturação da dívida externa, com o alongamento dos prazos, conseguido logo após o golpe; a assinatura do acordo de garantias para o capital estrangeiro; e a regulamentação de novas formas de acesso aos recursos externos - Lei 4.131, que permitia o acesso de empresas não-financeiras ao endividamento direto junto ao sistema financeiro internacional, e a Resolução 63, que permitia a captação externa de recursos pelos bancos comerciais e de investimento para o repasse interno. Estas medidas objetivavam a aproximação do sistema financeiro nacional com o internacional.

A Resolução 63 aumentava a flexibilidade das instituições financeiras permitindo captar recursos de prazos mais longos para o repasse interno (facilitando a administração de riscos) e a Lei 4131, permitia às empresas fazer a arbitragem, buscando no exterior fontes mais baratas de financiamento e com prazos mais adequados. Tanto para as empresas não-financeiras como para os bancos, era um mecanismo que possibilitava escapar às políticas restritivas internas. Estas duas modalidades, como veremos, foram a forma que assumiu o endividamento externo brasileiro na década de 70. Criava-se a possibilidade de dilatar no tempo o estrangulamento externo, principalmente, a contradição apontada por Oliveira (1989) sobre o retorno do excedente das multinacionais que operavam no mercado interno para a esfera de valorização internacional, por meio do acesso à liquidez internacional. O endividamento passou a ganhar primazia sobre outras formas de investimento estrangeiro, tanto pela maior facilidade de retorno como pela ausência de controles.

O terceiro ponto da reestruturação do padrão de financiamento era a reforma financeira. Suas tarefas seriam: (i) facilitar as transferências intersetoriais de recursos: colaborando na ampliação da capacidade extrativa do Estado (endividamento público) e viabilizando a ampliação do mercado do consumidor através do endividamento familiar; (ii) ampliar a capacidade de efetivação da poupança (mobilização) com o desenvolvimento de instrumentos financeiros adequados para viabilizar o alongamento dos prazos e permitir fundar os novos investimentos e a proliferação das relações de débito e crédito na economia; (iii) facilitar movimentos de capitais para diminuir problemas de liquidez.

As medidas tomadas tinham como objetivo: (i) garantir rentabilidade real positiva para os ativos; (ii) segmentação de mercado vinculando formas de captação e de aplicação e criação de subsistemas específicos para determinar o direcionamento dos recursos às atividades fins; (iii) possibilidade de maior controle monetário; (iv) maior aproximação com o sistema financeiro internacional.

Quanto ao primeiro objetivo, tem-se a introdução da correção monetária e a criação de ativos com taxas de juros nominal pós-fixada - correção monetária mais um retorno real garantido. Dentro destes destacam-se as cadernetas de poupança, as ORTN's, as letras imobiliárias, e outros títulos privados com prazos mais longos (1 ano). Além destes, os fundos de poupança compulsória, tipo FGTS, passaram a ter retorno real garantido. Com

isso, esperava-se estimular a canalização de poupança privada para o sistema financeiro através da figura do título de renda real fixa.

Quanto ao objetivo de controle monetário, destacam-se a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BACEN) através da Lei 4.595 (Lei Bancária) de 31/12/1964. Ao CMN caberia a função de órgão normativo, estipulando as metas da política monetária, cambial e financeira além de determinar a regulamentação do sistema financeiro nacional. Foi criado em substituição ao Conselho da SUMOC. A composição do CMN foi sendo alterada ao longo dos tempos, mas em geral participavam das reuniões os ministros da área econômica (Fazenda, Planejamento, Indústria e Comércio, em alguns momentos Agricultura, Interior, etc); presidente e alguns diretores do BACEN, representantes da sociedade com competência reconhecida em matérias econômicas, monetária e financeira (leia-se representantes dos bancos). Percebe-se que as decisões tomadas pelo CMN, pela sua própria estrutura já contemplavam a possibilidade de estarem permeadas por uma série de interesses políticos<sup>3</sup>. Pelo fato da política monetária estar vinculada às decisões do CMN, surgia uma primeira barreira à condução independente da política monetária como propugnavam os mentores da reforma.

O BACEN, criado a partir da incorporação do serviço de meio circulante do Tesouro Nacional e da Carteira de Câmbio e Redesconto do Banco do Brasil, assumia a função de executor da política monetária e cambial. Assim, possuía as seguintes funções: emissão de papel moeda, depositário das reservas compulsórias do sistema financeiro, a política de redesconto e empréstimo de assistência à liquidez para as instituições financeiras, as operações de *open-market*, administração das reservas internacionais do país, fiscalização do sistema financeiro e todos tipos de ações relacionadas ao controle da quantidade de moeda, a política cambial e a estabilidade financeira. Além destas funções, o BACEN assumiu a administração de uma série de fundos e programas, fazendo com que este adquirisse em alguns casos a função de um banco de desenvolvimento, e por meio da Lei Complementar nº 12 transformava-se no responsável pela administração da dívida pública com o que acabava se transformando em um agente de financiamento do TN.

---

<sup>3</sup> Não pretendo dizer que caso tivéssemos um ditador monetário, o BACEN como um quarto poder moderador, este estaria isento de pressões políticas, lobbies, etc, na definição da política monetária. Apenas saliento que a forma como se estruturou o CMN já coloca de modo direto este tipo de interferência, que assumiria forma indireta no outro caso - o que poderia ser muito pior pela não-transparência das ações.

O Banco do Brasil, seria o banqueiro do governo, realizando operações em nome do TN - arrecadação e pagamentos, adiantamento de recursos, etc. -, depositário das reservas voluntárias dos bancos, administrador de fundos e programas, principal agente do SNCR (Sistema Nacional de Crédito Rural), etc. Manteve-se como Autoridade Monetária, pois por meio da Conta-Movimento, instituída na época, podia recorrer automaticamente ao BACEN para cobrir seus desequilíbrios de caixa. Desta forma constituía-se a segunda barreira à independência da política monetária. Criava-se um vínculo automático de monetização dos déficits públicos, a partir da realização de pagamentos feitos pelo BB em nome do TN independente da captação (arrecadação) de recursos para cobri-los, com o posterior repasse de recursos do BACEN para o BB por meio da Conta-Movimento. Além disso, perdia-se o controle do crédito, uma vez que o BB podia expandir suas operações praticamente sem limites. Desta forma, se não houvesse uma coordenação entre BB e BACEN, quando o último fizesse uma política monetária restritiva com impactos de elevação das taxas de juros, o BB podia acabar com a política fazendo a acomodação creditícia necessária para atender à maior demanda de recursos. Note-se que por este instrumento garantia-se a adequação da oferta de *finance* às demandas da economia.

A Lei 4.595, ainda contemplava a regulamentação para a atuação do sistema bancário. Uma série de regulamentações buscavam criar um quadro para garantir a estabilidade do sistema bancário. Em todos os lugares do mundo utilizam-se critérios de reservas compulsórias para diminuir a alavancagem do sistema e aumentar a segurança, atribui-se ao BACEN a função fiscalizadora e o poder para tomar medidas saneadoras, desde a simples assistência à liquidez (função de prestador em última instância do BACEN), até mecanismos de intervenção e liquidação das instituições com problemas e outras medidas. A lei 4.595 contempla estes elementos tradicionais e, além disso, sob a inspiração na lei americana, instituiu uma série de limites à vinculação banco-indústria: restrições à concentração de empréstimos, proibição de empréstimos à empresas coligadas e à pessoas vinculadas direta ou indiretamente à administração da instituição financeira, aprovação da diretoria das instituições financeiras pelo BACEN para autorizar o funcionamento (visava garantir a qualidade e a capacidade técnica das pessoas ligadas ao sistema financeiro), etc.. O objetivo neste caso é a especialização no negócio bancário e a diluição dos riscos dos bancos. Não contemplava, porém, qualquer mecanismo de seguro-

depósito, uma legislação punitiva adequada para abusos financeiros, leis do tipo “quarentena” para diretores do BACEN para que uma vez deixado o cargo no órgão público não se pudesse vincular a instituições financeiras, etc.. Percebe-se que estava sendo criado um quadro institucional de proteção aos bancos, sem uma preocupação direta com o depositante, e sem mecanismos que desincentivassem práticas irregulares no sistema financeiro, nem tampouco limitassem a possibilidade de captura dos indivíduos que compunham o órgão fiscalizador e regulamentador pelos agentes fiscalizados<sup>4</sup>.

Quanto à segmentação do mercado a idéia básica era de que a partir da vinculação entre formas de captação e de aplicação, com instituições especializadas atuando em cada um dos segmentos, garantir-se-ia o desenvolvimento de todas as linhas de financiamento e atendendo a todos os setores econômicos de acordo com as especificidades requeridas. Ou seja, o objetivo de canalizar recursos no volume e nas condições adequadas para as atividades produtivas seria mais facilmente atingido por meio da especialização<sup>5</sup>. O desenho arquitetado era semelhante ao norte americano. Os bancos comerciais que trabalham com passivo de curto prazo, destacando-se os depósitos à vista, deveriam se encarregar do crédito de curto prazo - desconto de duplicatas, capital de giro, etc. - e faziam parte também do SNCR. Criaram-se os bancos de investimento que deveriam atuar com base na captação de depósitos à prazo, os quais poderiam ser emitidos com taxas de juros pós-fixadas para títulos com prazo superior a um ano ou com taxas pré-fixadas para prazos inferiores, e recursos externos; com o que pudessem conceder créditos de longo prazo. Além disso, pretendia-se que estas instituições dinamizassem o mercado de capitais atuando em operações de *underwriting*. Desta forma, imaginava-se que estes pudessem assumir o papel de comando no sistema financeiro, a exemplo do modelo americano, criando mecanismos privados de financiamento de longo prazo. As financeiras deveriam se encarregar do crédito

---

<sup>4</sup> Facilita-se práticas de corrupção para a busca de *inside-information*, para se encobrir práticas fraudulentas das instituições financeiras, para obter favores em termos de linha de crédito, acesso a reservas (o que tornou-se de fundamental importância quando o BACEN começou a comandar o processo de concentração bancária), etc.

<sup>5</sup> O objetivo, neste caso, está em desacordo com a Teoria da Repressão Financeira, segundo a qual, os recursos devem poder movimentar-se livremente de modo a que a taxa de juros possa refletir a escassez de capital na economia. Com sistemas estanques, pode-se empoçar a liquidez (recursos) em determinados segmentos, onde por exemplo, havendo excesso de oferta de recursos, mas que a taxa de juros não possa diminuir por critérios de inflexibilidade (exemplo -cadernetas de poupança), e os recursos não podem ser transferidos para setores onde haja falta. De acordo com esta teoria, não deve haver nenhuma obstrução aos vasos comunicantes entre os diversos sub-sistemas.

ao consumidor, que é um crédito de curto prazo, com base na venda das letras de câmbio - título pré-fixado. Mantinha-se o BNDE como agência especial de fomento, juntamente com outras instituições estatais - BASA (Banco da Amazônia), BNB (Banco do Nordeste Brasileiro), bancos estaduais de desenvolvimento, etc -, que operavam a partir de aporte de recursos do Tesouro, recursos de fundos e programas e captação externa, para conceder crédito de longo prazo a setores prioritários e para infra-estrutura, além de contar com programas especiais, por exemplo, o FINAME<sup>6</sup> para o financiamento da aquisição de máquinas e equipamentos produzidos no país, cujo objetivo era estimular o desenvolvimento do setor de bens de capital.

Prosseguindo a linha da especialização criaram-se outros subsistemas específicos. Destacam-se o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), por meio da Lei 4.380, e do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR).

Quanto ao SFH, a agência responsável pela sua administração era o BNH (Banco Nacional da Habitação) criado na mesma lei. O BNH funcionaria como “Banco dos Bancos” no subsistema, regulamentando a ação dos agentes financeiros que compunham o SFH, fiscalizando as instituições, definindo as modalidades de financiamento, os critérios de acesso, administrando fundos especiais que visavam garantir a estabilidade do sistema, etc. Este banco era o administrador do FGTS, que ao longo de muito tempo foi o principal *funding* para o financiamento imobiliário no país. Abaixo do BNH no subsistema existiam as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI) e as Associações de Poupança e Empréstimo (APE), que também foram autorizadas a funcionar na mesma lei, e as caixas econômicas. A fonte de captação destas instituições eram as cadernetas de poupança, criadas na reforma, que era uma aplicação que rendia correção monetária mais 0,5% ao mês, que possuíam liquidez imediata, mas cuja correção e juros eram creditados trimestralmente. As SCI ainda podiam captar recursos através da venda de letras imobiliárias. Além disso, atuavam como repassadoras dos recursos do FGTS, atuando como agentes financeiros do BNH. Deve-se destacar que as caixas econômicas, uma federal e outras estaduais, não restringiam sua atuação ao SFH, mas foram a ele incorporadas devido à tradição no financiamento habitacional. A CEF (Caixa Econômica Federal), por exemplo, era a administradora dos recursos do PIS, direcionando-o para o crédito ao consumidor. Posteriormente à criação do

---

<sup>6</sup> Constitui-se uma agência especial dentro do sistema BNDES.

SFH, juntaram-se novos subsistemas ao âmbito do BNH, destacando-se o SFS (Sistema Financeiro do Saneamento) e outras áreas ligadas ao desenvolvimento urbano.

O outro subsistema criado foi o SNCR, composto pelo Banco do Brasil, bancos comerciais privados e estaduais. A fonte de recursos deste sistema eram os depósitos à vista captados pelas instituições que deveriam direcionar uma parcela destes para o financiamento agrícola. No caso dos bancos comerciais, estes tinham a opção de repassar os recursos ao BB ao invés de repassá-los para a agricultura. Desta forma, o BB transformou-se no banco da agricultura. E, a principal fonte de recursos para o subsistema acabou se tornando a Conta-Movimento.

Completando a estruturação do SFN, a lei 4.728 de Reforma do Mercado de capitais que disciplinava o mercado de títulos privados, também regulamentou o mercado de distribuição de títulos, restringindo-os à Bolsa de Valores. Nesta lei, estipularam-se as regras de funcionamento dos mercados e os critérios de controle e normas de funcionamento dos membros da Bolsa: corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

As reformas de 1964 tinham entre seus principais objetivos eliminar os entraves colocados à acumulação pela baixa dimensão do mercado consumidor, pela precariedade dos instrumentos de transferência de recursos ao Estado e mobilização de poupança de longo prazo e pelos problemas de liquidez internacional. A necessidade da transferência intersetorial de fundos ganhava extrema relevância pelas características assumidas pelo desenvolvimento brasileiro e pelo estágio em que este se encontrava. Ou o consumo ou o gasto público deveria aumentar para gerar a demanda derivada necessária para avançar a industrialização nos setores faltantes - bens de capital e prosseguimento aos bens intermediários - cujas escalas de capital e prazos de maturação eram significativamente maiores do que a dos setores até então introduzidos no país; .

A ampliação do mercado consumidor poderia ser conseguida de duas maneiras: (i) uma ampla redistribuição de renda a favor das classes excluídas ao longo do processo de industrialização ampliando seu poder de consumo; (ii) uma reconcentração de renda deteriorando a situação relativa das classes de baixa renda, em favor da incorporação de novas camadas ao consumo de elite. Note-se que a escolha da maneira de ampliação do mercado consumidor depende de quais os setores se pretende privilegiar. A maior homogeneização do perfil de distribuição de renda não teria de imediato um impacto sobre o



setor de bens duráveis e implicaria um redirecionamento para a melhora da capacidade produtiva dos bens de salário que em termos dinâmicos poderia levar no futuro a um amplo mercado consumidor de massas, só então, favorecendo os setores até então protegidos. Uma estratégia como esta traria no curto prazo impactos negativos sobre a acumulação pois envolveria uma transferência de lucros para salários<sup>7</sup>.

A segunda alternativa significava a opção pelo aprofundamento do modelo centrado nos bens de consumo duráveis, ampliando-se o processo de exclusão social, mas aumentando a capacidade de mobilização de poupança - lucros. Para tanto, viabilizar-se-ia a transferência de recursos inter-setorias e o desenvolvimento de mecanismos de endividamento (proliferação das relações de débito e crédito), permitindo, via endividamento, a incorporação de novas camadas ao consumo de bens duráveis e o crescimento de gastos autônomos que estimulassem os novos setores, num ambiente com maior facilidade de se fundar os investimentos.

Pelo sentido das reformas adotadas em 1964, nota-se claramente que a opção foi pelo prosseguimento do modelo anteriormente estabelecido: ampliando o mercado consumidor, aumentando capacidade de investimento do setor público e resolvendo os problemas de liquidez internacional. Para tal, colocavam-se como objetivos: dotar o país de um sistema financeiro moderno que estimulasse e captasse um maior volume de poupança, transferindo-a para os setores necessitados de recursos, criação de linhas adequadas de financiamento para as diversas atividades econômicas - investimento, consumo, habitação, financiamento público, capital de giro, etc.; aproximar-se do sistema financeiro internacional; racionalizar o sistema tributário e ampliar capacidade extrativa do Estado.

O PAEG significou a adequação institucional para a retomada do crescimento e o prosseguimento do processo de concentração do capital na economia brasileira, de acordo com os moldes vigentes. Algumas características marcantes do padrão de financiamento da economia brasileira foram: forte presença do Estado (estatização da poupança), ausência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo, ou curto-prazismo na lógica de funcionamento do sistema financeiro: não desenvolvimento do mercado de capitais e não concessão de créditos de longo prazo por parte dos bancos; presença de diferentes unidades de conta no sistema financeiro que provocou um dualismo em termos de funcionamento e

---

<sup>7</sup> A este respeito ver DIAS, G.L.S. e AGUIRRE, B.M.B. (1993).

uma instabilidade potencial: contratos pós-fixados e pré-fixados; dinâmica fortemente especulativa e extremamente centrada nos títulos públicos; entre outras. A maior parte dos problemas acima decorrem do próprio modelo de desenvolvimento da economia brasileira sancionado pelo conjunto de reformas realizadas no início do regime militar.

Em primeiro lugar, conforme destacado por Cruz (1994), o desenvolvimento de mecanismos privados de financiamento de longo prazo não era uma demanda do setor produtivo já instalado no país. O capital privado nacional sempre recorreu ao auto-financiamento, o que este demandava era a manutenção do protecionismo, a relação salarial vigente e os incentivos fiscais - as reformas mantiveram a capacidade de geração de excedente minimizando os vazamentos de lucros. O capital estrangeiro recorria aos recursos externos para financiar o investimento e demandava facilidades para o retorno do capital: o PAEG facilitou este acesso com o Acordo de Garantias e com a introdução de mecanismos de acesso ao Sistema Financeiro Internacional. Assim, a demanda do setor privado, tanto nacional como estrangeiro, era a dinamização do consumo de duráveis para garantir a realização das mercadorias e a obtenção dos lucros - o capital privado nacional viria a reboque do capital estrangeiro. O PAEG viabilizou ao sistema financeiro privado desenvolver esta função através de captação de parcela do excedente com papéis de curto prazo, sem um imbricamento direto com a acumulação.

Outra parcela do setor privado nacional se encontrava em segmentos específicos como o setor bancário e a construção civil. O interesse do primeiro está em ampliar a massa de relações de débito e crédito na economia de modo a ampliar os ganhos na intermediação. Não interessa, neste sentido, se os ganhos se dão com repasses de recursos públicos, captação no setor privado ou no exterior para o repasse ao Estado, ao consumo, ou qualquer outro destino. O que importa é a ampliação da massa de poupança financeira. Assim, o estímulo às aplicações financeiras, a facilidade de acesso ao sistema financeiro internacional, a forma como o Estado passou a financiar grande parte de seus gastos e o protecionismo frente aos bancos internacionais iam ao encontro aos interesses da valorização do capital bancário. Para o capital na construção civil, sua valorização depende basicamente do investimento público - habitação, infra-estrutura, etc - que é o principal demandante do setor. Assim, seu principal interesse era a recomposição da capacidade de financiamento do setor público e a retomada do investimento.

Desta forma, é totalmente racional, conforme observado por Oliveira (1989), que a estruturação do financiamento interno e externo da economia, pusesse em destaque o papel do Estado: “Ao invés de uma acumulação financeira privada (no sentido teorizado por Hilferding), o Tesouro Nacional funciona como o capital financeiro geral, como pressuposto do lucro privado. Essa inovação não pode sequer ser menosprezada, se se quer entender profundamente o caráter real da economia brasileira de hoje, as imbricações Estado-empresas numa etapa monopolista.”(Oliveira; 1989: 94).

Esta possibilidade decorria da maior capacidade do Estado em captar parcela do excedente. A reforma tributária aumentou a arrecadação de impostos; a maior autonomia financeira das estatais, com o realismo tarifário, tornou-as menos dependentes de recursos externos, inclusive dos repasses do Tesouro; e, a introdução dos títulos públicos permitiu ao Tesouro concorrer pelos recursos no mercado de capitais. Parcela do excedente captado pelo Estado voltava ao setor privado por meio de incentivos fiscais e subsídios (recursos a custo zero) e uma outra parte voltava intermediada pelo sistema financeiro público, permitindo a caracterização do Estado como capital financeiro geral. Com esta estruturação prescindia-se de um sistema financeiro privado voltado para o longo prazo e sua operação poderia restringir-se à captação de recursos para o setor público repassar ou a ser um mero agente financeiro, atuando com base em ordens do governo. Assim, tanto a valorização produtiva como financeira passavam a centrar-se na esfera pública.

A concentração de poderes na esfera pública (federal) e a introdução da lógica financeira de atuação, com esvaziamento das funções fiscais (Administração direta ficando restrita às funções típicas de governo) e crescimento dos órgãos da administração indireta (dotados com recursos de poupança compulsória ou impostos vinculados), alteraram as formas de relacionamento entre o setor privado e o setor público e entre as diferentes esferas do governo. O entendimento deste novo arcabouço é de fundamental importância para a compreensão da dinâmica da economia no período que segue e, em especial, para o entendimento da crise dos anos 80: o imbricamento entre crise fiscal e crise financeira, as dificuldades de se delimitar as novas funções das distintas esferas de governo e da resolução da chamada questão federativa, a disfuncionalidade do sistema financeiro privado, etc.

Esta longa citação de Rezende e Azeredo (1986) nos permite entender a nova lógica de atuação introduzida no setor público:

“A recuperação da dívida pública e a criação de novos mecanismos de formação compulsória de poupança - o FGTS e o PIS/PASEP, principalmente - multiplicaram a capacidade de o Estado de financiar a acumulação de capital. (...) Do ponto de vista administrativo, as transformações na organização governamental brasileira permitiram concentrar o poder de decisão e a gerência dos grandes projetos de investimento nas mãos do governo federal, esvaziando o poder de intervenção dos governos estaduais e municipais. (...) Uma parcela crescente de recursos fiscais foi vinculada, legalmente ou não, a investimentos na infraestrutura de transportes, comunicações e energia, pela transferência de receita orçamentária às autarquias e empresas estatais do setor. Ao mesmo tempo, a circulação da dívida pública no interior da administração criava novas possibilidades de reforço da capacidade financeira dessas instituições. (...) Do lado dos serviços urbanos e sociais processavam-se mudanças distintas. Ganhou corpo a tese do autofinanciamento, impulsionada pela expansão e/ou criação de empresas públicas encarregadas da execução dos programas traçados para os setores de saneamento básico, limpeza pública, transportes urbanos e iluminação. A redução no aporte de recursos fiscais, acompanhada da criação de fundos federais de financiamento, trouxe consequências importantes para o setor: uma delas foi a iniquidade do processo de expansão determinada por critérios de viabilidade econômico-financeira na avaliação dos projetos de investimento; uma outra caracterizou-se pela federalização de políticas tradicionalmente da responsabilidade de estados e municípios - um grau a mais no termômetro da centralização. (...) A fragmentação institucional e as correspondentes mudanças nos padrões de financiamento do setor público estabeleceram uma especialização de funções nos distintos segmentos da organização governamental. As responsabilidades da administração direta reduziram-se às funções tradicionais do Estado, transferindo-se à administração indireta as funções de intervenção no domínio social e econômico. Fundações apoiadas em recursos oriundos das ‘contribuições sociais’ foram encarregadas das políticas sociais, no sentido estrito da palavra. Empresas estatais, organizadas setorialmente sob a forma de grandes sistemas de âmbito nacional, assumiram a liderança das ações relacionadas à infra-estrutura física e à prestação de serviços públicos de interesse coletivo.” (Rezende e Azeredo; 1986: 3-5)

Estas considerações devem permear análises que busquem entender a eficácia das políticas sociais do governo, a questão do endividamento dos estados e municípios, a origem de dificuldades fiscais do governo; enfim, esta nova forma de financiamento e organização do setor público permeia nosso desenvolvimento recente e traz particularidades para o entendimento de nossa crise econômica. Para a finalidade deste trabalho, interessa este posicionamento pois, como salientou-se, o Estado tornou-se o capital financeiro geral da economia. O padrão de financiamento que se estruturou pós-64 está centrado nos fundos

compulsórios que transitam pela administração indireta, reforçados pelos mecanismos de endividamento do setor público que está imbricado ao processo de endividamento externo da economia. É neste âmbito que deve-se buscar entender como aconteceu o financiamento da acumulação de capital da economia, como isto se entrelaça à atuação do sistema financeiro privado, e como emergiu a crise financeira no país.

### **CAPÍTULO 3**

## **A DINÂMICA DO SISTEMA FINANCEIRO PÓS-64: DA EXPANSÃO À CRISE.**

### **INTRODUÇÃO**

O objetivo deste capítulo é analisar o funcionamento do padrão de financiamento da economia introduzido com as reformas do PAEG, ao longo do ciclo expansivo da década de 70, e sua degeneração na crise econômica a partir dos 80. Dividimos o capítulo em quatro partes. A primeira mostra brevemente o desempenho da economia neste período. Na segunda analisa-se o desempenho do sistema financeiro de forma geral, com ênfase para o sistema financeiro privado. Nesta parte enfatiza-se o processo de aprofundamento financeiro e crescimento do sistema financeiro no Brasil, o potencial instabilizador decorrente da existência de diferentes unidades de conta no sistema e a lógica curto-prazista da operação do sistema financeiro com a emergência da chamada “ciranda financeira”. O aprofundamento financeiro e a constituição da ciranda financeira decorrem de dois processos paralelos: o endividamento externo e sua contrapartida interna na forma de endividamento público. O pano de fundo em que este mecanismo toma lugar é: profundas transformações no mercado financeiro internacional com elevada liquidez; o objetivo interno de introduzir um sistema financeiro moderno no país, e ainda, a meta de modernização da estrutura econômica na qual o Estado teria um importante papel a desempenhar destacando-se a sua atuação como capital financeiro geral. A inter-relação destes fatores definiu uma maneira específica de aprofundamento financeiro e uma série de problemas inerentes à lógica operacional do sistema. A terceira parte tem por objeto o estudo de dois subsistemas financeiros públicos que operavam com base em recursos de poupança compulsória: a órbita do BNH que operava com recursos do FGTS atuando no financiamento habitacional e de desenvolvimento urbano; e o BNDES que passou a administrar os recursos do PIS a partir de 1974 e centra-se no financiamento de projetos industriais prioritários.

### 3.1. - UMA BREVE DESCRIÇÃO DO DESEMPENHO ECONÔMICO NO PERÍODO RECENTE.

A partir das reformas do PAEG, podemos perceber que a economia passou por todas as fases possíveis de um ciclo econômico. A partir de 1968 percebe-se uma vigorosa retomada do crescimento econômico, atingindo seu auge no início dos anos 70. Este primeiro período, 1968/73, ficou conhecido como “Milagre Econômico Brasileiro”: as taxas de crescimento foram elevadas, destacando-se o crescimento industrial, a inflação ficou relativamente sob controle e, além disso, tivemos folga cambial, tanto pelo melhor desempenho do setor exportador, com elevação no *quantum* e melhora nos termos de troca, como por ter se verificado o início do processo de endividamento externo, que permitiu um forte acúmulo de reservas neste período. Dois fatores foram de crucial importância para o desempenho da economia nesta fase: as reformas do PAEG que permitiram ampliar o investimento do setor público e dinamizar o mercado de bens de consumo duráveis, tanto é assim que este foi o setor líder do crescimento nesta fase; e o grande dinamismo da economia mundial puxada pela economia norte-americana, o que permitiu que o crescimento pudesse se dar sem se sentir os pontos de estrangulamento que estavam se formando. A recuperação do crescimento foi relativamente fácil neste período devido ao excesso de capacidade ociosa que se formou durante o ajustamento do PAEG.

Em 1974 ocorreu uma reversão na tendência ao crescimento que pode ser explicado tanto por fatores externos (choque do petróleo) como pela reversão interna devido às características do modelo de crescimento centrado nos bens de consumo duráveis. O governo buscou manter o crescimento econômico e avançar a industrialização em direção à autonomia nacional, no período que se estendeu de 1974/79, através de um conjunto de investimentos em setores intermediários e estímulos ao setor de bens de capital em um programa denominado II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que se colocava como o último estágio do PSI e permitiria a consolidação de uma economia moderna e integrada. O crescimento nesta fase foi mais difícil do que no período anterior tanto pelo ônus que significou o choque do petróleo, como pela eliminação da capacidade ociosa ao longo do Milagre. Assim, a manutenção do crescimento se fez acompanhar de maiores taxas de investimento. Para viabilizá-lo, recorreu-se intensamente ao endividamento externo como forma de fechar as contas externas e evitar que estrangulamentos externos limitassem o

plano. A acomodação ao choque do petróleo neste período fez com que se observasse um salto no patamar inflacionário e a forma como foi financiado o plano trouxe duas consequências negativas para a década de 80: o aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira e a deterioração fiscal-financeira do setor público.

A partir dos anos 80 entramos na chamada “década perdida”. Observa-se uma profunda retração nas taxas de crescimento econômico com queda significativa nas taxas de investimento, com exceção a alguns anos esparsos, uma grande aceleração inflacionária, com destaque para os anos finais da década e para os primeiros anos da década de 90. O ponto de ruptura deu-se com o segundo choque do petróleo e, principalmente, com o choque nas taxas de juros internacionais e a crise da dívida externa que levaram a uma política de ajustamento externo que completou o trabalho de encilhamento do setor público. A crise revelou o “esgotamento de um modelo de desenvolvimento”: incapacidade do Estado em continuar operando como capital financeiro geral garantindo a acumulação produtiva e financeira devido a sua profunda crise fiscal-financeira; isto, combinado com a crise da dívida externa, acabou com o padrão de financiamento existente. A perda de capacidade de intervenção do Estado acoplada à redemocratização, abrindo o questionamento ao modelo excludente até então seguido, em um contexto de amplas modificações internacionais com o ressurgimento de uma hegemonia liberal a favor da abertura, globalização, privatização, etc., levaram a uma indefinição de rumos a serem seguidos pela economia. Este período se estende até os dias de hoje.



TABELA II.3.1  
 PRODUTO, INFLAÇÃO, FBCF/PIB: 1968/94

ANO	PIB	INDÚSTR.	AGRICULT	SERVIÇOS	IGP-DI <sup>(1)</sup>	FBCF/PIB <sup>(2)</sup>
1968	11.2	13.3	4.5	8.9	24.8	18.7
1969	10.0	12.1	3.8	11.6	18.7	19.1
1970	8.8	10.4	1.0	10.5	18.5	20.6
1971	11.3	11.8	10.2	11.2	21.4	21.3
1972	11.9	14.2	4.0	11.4	15.9	22.2
1973	14.0	17.0	0.1	15.6	15.5	23.6
1974	8.2	8.5	1.3	10.6	34.5	24.7
1975	5.6	6.2	3.4	11.8	29.4	25.7
1976	9.0	10.7	4.2	7.5	46.3	25.1
1977	4.7	3.9	9.6	4.1	38.6	23.6
1978	5.0	6.4	-2.7	6.2	40.5	23.6
1979	6.8	6.8	4.7	7.8	77.2	22.9
1980	9.2	9.2	9.5	9.0	110.2	22.8
1981	-4.3	-8.8	8.0	-2.5	95.2	20.9
1982	0.8	0.1	-0.2	2.1	99.7	19.4
1983	-2.9	-5.9	-0.4	-0.5	211.0	16.7
1984	5.4	6.4	2.6	5.4	223.8	16.2
1985	7.9	8.3	9.6	6.9	235.1	16.3
1986	7.5	11.7	-8.0	8.1	65.0	18.6
1987	3.5	1.0	15.0	3.1	415.8	17.8
1988	-0.1	-2.6	0.8	2.3	1037.6	17.0
1989	3.2	2.9	2.8	3.5	1782.9	16.6
1990	-4.4	-8.2	-3.7	-0.4	1476.6	15.8
1991	0.3	-1.8	2.8	1.6	480.2	15.1
1992	-0.8	-3.8	5.4	0.0	1157.9	14.5
1993	4.2	6.9	-1.0	3.5	2708.6	14.0
1994	5.7	6.9	8.1	4.0	909.7	15.0

FONTE: IBGE, (1) Conjuntura Econômica - FGV. (2) a preços de 1980.

A relação entre a crise financeira do Estado e a crise econômica pode ser vista pelo comportamento diferenciado assumido pela retração do investimento neste período, em que destaca-se a retração nos investimentos públicos, conforme pode ser visto pela tabela abaixo, principalmente o das empresas estatais.

**TABELA II.3.2**  
**FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO 1970/92**  
 Em % do PIB - preços correntes<sup>1</sup>

ANO	TOTAL	GOVERNO	ESTATAIS	PRIVADO	OUTROS
1970	18.83	4.42	2.84	11.36	0.21
1971	19.91	4.28	2.24	13.18	0.21
1972	20.33	3.88	3.65	12.58	0.22
1973	20.37	3.71	2.19	14.24	0.23
1974	21.84	3.86	4.11	13.59	0.28
1975	23.33	3.95	4.66	14.41	0.31
1976	22.41	4.03	6.56	11.43	0.39
1977	21.32	3.29	6.20	11.40	0.43
1978	22.26	3.15	8.02	10.31	0.78
1979	23.35	2.47	8.90	11.27	0.71
1980	22.78	2.35	4.30	15.25	0.88
1981	23.05	2.61	4.60	15.07	0.77
1982	21.81	2.39	4.60	14.26	0.56
1983	18.64	1.88	3.80	12.38	0.58
1984	17.66	1.99	2.80	12.62	0.25
1985	16.90	2.31	2.50	11.71	0.38
1986	19.03	3.07	2.20	13.12	0.64
1987	22.23	3.20	2.74	15.71	0.58
1988	22.72	3.16	2.57	16.40	0.59
1989	24.76	2.92	2.21	18.99	0.64
1990	21.56	3.47	1.60	15.81	0.68
1991	19.01	3.21	2.20	12.89	0.71
1992	19.08	3.47	2.20	12.68	0.73

FONTE: Bonelli, R. e Pinheiro, A.C. (1994: 21)

A queda do investimento público reflete a profunda deterioração das finanças públicas que pode ser percebido pela profunda retração no seu nível de poupança: de significativos superávits na década de 70 ficou negativa nos anos 80. No caso das estatais, o caso é mais grave devido a profunda crise financeira destas, em decorrência do fato de terem sido amplamente utilizadas como forma de captar recursos externos ao longo do II PND, como a um amplo processo de contenção tarifária imposto pelo governo ao longo destes anos, como forma de conter as pressões inflacionárias. Além disso, a crise dos fundos de poupança compulsória cujos recursos eram responsáveis por grande parte dos investimentos das empresas concessionárias de serviços públicos completa a explicação. O problema grave revelado por estes dados é que as empresas estatais são as grandes responsáveis pela geração de infra-estrutura e serviços públicos; a queda do investimento destas sinaliza uma

<sup>1</sup> A diferença entre as taxas de investimento a preços constante e a preços corrente decorre do comportamento diferenciado do custos do investimento (bens de capital, construção, etc) frente aos demais bens da economia. Na década de 80, por exemplo, verifica-se uma maior retração na participação da FBCF a preços constantes pois o preço do investimento cresceu a frente do deflator implícito.

deterioração destes serviços o que dificulta uma posterior retomada do crescimento, além de agravar ainda mais as condições de vida da população.

TABELA II.3.3  
CONTAS PÚBLICAS 1965/1986 (% PIB)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Carga Tributária Bruta	22.2	26.7	24.4	28.3	30.3	27.1	25.9	25.8	26.2	23.9	25.6
Transf. Assist.. e Previd.	5.9	6.4	7.5	8.4	9.3	8.2	7.0	7.3	7.0	6.3	7.0
Subsídios	1.6	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	1.2	2.7	2.8
Juros da Dív. Púb. Int.*						1.3	1.2	1.5	1.2	1.1	1.2
Carga Tributária Líquida	14.6	19.1	15.9	19.0	20.2	16.8	16.9	16.2	16.8	14.2	14.5
Cons. da Admin. Públ	12.4	12.9	13.3	12.9	12.8	11.3	11.0	10.7	10.4	9.7	10.6
Poup. do Gov. C. Corr.	2.2	6.2	2.7	6.0	7.6	5.5	5.8	5.4	6.3	4.5	3.9

FONTE: IBGE (\*) até 1970 está incluído no item transferências

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Carga Tributária Bruta	25.0	24.0	24.1	23.7	23.3	23.5	24.9	23.2	20.8	21.1	22.7
Transf. Assist.. e Previd.	7.2	7.2	8.1	7.7	7.6	8.2	8.9	8.2	7.7	7.1	7.6
Subsídios	1.6	1.5	1.9	1.9	3.6	2.7	2.6	2.6	1.6	1.5	1.4
Juros da Dív. Púb. Int.*	1.4	1.9	2.1	2.1	1.9	2.3	3.4	4.2	6.2	10.8	10.2
Carga Tributária Líquida	14.8	13.4	12.0	12.1	10.1	10.4	10.0	8.2	5.4	3.4	1.7
Cons. da Admin. Públ	10.5	9.4	9.7	9.7	9.0	9.3	10.4	9.51	8.2	9.6	10.2
Poup. do Gov. C. Corr.	4.3	3.9	2.4	2.3	1.1	1.1	-0.4	-1.4	-2.8	-7.9	-6.8

FONTE: IBGE

A questão que nos interessa é a relação entre as condições de financiamento da economia e este processo. Em termos mais específicos, como atuou o sistema financeiro, o que determinou seu crescimento, modernização e diversificação no período. Além disso, buscaremos analisar a atuação dos fundos de poupança compulsória.

### 3.2. - O DESEMPENHO DO SISTEMA FINANCEIRO

Por qualquer indicador que se analise, percebe-se um grande desenvolvimento do sistema financeiro pós-reforma de 1964. As relações de débito e crédito multiplicaram-se na economia no período recente, com o que verificou-se um grande aprofundamento financeiro (aumento na relação haveres financeiros/PIB), os bancos prosperaram, os serviços oferecidos foram tornando-se cada vez mais complexos, enfim, como disse Tobin (1984) ao se referir aos mercados financeiros americanos, percebe-se visualmente o desenvolvimento que teve o sistema financeiro no Brasil: sedes suntuosas, páginas diárias nos jornais de acompanhamento dos negócios financeiros, propagandas, um dos principais setores empregadores, etc. Este crescimento do setor financeiro pode ser observado pela sua participação no produto. A tabela abaixo mostra como esta se ampliou após as reformas de 1964.

De acordo com a tabela percebe-se que o sistema financeiro teve um desempenho melhor do que os demais setores econômicos ao longo do período expansivo dos anos 70, elevando sua participação no PIB de algo em torno a 3% em meados de 60 para 8% no final dos 70. Este crescimento poderia ser explicado pela maior complexidade da economia, pelo maior valor unitário dos bens comercializados, pela maior escala dos investimentos, requerendo com isso uma maior intermediação financeira; ou ainda, poder-se-ia ser tentado a fazer uma leitura inversa onde a eficiência do sistema financeiro em ampliar suas captações após a reforma possibilitou o bom desempenho econômico dos anos 70 ao canalizar os recursos necessários para a atividade produtiva e neste processo foi ampliando sua participação. Na sequência do trabalho analisar-se-á o funcionamento do sistema financeiro no período de modo a justificar tal crescimento. Mas, o que chama a atenção nos dados abaixo, é que ao longo da década de 1980, enquanto a economia agonizava, o sistema financeiro apresentava seu melhor desempenho, chegando a atingir uma participação de aproximadamente 20% do PIB no final da década. Neste momento, nenhuma das hipóteses acima explicam satisfatoriamente o crescimento do sistema financeiro: este não induziu um bom desempenho da economia nem tampouco o comportamento da economia explica o desempenho do sistema financeiro. Este crescimento aparece totalmente desancorado do processo produtivo, nutrindo-se da crise econômica pela qual passava o país. Este desempenho recente nos leva a olhar ceticamente para o passado, para reavaliarmos a atuação do sistema financeiro e de seu crescimento.

### **3.2.1 - O APROFUNDAMENTO E A DIVERSIFICAÇÃO FINANCEIRA.**

Conforme vimos anteriormente, Mckinnon define o grau de aprofundamento financeiro como a relação Meios de Pagamento/PIB, utilizando-se para analisar o desenvolvimento financeiro o agregado M2. Tomando-se um conceito mais amplo, o M4 que engloba o conjunto dos haveres financeiros, percebe-se que no Brasil esta relação cresceu significativamente pós-64, passando de 23,9% naquele ano para 42,6% em 1973, oscilando em torno deste último patamar até os dias de hoje. As mudanças mais abruptas decorrem de políticas econômicas adotadas ou de bruscas alterações nas taxas de inflação. Como exemplo pode-se citar a política de pré-fixação da correção monetária e cambial adotada pelo então ministro Delfim Netto, em 1980, que levou a uma fuga dos ativos financeiros para a especulação com ativos reais. Em 1986 com a queda da inflação durante o

Plano Cruzado e com a prática de taxas de juros significativamente baixas, assistiu-se a um intensa movimentação nos ativos financeiros. Em 1989, o quadro hiperinflacionário levou a profundas distorções nas estatísticas e em 1990 tem-se o confisco dos ativos financeiros no Plano Collor.

TABELA II.3.4  
PARTICIPAÇÃO DOS SETORES NO PIB

ANO	PIB-CF	INDÚSTRIA	AGROPEC.	SERVIÇOS	INST.FINAN
1964	100	32.52	16.28	51.21	2.98
1965	100	31.96	15.86	52.18	3.43
1966	100	32.76	14.15	53.09	3.73
1967	100	32.03	13.71	54.25	3.84
1968	100	34.77	11.79	53.45	4.08
1969	100	35.24	11.39	53.36	4.42
1970	100	35.84	11.55	52.61	6.02
1971	100	36.22	12.17	51.61	6.08
1972	100	36.99	12.25	50.75	5.95
1973	100	39.59	11.92	48.49	5.41
1974	100	40.49	11.44	48.07	5.80
1975	100	40.37	10.75	48.88	6.55
1976	100	39.91	10.86	49.24	7.31
1977	100	38.64	12.61	48.75	7.51
1978	100	39.49	10.26	50.25	8.58
1979	100	40.05	9.91	50.04	8.40
1980	100	40.58	10.20	49.22	7.91
1981	100	39.09	9.47	51.44	10.02
1982	100	40.33	7.73	51.94	9.80
1983	100	37.82	9.02	53.16	11.35
1984	100	39.44	9.29	51.27	10.48
1985	100	38.73	9.00	52.27	11.02
1986	100	39.87	9.24	50.89	7.60
1987	100	38.51	7.73	53.76	13.14
1988	100	37.92	7.60	54.48	12.67
1989	100	34.49	6.91	58.60	19.51
1990	100	34.31	9.12	56.67	11.13
1991	100	33.62	9.18	52.20	10.06
1992	100	32.64	9.75	56.61	9.69
1993	100	33.68	9.13	56.89	9.02

FONTE: IBGE

Este crescimento significativo na relação haveres financeiros/PIB sinaliza uma certa “financeirização” da atividade econômica com a produção e circulação de mercadorias sendo cada vez mais acompanhadas por transações com ativos: endividamento das famílias, empresas e governo. Destaca-se neste processo, o aumento de participação dos não monetários, que em 1971 já haviam superado os ativos monetários. Esta tendência acentuou-se na década de 80 com a aceleração inflacionária, que levou a um virtual

desaparecimento da moeda (M1) na economia no final da década e nos anos 90. Apenas em alguns momentos isolados de estabilização verificou-se aumento na participação destes.

TABELA II. 3.5  
RELAÇÃO HAVERES FINANCEIROS/PIB (%)

ANO	EM RELAÇÃO AO PIB (%)			PART. % NOS HAV. FIN.	
	TOTAL	MONET	NÃO MONET	MONET	NÃO MONET
1964	23.9	22.0	1.9	92.2	7.8
1965	23.7	20.6	3.1	87.1	12.9
1966	20.6	16.4	4.2	79.7	20.3
1967	24.5	17.9	6.5	73.3	26.7
1968	26.3	17.4	8.9	66.1	33.9
1969	27.4	17.4	10.3	62.9	37.1
1970	30.0	16.8	13.2	56.1	43.9
1971	33.6	16.5	17.1	49.2	50.8
1972	38.6	17.3	21.3	44.8	55.2
1973	42.6	18.4	24.2	43.3	56.7
1974	39.4	16.9	22.5	42.9	57.1
1975	44.2	17.0	27.2	38.5	61.5
1976	40.7	14.8	25.9	36.3	63.7
1977	40.3	13.6	26.7	33.7	66.3
1978	41.4	12.9	28.5	31.3	68.7
1979	41.3	13.4	27.9	32.5	67.5
1980	33.0	10.8	22.2	32.8	67.2
1981	41.2	9.8	31.4	23.7	76.3
1982	47.3	8.4	38.9	17.7	82.3
1983	57.7	6.9	50.8	11.9	86.6
1984	62.8	6.7	56.1	10.7	88.4
1985	67.5	7.6	59.9	11.2	88.2
1986	40.4	11.9	28.5	29.5	80.1
1987	58.6	8.9	49.7	15.2	89.9
1988	86.6	5.7	80.9	6.6	93.4
1989	103.2	5.1	98.1	4.9	95.1
1990	31.3	7.3	24.0	23.2	76.8

FONTE: Banco Central do Brasil

Dentro dos haveres não-monetários percebe-se ao longo de todo o período, a forte presença dos títulos públicos. As letras de câmbio e imobiliárias tiveram importância, com destaque para as primeiras, ao longo do Milagre, mas depois entraram em trajetória decrescente. Os depósitos a prazo mantiveram uma participação relativamente constante ao longo de todo o período. Os títulos estaduais e municipais só apareceram em 1972 quando iniciou-se a flexibilização das normas para o lançamento de títulos por essas instâncias de governo, mas começaram a ganhar um destaque efetivo a partir de 1975 quando diminuíram os controles sobre endividamento estadual e na década de 80 no bojo da crise fiscal. O destaque no quadro abaixo fica com as cadernetas de poupança: criadas na reforma de 1964,

possuem uma participação crescente ao longo de todo o período transformando-se no principal ativo financeiro na década de 80.

TABELA II.3.6  
COMPOSIÇÃO DOS HAVERES FINANCEIROS  
(posição de final de período)

Ano	Total	Papel Moeda pod. pub	Depósit à vista	Cadern. de Poup.	Depósit a Prazo	Letras de Câmbio	Letras Imobili-árias	Div. Pub. Est e Mun	Div. Pub. Feder <sup>(1)</sup>
1965	100	16.45	69.97	0.00	2.43	6.61	0.09	0.00	4.45
1966	100	17.76	61.64	0.14	2.38	6.87	0.36	0.00	10.87
1967	100	13.97	59.19	0.17	3.34	9.99	1.38	0.00	11.96
1968	100	12.82	54.04	1.04	4.51	14.32	2.02	0.00	11.26
1969	100	12.12	51.37	2.01	4.72	13.88	2.69	0.00	13.22
1970	100	10.77	46.05	3.34	7.12	13.29	3.22	0.00	16.21
1971	100	9.18	40.44	4.04	10.18	16.23	3.36	0.00	16.58
1972	100	9.43	26.38	6.30	13.89	17.13	4.09	1.41	21.38
1973	100	7.58	35.74	6.52	11.91	16.07	3.01	1.49	17.69
1974	100	7.13	35.82	9.91	11.47	14.60	2.84	1.86	16.38
1975	100	6.66	31.96	11.86	11.71	11.99	1.92	2.97	20.94
1976	100	6.74	29.61	15.70	10.68	9.99	1.43	3.39	22.47
1977	100	6.41	27.32	17.42	13.08	8.02	1.06	3.06	23.63
1978	100	6.09	25.30	18.70	14.67	8.31	0.71	3.02	23.18
1979	100	6.49	26.03	20.31	15.90	7.25	0.50	3.27	20.24
1980	100	6.70	26.20	22.68	14.72	6.33	0.37	3.47	19.54
1981	100	4.95	18.72	23.51	14.76	4.67	0.25	3.91	29.22
1982	100	4.20	13.47	23.79	13.98	7.43	0.12	4.30	32.71
1983	100	2.69	10.73	26.56	14.09	4.68	0.12	3.91	37.22
1984	100	2.57	9.05	26.24	16.48	4.12	0.06	3.57	37.90
1985	100	2.48	9.33	22.96	15.74	3.46	0.01	3.53	42.49
1986	100	3.67	16.20	14.39	12.72	2.02	0.02	2.68	48.31
1987	100	2.45	7.76	20.30	9.46	0.71	0.00	3.93	55.39
1988	100	2.00	4.65	24.33	10.54	0.35	0.01	3.67	53.93
1989	100	1.91	2.97	15.28	7.96	0.14	0.60	5.67	65.47
1990	100	9.41	14.8	22.76	24.41	0.28	0.80	8.86	18.78

Fonte: Banco Central do Brasil (1) em poder do público

A tabela acima ilustra duas características do sistema financeiro brasileiro: a forte presença do Estado, com elevada participação do endividamento público em suas três esferas de governo, e o problema do convívio de diferentes unidades de conta, com o predomínio de ativos pós-fixados, isto é, que embutem correção monetária como é a característica das cadernetas de poupança - que são ativos com garantia pública e que o governo determina o destino dos recursos - e da maior parte dos títulos públicos. Esta última característica decorre, principalmente, da instabilidade inflacionária.

Quanto às letras de câmbio, estas tiveram uma elevada participação ao longo do Milagre decorrente da própria liderança do setor de bens de consumo duráveis no

desenvolvimento do período. Os recursos assim captados eram direcionados para o crédito ao consumidor. Com a demanda aquecida por bens duráveis, tanto pelo aumento do emprego como, principalmente, pelos prazos generosos no financiamento, e sendo a taxa de juros cobrada nesta linha de crédito a mais elevada dentro do espectro de taxas de juros da economia, devido a ausência de controle e aos riscos envolvidos, as financeiras podiam oferecer generosas remunerações aos aplicadores em letras de câmbio tornando-as atrativas, mantendo-se ainda um elevado *spread*. Deve-se destacar, que para as letras de câmbio serem atrativas aos aplicadores, gerando o *funding* necessário para o crédito ao consumidor, a relativa estabilidade inflacionária em baixo nível, era de crucial importância por se tratar de um título pré-fixado. Caso se instaurassem dúvidas sobre o rendimento real associado a uma dada taxa nominal, devido a incertezas quanto ao comportamento da inflação futura, os agentes fugiriam dos ativos pré-fixados, mesmo com elevadas taxas nominais. A aceleração inflacionária pós-74 e a mudança de ênfase no modelo de desenvolvimento passando a privilegiar-se o setor de bens de capital em detrimento do setor de duráveis, levaram à perda de importância das letras de câmbio. Tanto as maiores restrições ao crédito ao consumidor como a instabilidade inflacionária foram tornando as letras de câmbio pouco atrativas para os aplicadores. Este processo completou-se na década de 80, quando em decorrência da necessidade do ajustamento externo e do combate a inflação, passou-se a adotar políticas restritivas, entre estas destacam-se o controle do crédito ao consumidor que foi se tornando um dos principais instrumentos de contenção da demanda na economia brasileira<sup>2</sup>.

Caminho oposto ao das letras de câmbio seguiram as cadernetas de poupança, criadas em 1966 como fonte de captação para o SFH. Como dissemos, a característica deste título é render correção monetária mais 0,5%a.m, creditados trimestralmente ao depositante, mas com liquidez a qualquer instante, apenas incorrendo-se na perda dos juros e da correção monetária não creditados caso haja saque de recursos em meio a um trimestre. Além disso, estes recursos contavam com garantia pública. O período do milagre foi a fase de

---

<sup>2</sup> Deve-se notar que dado o baixo nível de renda da maioria da população brasileira e suas baixas oportunidades de consumo, a taxa de juros deixa de ser um instrumento adequado para o controle da demanda desta classe. Para esta faixa é mais importante o montante da prestação e sua participação no salário do que a taxa de juros nela embutida. Neste sentido, o indivíduo responde mais ao prazo que ao juros. Quanto maior o prazo, menor a prestação e menor o comprometimento de renda, conforme destacado em LAGO (1990). A respeito da utilização do crédito ao consumidor como instrumento de política econômica ver PELLEGRINI (1990).



consolidação deste instrumento como o mecanismo mais popular de aplicação financeira. As cadernetas, dada a segurança tanto do principal como do retorno, passaram a definir o patamar mínimo de rentabilidade para os demais ativos. Apesar de uma participação crescente no total, até 1971 ainda eram superadas pelas letras imobiliárias como *funding* para o SFH, e até 1974 eram amplamente superadas pelas letras de câmbio. A reversão na posição destas com as letras de câmbio iniciou-se ao final do milagre quando instabilizou-se a inflação e iniciaram as restrições sobre o crédito ao consumidor, caminhando a partir daí sua trajetória para tornar-se o principal ativo financeiro da economia. Com a aceleração inflacionária, os aplicadores, para protegerem seus recursos, procuram ativos pós-fixados, dentre os quais destacam-se as cadernetas de poupança. Na década de 80, com a profunda aceleração inflacionária, o aumento nas taxas de juros e a liquidez crescente dos demais ativos levaram a alterações na regras da caderneta de poupança, com reduções nos prazos de crédito dos juros e correção monetária e frequentes alterações no índice utilizado para a correção monetária. O objetivo era fazer com que esta não perdesse a atratividade frente aos demais ativos. Deve-se destacar que várias perdas foram impostas aos detentores de caderneta de poupança nos diversos planos econômicos decorrentes de expurgos na correção monetária, iniciando-se com a pré-fixação de 1980. Com isso, passou a se verificar um comportamento bastante errático do fluxo de recursos da poupança já no final dos anos 80. A situação piorou na década de 90, após o plano Collor, quando esta passou a apresentar um rendimento significativamente inferior ao das demais aplicações, reduzindo sua participação no total de ativos financeiros.

Quanto aos títulos públicos federais, a criação das ORTNs, em 1964, um título de longo prazo com correção monetária mais um rendimento real, buscava resgatar a credibilidade dos papéis do governo e permitir o desenvolvimento de um mercado para este tipo de título, de modo a criar-se um mecanismo de financiamento não inflacionário para os déficits públicos. A reforma fiscal e administrativa no período 1964/66, teve um impacto fortemente positivo nas receitas do governo reduzindo as necessidades de financiamento do setor público, para o qual a própria aceleração do crescimento e a estabilidade inflacionária no período 1968/73 contribuíram. Apesar disso, estes ativos apresentaram um forte crescimento no período e mantiveram sua participação no total de haveres não-monetários acima de 30% em todos os anos. Este aumento deve-se à política monetária e financeira do

governo. Em primeiro lugar, deve-se destacar que para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, o governo concedeu uma série de incentivos aos aplicadores, como por exemplo, a possibilidade de abater parcela do volume aplicado em ORTN da renda tributável para fins de imposto de renda, e permitiu aos bancos manterem parcela de suas reservas compulsórias na forma de títulos públicos remunerados. Quanto à política monetária, deve-se salientar que as operações de *open-market* foram se transformando no principal instrumento de controle monetário à disposição do governo<sup>3</sup>. Com a entrada significativa de recursos no país ao longo dos anos 70, com o processo de endividamento externo, passou-se a verificar um crescimento paralelo dos títulos públicos como forma de conter as pressões monetárias expansionistas das operações externas. Inicialmente, as próprias ORTNs foram utilizadas para as operações de mercado aberto, mas, em 1970, foram criadas as LTN (Letras do Tesouro Nacional) cujas características foram determinadas com o fim específico de intermediar as operações de mercado aberto: títulos de curto prazo pré-fixados, vendidos com deságio no lançamento.

A partir do II PND a grande ampliação dos gastos públicos fez com que parcela das colocações de títulos públicos decorresse de pressões fiscais, mas ainda grande parte do crescimento deve-se a esterilizações de entrada de recursos externos. Já destacamos que o Estado transformou-se no principal intermediador de recursos da economia, a colocação de títulos públicos foi transformando-se em um dos principais *funding* para a operação do governo enquanto capital financeiro geral e garantia por esta forma a valorização dos recursos que corriam para o sistema financeiro que acabavam se direcionando para títulos do governo.

Conforme a inflação foi se acelerando e a situação fiscal do Estado foi se deteriorando, o prazo dos títulos foi se encurtando e uma série de mecanismos foram sendo criados para estimular o seu carregamento no sentido de minimizar o risco dos detentores: garantia de liquidez, eliminação do risco-preço pautando-se a política monetária pela estabilização das taxas de juros, facilidades para as instituições financeiras ficarem sobrecompradas, etc.. Estas facilidades foram se acentuando na década de 80 conforme o

---

<sup>3</sup> O redesconto foi inicialmente utilizado de forma seletiva para incentivar o processo de concentração bancária no final dos anos 60 e início dos 70, após o que sempre foi visto com um caráter punitivo no Brasil. O compulsório foi utilizado como instrumento de troca com os bancos devido aos controles de taxa de juros e iam perdendo eficácia à medida que os ativos monetários iam perdendo importância na economia.

processo de ajustamento externo, centrado no Estado, passou a exigir que este obtivesse recursos internos para viabilizar suas transferências ao exterior. Entre as facilidades concedidas pode-se destacar: na década de 70 instituiu-se a carta de recompra, um mecanismo pelo qual o BACEN se comprometia a qualquer instante a recomprar os títulos carregados pelas instituições; na década de 80 introduziu-se a zeragem automática pela qual as instituições financeiras poderiam comprar títulos em excesso e caso não conseguissem financiá-lo poderiam devolver ao BACEN, criação de um título público cujo retorno era definido pela própria taxa de mercado - eliminando o risco-preço de seu carregamento -, entre outros mecanismos. Assim, ao longo do processo de deterioração das contas públicas, os títulos públicos foram se tornando moeda (indexada) que era a única forma do governo manter o financiamento necessário: garantindo a disposição dos agentes em carregá-los. Os títulos públicos foram desempenhando a função de moeda conforme os agentes foram fugindo da moeda de curso forçado com a aceleração inflacionária.

Os títulos públicos estaduais cresceram significativamente na década de 80 em decorrência da crise fiscal do Estado e do maior contingenciamento de crédito a estes. Com isso, em um ambiente de centralismo fiscal com limites de crédito, os estados passaram a recorrer frequentemente à colocação de títulos junto ao mercado, utilizando-se para tal de seus bancos estaduais.

### **3.2.2. - EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO**

A contrapartida ao crescimento dos ativos não monetários em relação aos monetários foi o aumento na participação dos empréstimos do sistema não-monetário em relação ao monetário. Esta mudança poderia estar significando um enfraquecimento dos bancos comerciais frente aos demais agentes financeiros, o que na realidade não se verificou devido a dois processos: (i) a concentração bancária - redução no número de sedes bancárias, incentivada pelo governo entre o final dos anos 60 e início dos anos 70 e (ii) a conglomeração - onde os bancos comerciais passaram a abrir novas instituições financeiras atuando nos diversos segmentos do setor financeiro<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> O governo induziu a um processo de redução no número de bancos, através de fusões e incorporações, sob a alegação de ampliar a eficiência no sistema, devido a suposta existência de economias de escala nas operações financeiras. O número de bancos reduziu-se de aproximadamente 250 sedes em meados de 60 para menos de 100. A respeito deste processo ver Marques (1982). Além disso, verificou-se a chamada conglomeração que foi uma resposta dos bancos comerciais a sua menor participação na captação de recursos

Os empréstimos ao setor privado, como um todo, aumentaram significativamente no período, passando de 20% do PIB em 1966 para 60% em 1975, retraindo-se a partir daí, principalmente nos anos 80, quando atingiram 41% em 1984.

TABELA II.3.7  
EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO  
EM RELAÇÃO AO PIB E COMPOSIÇÃO

ANO	Emprestim/PIB	Emprest. Total	Sist Monet/Tot	Sist.n. monet/tot
1966	20.05	100	73.27	26.73
1967	28.30	100	59.92	40.08
1968	30.09	100	63.82	36.18
1969	34.60	100	59.25	40.75
1970	33.24	100	55.06	44.94
1971	37.50	100	51.88	48.12
1972	44.41	100	52.90	47.10
1973	50.12	100	49.04	50.96
1974	53.75	100	49.46	50.54
1975	60.23	100	49.12	50.88
1976	59.20	100	47.85	52.15
1977	58.75	100	47.51	52.49
1978	56.81	100	49.97	50.03
1979	56.11	100	50.90	49.10
1980	46.59	100	50.10	49.90
1981	49.67	100	45.91	54.09
1982	52.70	100	41.01	58.99
1983	45.72	100	36.37	63.63
1984	41.53	100	36.55	63.45
1985	40.54	100	38.12	61.88
1986	32.87	100	49.16	50.84
1987	41.90	100	43.32	56.68

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

A composição dos empréstimos ao setor privado que tinha 74% de participação do sistema monetário e 26% do não-monetário em 1966, passou para 49% o monetário e 51% o não-monetário em 1973, mantendo mais ou menos constante esta composição até 1980, quando há uma nova redução do setor monetário caindo para 36% do total. O Banco do Brasil, maior prestador do subsistema monetário, manteve sua participação, praticamente, constante ao longo do período 1966/80 em torno de 20%, sendo que grande parte deste foi direcionado para a atividade agrícola, na condição de agente central do SNCR<sup>5</sup>. Nos anos 80 a participação do BB diminui de acordo com a política econômica do governo de

e, de acordo com Tavares (1975), uma forma de se apropriar dos diferentes incentivos governamentais. Paralelo a isso, os bancos passaram a utilizar o recurso a fontes externas para manterem suas captações.

<sup>5</sup> É importante destacar, como enfatizamos ao discutir a reforma financeira, que o BB não perdeu o *status* de Autoridade Monetária e, com a existência da conta-movimento, o comportamento de suas operações ativas tornam-se independentes da sua captação. Assim, os empréstimos do BB, não ficavam na dependência das preferências do público entre ativos monetários e não-monetários.

restrição do crédito. Além disso, ocorreram importantes mudanças institucionais na década de 80 que dificultaram a atuação do BB, dentre estas destaca-se o final da “conta-movimento” em 1986<sup>6</sup>, que implicou a perda de um importante *funding* para o banco.

TABELA II.3.8  
EMPRÉST. DO SISTEMA MONET./ EMPRÉST. AO SETOR PRIVADO  
PARTICIPAÇÃO POR SEGMENTO NO TOTAL

Ano	Total	Banco Brasil	Federais	Com. Estad.	Com. Privad.
1966	73.27	24.02	2.57	n.d	46.68
1967	59.92	17.76	2.50	n.d	39.66
1968	63.82	20.00	2.63	n.d	41.19
1969	59.25	20.17	3.50	n.d	35.58
1970	55.06	18.85	3.09	n.d	33.11
1971	51.88	17.65	2.32	n.d	31.90
1972	52.90	19.64	2.36	7.33	23.57
1973	49.04	18.67	2.09	7.52	20.76
1974	49.46	21.03	2.08	7.71	19.64
1975	49.12	21.93	2.04	7.70	17.45
1976	47.85	22.21	1.88	7.54	16.22
1977	47.51	21.76	1.88	7.68	16.18
1978	49.97	21.25	1.89	8.60	18.22
1979	50.90	21.20	1.89	9.03	18.77
1980	50.10	20.59	2.05	8.89	18.57
1981	45.91	16.61	2.38	8.27	18.65
1982	41.01	13.43	2.42	8.09	17.07
1983	36.37	13.30	1.93	4.63	16.52
1984	36.55	9.88	1.83	4.09	20.75
1985	38.12	11.02	1.80	4.31	20.99
1986	49.16	14.61	1.81	5.49	27.23
1987	43.32	16.88	1.96	3.66	20.81

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

Dentro do sistema não monetário, destaca-se o crescimento significativo do SFH, cuja participação salta dos 6% em 1966 para 37% em 1984, acompanhando a tendência de aumento da participação das cadernetas de poupança e a presença dos recursos do FGTS. As financeiras durante o milagre mantiveram uma participação média em torno de 12% do total de empréstimos, retraindo-se a partir daí. Os bancos de desenvolvimento, cujo principal componente é o BNDES, tiveram sua participação significativamente reduzida ao longo do milagre, passando de 9,7% do total em 1966 para 3,8% em 1973, mas recuperaram-se a partir daí atingindo um máximo de 12% no início dos 80<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Com o final da conta-movimento os empréstimos a agricultura ficaram dependentes do repasse de recursos pelo Tesouro através da Conta-Suprimento e da captação de recursos através da caderneta de poupança rural instituída na época.

<sup>7</sup> Voltaremos a discutir o BNDES e o SFH na sequência do trabalho.

TABELA II.3.9  
 EMPRÉSTIMOS POR SEGMENTO DO SISTEMA NÃO MONETÁRIO  
 PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL DE EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO

Ano	Total	Financeiras	B. Investim.	S. F. H.	B. Desenv.
1966	26.73	9.84	1.14	6.04	9.71
1967	40.08	7.90	3.49	6.92	21.78
1968	36.18	12.26	5.13	11.19	7.60
1969	40.75	9.96	7.32	17.97	5.49
1970	44.94	12.15	8.26	18.31	6.22
1971	48.12	12.12	9.25	20.51	6.24
1972	47.10	12.84	12.54	17.93	3.79
1973	50.96	14.74	12.45	20.00	3.77
1974	50.54	11.73	10.60	21.93	6.29
1975	50.88	9.93	10.44	22.73	7.78
1976	52.15	8.04	9.53	25.53	9.05
1977	52.49	6.76	9.72	26.57	9.44
1978	50.03	7.83	10.33	21.46	10.40
1979	49.10	7.15	10.81	20.83	10.32
1980	49.90	5.90	11.10	22.66	10.23
1981	54.09	5.43	10.95	26.44	11.26
1982	58.99	8.90	9.24	28.46	12.38
1983	63.63	10.36	8.66	38.85	5.76
1984	63.45	11.17	10.18	37.06	5.04
1985	61.88	10.57	8.62	36.99	5.70
1986	50.84	5.88	8.89	31.53	4.57
1987	56.68	4.00	7.28	36.55	8.85

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

A retração verificada nos empréstimos nos anos 80 é decorrência do quadro recessivo da economia que buscava o ajustamento externo: uma série de restrições ao crédito foram impostas pelo governo e houve uma queda na demanda de recursos por parte do setor produtivo que retraiu os investimentos e ajustou seus planos de produção e emprego a situação recessiva<sup>8</sup>. A redução se deu principalmente no sistema monetário o que era uma consequência da profunda queda de participação dos ativos monetários conforme a inflação se acelerava e ia se constituindo a lógica da moeda-indexada, isto é, os títulos públicos de rolagem diária foram substituindo a moeda de curso forçado, pois além da liquidez permitiam a manutenção do valor e um ganho real ao dinheiro mantido em caixa. Com isso, verificou-se na década de 80 uma crescente disfuncionalidade do sistema bancário que foi se transformando em corretor da dívida pública, com seus ganhos crescentemente atrelados ao processo inflacionário. As operações ativas dos bancos foram se concentrando no carregamento de títulos públicos. No ano de 1986, com o Plano Cruzado, verificou-se

<sup>8</sup> Como destacado por Belluzzo e Almeida (1991) e Tavares (1982), o setor produtivo saiu do sistema financeiro pela porta dos devedores e voltou pela dos aplicadores.

uma profunda retração no total de haveres financeiros, principalmente dos não monetários, o que foi acompanhado por uma queda nos empréstimos totais. Note-se, porém, que a diminuição dos empréstimos ao setor privado neste ano ficou concentrada nas financeiras, bancos de investimento e SFH, enquanto o sistema monetário, em especial os bancos comerciais privados, apresentou uma grande elevação. Este segmento respondeu com rapidez as perdas impostas pela queda da receita inflacionária ampliando as operações de crédito, atendendo, desta forma, a maior demanda que se colocava devido ao crescimento econômico verificado. De acordo com Carvalho (1993), a retração nas operações de crédito de curto prazo na década de 80 era mais um problema de falta de demanda do que de incapacidade dos bancos em supri-lo.

Deve-se destacar, quanto ao financiamento do investimento, que preservou-se ao longo da expansão as mesmas modalidades. O capital privado nacional continuou utilizando-se, principalmente do auto-financiamento, ou de recursos subsidiados de agências oficiais quando se tratava de setores prioritários e, no caso de algumas empresas grandes recorreu-se ao endividamento externo (posteriormente transferido ao Estado). O capital estrangeiro sempre recorreu primordialmente ao sistema financeiro internacional. As empresas estatais, ao longo do Milagre valeram-se principalmente dos recursos próprios e daqueles com origem na poupança compulsória. Posteriormente, no II PND, foram utilizadas para a captação de recursos no exterior que transformou-se na principal fonte de financiamento da expansão das mesmas. Percebe-se, portanto, que a atuação do SF privado ficou restrita ao financiamento de capital de giro das empresas, a concessão de crédito ao consumidor e ao repasse dos recursos externos e dos fundos de poupança compulsória administrados pelo setor público. Desta forma mantiveram-se as três fontes básicas de financiamento de longo prazo: recursos públicos, recursos externos e auto-financiamento.

A estruturação do sistema financeiro moderno no Brasil não conseguiu atrelar o sistema financeiro ao financiamento de longo prazo. A maior canalização de poupança para o sistema financeiro foi em grande parte repassada ao Estado que transformou-se no pressuposto da acumulação produtiva e financeira no país.

Dois pontos devem ser destacados no funcionamento do sistema financeiro brasileiro para entendermos o aprofundamento financeiro acima descrito: a dicotomia operacional e a ciranda financeira.

### **3.3. - DICOTOMIA OPERACIONAL E CIRANDA FINANCEIRA**

A estruturação do sistema financeiro no Brasil traz inerente uma tendência instabilizadora que decorre de sua segmentação, com subsistemas operando com lógicas distintas, com o Estado intervindo no sentido de garantir o funcionamento estável do sistema. Um agravante neste processo é a aproximação ao sistema financeiro internacional que dificulta o controle estatal, forçando-o a intervir internamente para tornar esta vinculação entre sistema financeiro nacional e internacional não problemática. Os dois fenômenos fazem com que a dinâmica do sistema financeiro seja acompanhada por crescente deterioração fiscal/patrimonial do setor público. Vejamos estes processos.

#### **3.3.1. - DICOTOMIA OPERACIONAL E RISCO-PREÇO.**

Como vimos, a reforma de 64, buscou, tanto criar mecanismos de convívio pacífico com a inflação, introduzindo a correção monetária e as taxas de juros pós-fixadas nas operações financeiras, como uma maior aproximação com o sistema financeiro internacional. As operações pós-fixadas, eram restritas a um conjunto determinado de instrumentos financeiros de prazo mais longo, às cadernetas de poupança e operações do governo, enquanto os demais ativos possuíam taxas de juros pré-fixadas, em que a taxa de juros nominal era dada a partir de uma certa expectativa inflacionária. O sistema funcionava, portanto, com operações denominadas em termos reais (expressas em termos do índice de inflação), nominais (expressas em moeda nacional de curso forçado) e em moeda estrangeira (repasso de recursos externos).

“Um sistema que funciona com mais de uma unidade de conta só pode ser estável se a relação entre essas unidades não sofrer alterações bruscas e imprevisíveis, o que pode ocorrer com variações na inflação esperada ou por mudanças nos critérios norteadores da correção monetária e cambial. Estas duas últimas são instrumentos mais gerais de política econômica e não instrumentos específicos da estabilização do sistema financeiro, o que agrava o problema.”(IESP/FUNDAP; 1988(a): 17) Em momentos de estabilidade o processo de arbitragem levaria à homogeneização dos retornos, eliminando grandes movimentos de recursos de um tipo de unidade para outro. Quando, por qualquer motivo, rompe-se esta homogeneização, provoca-se amplos movimentos de capitais tornando disruptivo o sistema.



De acordo com Silva (1979), houve uma segmentação no mercado, onde, as instituições financeiras privadas operavam basicamente com contratos em termos nominais (pré-fixados), pelo fato de seus repasses serem feitos nesta unidade nas operações de desconto e empréstimos de curto prazo. Compatibilizando as unidades de conta das operações ativas e passivas, buscavam eliminar o risco preço associado a uma aceleração inflacionária que encarecesse seus passivos sem serem acompanhadas do lado do ativo. A exceção entre as instituições privadas eram aquelas ligadas ao SFH, que possuíam garantias públicas.

As operações em termos reais localizavam-se basicamente nas agências governamentais e no SFH, com base em recursos provenientes das poupanças compulsórias - PIS, FGTS, etc. -, remuneradas em termos reais, recursos de endividamento público e cadernetas de poupança, também com retornos reais garantidos. Para que estas instituições, operando com um *funding* cujo custo de rolagem embutia tanto a inflação como uma taxa de juros real, se mostrassem solventes, seus ativos deveriam ter uma remuneração compatível com o custo de seus passivos, acrescidos de um *spread* que cobrisse os custos operacionais e ainda permitisse uma rentabilidade.

Teoricamente, a correção monetária não deveria introduzir nenhum tipo de dificuldade à intermediação financeira. Na realidade, seu objetivo era justamente eliminar estas imperfeições, trazendo as operações para valores em termos reais, de modo que tanto credores quanto devedores pudessem fazer os cálculos de quanto estariam recebendo e pagando, em termos de poder de compra (produto real). Sendo a correção monetária a mesma para todos, para os dois lados da operação financeira bastaria olhar a taxa real, que corresponderia ao ganho efetivo do aplicador e o custo efetivo do tomador.

Do próprio cálculo da taxa de inflação, já surge o primeiro problema em relação a correção monetária: esta é uma média do comportamento dos diversos preços da economia. Ao supor-se que rendimentos e custos efetivos correspondem apenas ao que supere a correção monetária, supõe-se, implicitamente, que a variação dos diversos preços seja a mesma, ou seja, que os preços relativos não estão se alterando na economia. Como isto dificilmente acontece, existindo diversas "inflações", cujos valores divergem pelos mais diversos motivos: (i) grupo de produtos diferentes de acordo com qual inflação se pretende medir, por exemplo, para diferentes grupos de renda (1 a 3 SM; 1 a 5 SM, 1 a 10 SM; etc.),

os produtos que compõem as respectivas cesta de consumo não são os mesmos; ainda que o fossem, a participação de cada um nos gastos se altera; como nem todos os produtos são corrigidos a uma mesma taxa, gera-se diferentes taxas de inflação para diferentes grupos de consumidores; (ii) em termos de custos de produção, as empresas utilizam diferentes insumos em seus processos produtivos combinando-os de forma diferenciada, assim, cada setor terá uma diferente inflação de custos; assim como, cada setor difere na capacidade de fazer com que seus preços acompanhem seus custos, com o que as receitas e os lucros de cada setor são inflacionados por um índice diferente, e assim por diante.

Assim, um primeiro problema é que a correção monetária corresponde a uma média. E um segundo problema, é que existem várias formas possíveis de se construir esta média, que é tomada como única nas operações financeiras, levando a um alto poder de arbitrariedade ao Estado tanto para escolher o indexador (índice) e mesmo para definir se o índice de correção monetária deve ser igual ao índice escolhido.

Ainda que um critério imperfeito, a introdução da correção monetária permitiu diminuir o risco do aplicador (credor) em relação à desvalorização da moeda. Mesmo que diferentes grupos de aplicadores possuam diferentes padrões de consumo (bens de consumo e insumos), pode-se dizer que na média a correção monetária permitiria a manutenção do valor real da moeda. Mas existem outros riscos não contemplados, ou que são introduzidos pela sistemática como esta é determinada:

“1. para o credor (os bancos ou aplicadores em títulos com correção de emissão pública ou bancária), o risco de que os índices fixados pelo governo para correção não acompanhassem o índice de inflação. Esse risco apresentou-se diversas vezes nos anos 70 e 80. A reação a ele por parte dos agentes não foi no sentido de se negarem a contratos a prazo, mas sim de só aceitarem contratos de relativo curto prazo.

2. para o devedor, o risco de que seu preço/rendimento particular não acompanhasse o índice arbitrado. Esse risco é tanto maior quanto mais alta a taxa de inflação, quando a possibilidade de dispersão de preços e rendimentos aumenta. Aqui também os contratos indexados não deixaram de ser concretizados devido a esse tipo de risco, tanto porque para algumas linhas de financiamento (como para as famílias adquirirem casa própria ou para as empresas tomarem recursos de longo prazo na agência oficial de promoção do desenvolvimento - o BNDES) não havia alternativa. Para os setores mais fragilizados e

vulneráveis ao risco, no entanto, certas proteções particulares tiveram que ser introduzidas juntamente com a indexação, proliferando os sistemas que significavam na prática indexação não plena, ou, em outras palavras, algum tipo de subsídio creditício.” (Belluzzo e Almeida: 1992: 28-29)

Com a aceleração inflacionária pós-74, apesar da correção monetária ser uma proteção imperfeita ao credor, ela é melhor do que o risco dos contratos nominais, fazendo com que os recursos que fluíssem para o sistema financeiro fossem basicamente para os títulos pós-fixados, de preferência para os de menores prazos. Do lado dos tomadores de recursos, por sua vez, a demanda canalizava-se para contratos em termos nominais, tanto pela possibilidade de se conseguir taxas de juros reais negativas (caso a inflação projetada ficasse abaixo da efetiva), como pelo risco da correção de seus preços/rendimentos ficarem abaixo da média (correção monetária) potencializando a taxa de juros real dos empréstimos.

Com a segmentação entre as instituições que operam em termos reais e nominais no mercado, como dissemos acima, Silva (s/d) observa a seguinte situação no SF: “a) crescente crise de liquidez no setor financeiro que opera primariamente no setor nominal (...) o que eventualmente pode conduzir à insolvência por iliquidez, e b) igualmente insolvência das empresas que tenham contratado débitos em termos reais no passado (...) Isso tudo impõe uma extraordinária pressão sobre a oferta de liquidez primária.” (Silva; s/d: 45-46)

Para garantir a estabilidade do sistema, o governo passa a atuar em duas frentes. Em primeiro lugar, o BACEN atua diretamente no sentido de “salvar” as instituições financeiras que operam no setor nominal através de redução no volume de depósitos compulsórios, aumento na parcela remunerada dos mesmos (possibilidade de manter as reservas obrigatórias na forma de títulos públicos remunerados), e maior volume de empréstimos as mesmas. Além disso, tenta-se desestimular as aplicações pós-fixadas e aumentar o direcionamento para ativos pré-fixados, tanto com proibições de determinadas aplicações para determinados agentes econômicos (por exemplo a proibição de depósitos em cadernetas de poupança para pessoas jurídicas) como com alterações na sistemática da correção monetária, ampliando o risco das operações pós-fixadas para os credores. Paralelamente a isto, as instituições tendem a ampliar cada vez mais as taxas de juros nominais, para estimular a aplicação, encarecendo ainda mais as operações ativas destas, ampliando a incerteza e estimulando ainda mais movimentos especulativos de ganhos com

arbitragem, quer com movimentos de recursos internos num constante vaivém entre os setores nominais e reais, com perda crescente de recursos pelo primeiro, e com a entrada de recursos externos, conforme já descrito.

A outra linha de atuação das Autoridades Econômicas vai no sentido de ajuda às empresas endividadas, aos setores mais frágeis da economia e àqueles setores estimulados pelo plano de desenvolvimento. Nesta linha, as alterações na sistemática da correção monetária servem para diminuir o ônus financeiro das empresas endividadas<sup>9</sup>. Cria-se uma série de linhas especiais de crédito, com correção monetária limitada - operações do BNDES, crédito rural, prestações do SFH, etc - além de outros estímulos, que em muitos casos, transformavam estes empréstimos em taxas de juros nominais fixas. No limite, a demanda de crédito e os investimentos restringem-se a estes setores prioritários que conseguem os recursos públicos, sendo que muitas vezes os tomadores destes recursos acabam por utilizá-los na própria especulação buscando ganhos no diferencial entre os juros que podem obter das aplicações dos recursos no mercado financeiro frente ao custo dos empréstimos.

Tal situação leva a deterioração ainda maior do lado fiscal. De acordo com Silva (s/d), podemos descrever da seguinte forma este processo: “a existência de contratos em termos reais, de um lado, e a maciça presença do governo no mercado, de outro, definiu uma situação bastante complexa para a fixação da taxa de juros. Do lado da captação parcela substancial da poupança financeira é remunerada a base de 4 a 6%a.a. mais correção monetária a posteriori. Isso seguramente fixa um patamar mínimo de remuneração aos olhos do poupador. (...) De outra parte, no lado das aplicações, criaram-se linhas de crédito subsidiado para setores prioritários que supostamente não teriam condições de suportar custos financeiros fixados a partir da remuneração da poupança financeira. É como se estivéssemos criando a possibilidade para que o maior agente do mercado de capitais no Brasil passasse a operar com ‘*spread* negativo’” (Silva; s/d: 41).

Esta amplitude de taxas de juros, completa a lógica do modelo: o Estado deve continuamente se endividar em termos reais a elevadas taxas de juros, tanto para garantir o

---

<sup>9</sup> Em trabalho de F.H. Barbosa sobre a indexação na economia brasileira, o autor mostra que considerando um índice base 100, para o valor real da ORTN no momento de sua criação em 1964, e deflacionando-a pelos mais diversos índices de preços, esta apresenta uma profunda retração no valor real ao longo da segunda metade dos 70 e dos anos 80. De acordo com o autor, deflacionando pelo IGP-DI o índice da ORTN real atinge 9 em 1992.

repassa de recursos em termos nominais a setores prioritários - ampliando o volume de gastos financeiros e subsídios<sup>10</sup>, que crescem conforme aumenta a inflação, ampliando a tendência ao déficit público e as necessidades de financiamento público -, como para esterilizar a entrada de recursos externos, inclusive, estimulada pelas elevadas taxas de juros pagas no setor real. A expansão do endividamento público vai garantindo a valorização financeira dos recursos que se direcionam ao sistema financeiro, estimulando um círculo especulativo. "Gera-se o fenômeno conhecido como 'ciranda financeira'. A ciranda financeira constitui-se basicamente na troca de posições ativas e passivas entre o setor público e setor privado, viabilizada continuamente pelo *spread* negativo do sistema (crescente com o aumento das taxas de inflação) deixando no seu rastro um elevado endividamento interno e externo." (IESP/FUNDAP; 1988(a): 23).

### 3.3.2. - CIRANDA FINANCEIRA: ENDIVIDAMENTO EXTERNO E PÚBLICO.

Verificou-se no Brasil pós-64 um grande crescimento dos intermediários financeiros com aprofundamento e diversificação financeira. A multiplicação das relações de débito e crédito na economia acompanharam a própria dinamização da circulação de mercadorias (capital de giro, crédito ao consumidor, etc), que se fazia sobre um endividamento crescente das famílias, e, principalmente, devido a própria lógica interna de funcionamento do sistema acoplada a um processo de endividamento externo e do setor público.

Diferentemente do preconizado pela teoria tradicional, segundo a qual, o crescimento do sistema financeiro só poderia ser explicado pelo aumento na poupança a ele direcionado e um maior processo de intermediação, canalizando-se recursos para o investimento, no Brasil, parece ter se configurado a cena de um descolamento entre a valorização financeira e produtiva<sup>11</sup>. O sistema financeiro no Brasil possibilitou o

<sup>10</sup> Para uma avaliação quantitativa do volume assumido pelos subsídios creditícios, ver Banco Mundial/IBMEC (1985), p. 75-82. Neste trabalho estima-se qual seria o volume implícito de subsídios concedidos pelo governo nos anos 1977 e 1978. Estimaram qual seria o custo médio de captação no sistema, sendo de 40% a.a. em 1977 e de 44% a.a. em 1978; confrontando com as taxas cobradas pelos empréstimos nos diversos segmentos. Nos empréstimos agrícolas, por exemplo, a taxa era de 12% a.a., significando uma taxa de juros real negativa (subsídio), de aproximadamente 28% a.a.. Nos empréstimos do BNDES, a taxa cobrada era de 26% a.a. (correção monetária fixada em 20% mais juros de 6% a.a.) levando a uma taxa negativa em torno de 14% (1977) e 18% (1978). Estimaram que do total de subsídios de crédito, 60% direcionaram-se a agricultura. Como a resposta produtiva do setor não foi significativa concluem sobre a ineficiência do sistema.

<sup>11</sup> A este respeito ver Tavares (1983). Segundo a autora, "ao analisar a evolução dos ativos financeiros globais verifica-se uma expansão acelerada nos últimos anos 10 anos. Esta exprime a resposta, do lado dos

desenvolvimento da valorização financeira sem que tenha se engajado no processo de financiamento da acumulação, concentração e centralização do capital que ficou a cargo do Estado, ou seja, o SFN restringiu sua operação a intermediação de recursos para as necessidades de curto e médio prazos.

Por outro lado, a acumulação dos ativos não-monetários em substituição aos monetários, também não correspondeu, segundo Tavares (1983), a um processo de fuga da liquidez, ou a uma ampliação dos prazos na economia (alargamento do horizonte temporal). De acordo com a mesma, deve-se distinguir entre a chamada liquidez financeira e monetária. A liquidez monetária correspondendo a moeda de curso forçado do qual não se consegue fugir nas transações diárias, a segunda correspondendo a moeda enquanto reserva de valor, a chamada moeda indexada, que decorre da perfeita transacionabilidade dos ativos no interior do sistema financeiro (Tavares, 1983).

A reversão no ciclo econômico, com a queda no investimento e na produção, afeta o primeiro tipo mas não o segundo. O crédito de circulação diminui, uma vez que as famílias retraem a demanda por bens de consumo durável e a queda na produção faz com que as empresas restrinjam a demanda de crédito para capital de giro. Por outro lado, tem-se dois focos de ampliação da demanda de crédito: (i) as empresas que se endividaram no passado e que passam a ter maior dificuldade em saldá-los pressionam pelo refinanciamento, e (ii) para fins especulativos - a tentativa de reconversão da riqueza em liquidez financeira (reserva de valor). Note-se que enquanto os créditos que estavam se retraindo são "lastreados" em uma massa de mercadorias, e sua quantidade depende deste volume, as demandas de crédito que estavam se ampliando são totalmente desancorados da produção, possuindo um maior grau de incerteza, só podendo serem atendidos a juros crescentes (Tavares, 1983).

Assim, coloca-se uma tendência à retração da chamada liquidez monetária, reduzindo as relações de débito e crédito que tem por base as mercadorias, sendo substituídas tanto pela renovação dos estoques de dívidas contraídas no passado como pelo crescimento da liquidez financeira, mantendo o crescimento dos ativos financeiros na economia, mas de uma

---

ativos, ao crescimento acelerado dos passivos gerais da economia, isto é, do endividamento progressivo das famílias (consumo metropolitano), das empresas (produção e investimento) e do Estado (sobretudo através do endividamento externo, que tem como contrapartida monetária o endividamento interno). A maior parte das 'poupanças' que ocorrem para comprar esses ativos não são em realidade poupança em nenhum sentido, nem micro nem macroeconômico." (Tavares; 1983: 115)

forma totalmente desancorada da valorização produtiva, isto é, amplia-se a riqueza “financeira” sem uma contrapartida na riqueza “real” (Tavares; 1983).

“A massa global de ativos financeiros é transacionada no interior do sistema financeiro, que utiliza os títulos líquidos como dinheiro ‘endógeno’, na busca contínua de valorização financeira.”(Tavares; 1983: 116) Esta circulação retroalimentada de papéis foi centrando-se cada vez mais nos títulos públicos federais que foram tornando-se o dinheiro financeiro, por excelência, possuindo liquidez, segurança e rentabilidade. “O expediente da carta de recompra significou a institucionalização da liquidez financeira, já que viabilizou a qualquer instituição ‘picar’ grandes massas de títulos na ausência de tomadores finais, transformando títulos da dívida direta em indireta.” (IESP/FUNDAP; 1988(a): 22). A expansão dos títulos era decorrência das operações de controle monetário, em resposta ao processo de endividamento externo e acumulação de reservas.

Caia-se em um círculo vicioso, em que a expansão da dívida externa ia gerando a necessidade crescente de novos recursos para fazer frente ao seu próprio serviço, forçando a manutenção de taxas de juros interna elevada para estimular a captação. A entrada de recursos acima do necessário levava ao acúmulo de reservas e a pressões expansionistas na base monetária, contrabalançadas pelo aumento do endividamento público interno que se fazia a juros crescentes, autonomizando-se seu crescimento. Com os maiores juros os títulos vão se tornando ainda mais atraentes para os recursos ociosos, ampliando a liquidez financeira e subtraindo recursos da circulação monetária.

Este processo, fazia com “que numa das órbitas do sistema, a financeira, haja excesso de dinheiro, que é preciso aplicar continuamente para render mais dinheiro - a valorização fictícia do capital-dinheiro - e na outra órbita, a monetária, falte dinheiro (meios de pagamento) para liquidar e refazer permanentemente as dívidas crescentes de todos os agentes extra-bancários, que não tem o poder legal de emitir títulos financeiros negociáveis no mercado aberto de valores.” (Tavares; 1983: 131) “Criando uma máquina especulativa montada na esquizofrenia dos dois dinheiros - os meios de pagamentos e o dinheiro financeiro - que passa a ter como base interna os títulos do Tesouro.” (Tavares: 1983: 133)

O único limite a esta “valorização financeira” era a credibilidade, principalmente no que diz respeito à capacidade do Tesouro em honrar seus compromissos, garantindo a conversibilidade do dinheiro financeiro em moeda com poder liberatório. A expansão

monetária contínua garante esta validação, sendo esta novamente enxugada com lançamento de novos títulos, nutrindo a esfera especulativa, às custas de uma desvalorização constante da moeda de curso forçado - inflação que serve para ir ajustando os valores - e de um endividamento crescente do Tesouro. Assim, a lógica perversa da moeda indexada traz como consequência a crescente deterioração fiscal e patrimonial do setor público.

### **3.3.3. - O ENDIVIDAMENTO EXTERNO BRASILEIRO**

O impulso inicial ao crescimento do endividamento público em finais de 60 e início dos 70, parece não decorrer de um estrangulamento fiscal, uma vez que as reformas do PAEG ampliaram sobremaneira a capacidade extrativa do setor público. Observando-se os dados, o motivo indutor parece ter sido o objetivo de esterilizar as pressões monetárias expansionistas decorrentes do processo de endividamento externo da economia brasileira que se iniciou no final dos 60 e persistiu ao longo de toda a década de 70, agravando-se no início dos 80. Entre 1968 e 1986, por exemplo, a dívida bruta foi multiplicada por 30, o que ilustra a importância do processo.

Dois fatores são importantes para se entender o início do processo: (i) o conjunto de reformas implementadas durante o PAEG em que buscava-se, entre outros objetivos, a aproximação com o sistema financeiro internacional e a constituição de um sistema financeiro moderno no país; e (ii) a ampla liquidez internacional decorrente dos desequilíbrios norte-americanos e do dinamismo do Euromercado.

Ao longo do Milagre, a entrada de capital externo sempre foi justificada como uma forma de incrementar a poupança interna, cuja escassez era colocada como a razão de baixas taxas de investimento e pelo subdesenvolvimento. Desta forma, o endividamento externo ao longo do Milagre teria sido o responsável pelas elevadas taxas de crescimento.

Observando-se o Balanço de Pagamentos do país, constata-se que do lado da Balança Comercial, no período 1967/73 esta se manteve equilibrada. "O crescimento das exportações foi de tal magnitude que garantiu as divisas necessárias para fazer frente à ampliação das importações (...) Este resultado indica que a despeito do crescimento 'desequilibrado', não houve pelo lado do comércio de mercadorias, qualquer pressão indutora da tomada de capitais de empréstimo ao longo do ciclo expansivo"(Cruz; 1983: 63).



TABELA II.3.10  
DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA 1968/93  
US\$ BILHÕES

ANO	Dívida Externa Bruta	Reservas	Dívida Externa Líquida
1968	3.8	0.2	3.5
1969	4.4	0.6	3.4
1970	5.3	1.2	4.1
1971	6.6	1.7	4.8
1972	9.5	4.2	5.3
1973	12.6	6.4	6.1
1974	17.1	5.2	11.9
1975	21.1	4.0	17.1
1976	25.9	6.5	19.4
1977	32.0	7.3	24.9
1978	43.5	11.9	31.6
1979	49.9	9.7	40.2
1980	53.8	5.9	47.9
1981	61.4	6.7	54.7
1982	69.7	4.0	65.7
1983	81.3	4.0	77.3
1984	91.0	12.0	79.0
1985	95.8	11.6	84.2
1986	110.3	6.8	103.5
1987	107.5	7.4	100.1
1988	102.6	9.1	93.5
1989	99.3	10.0	89.3
1990	96.5	10.0	86.5
1991	93.0	9.4	83.6
1992	110.8	23.8	87.0
1993	114.3	32.2	82.1

FONTE: IBGE

TABELA II.3.11  
CONTAS EXTERNAS: BRASIL 1967/73  
US\$ bilhões

Discriminação	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Balança Comercial	0.3	0.0	0.3	0.2	-0.3	-0.2	0.0
Exportações	1.7	1.9	2.3	2.7	2.9	4.0	6.2
Importações	1.4	1.9	2.0	2.5	3.2	4.2	6.2
Serviços não Fatores	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.5	-0.7	-1.0
Serviços Fatores	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7
Juros	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
Lucros e Dividendos	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
Outros	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Transferências Unilat.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo Transações Correntes	-0.2	-0.6	-0.3	-0.7	-1.3	-1.5	-1.7
Entrada Liq. de Capitais	0.3	0.5	0.9	0.8	1.9	3.9	4.5
Variação das Reservas	0.1	-0.1	0.6	0.1	0.6	2.4	2.8

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

O saldo em Transações Correntes ao longo de todo o período (1967/73) apresentou um déficit de US\$ 6,3 bilhões, sendo que a decomposição da Balança de Serviços entre

Serviços de Fatores, correspondendo a remessa de renda como pagamento a fatores de produção - juros da dívida externa, lucros e dividendos, honorários, etc -, e Serviço não Fatores, que corresponde aos gastos com frete, turismo, seguros, etc; mostra que o primeiro representou um déficit de US\$ 3,0 bilhões no período e apenas o restante corresponde ao déficit de não fatores. Assim, apenas uma parcela desta diferença corresponde à necessidade corrente de recursos para manter o funcionamento da economia<sup>12</sup>. Como a entrada líquida de capitais ao longo do período foi de US\$ 12,8 bilhões, US\$ 6,5 bilhões transformaram-se em reservas. Em 1973, a dívida externa líquida era 50% da dívida bruta, o restante eram reservas.

Assim, “a combinação de uma rápida expansão da dívida externa e de um forte crescimento do Produto Interno Bruto, que se observou entre 1967 e 1973, não caracterizou, necessariamente, um caso de crescimento liderado por dívida externa (debt-led growth), como sustentam alguns trabalhos. De fato, a análise da natureza e dos determinantes básicos do crescimento da dívida externa indica realmente que tal aumento teve relativamente pouco a ver com o financiamento do crescimento naquele período. (...) a despesa agregada excedeu o produto interno por pequena margem. (...) Em outras palavras, ainda que o influxo de recursos externos tenha contribuído para a formação do capital, esta foi financiada, em boa parte, por recursos internos.”(Lago; 1990: 279)

Desta situação emergem uma série de questionamentos. “Ter cerca de 50% da dívida externa mantida sob a forma de reservas, sabendo-se que os juros recebidos pelos depósitos no exterior são menores que os juros pagos pelos empréstimos captados no exterior, é uma política sábia?”(Zini Jr; 1982: 194) “Enquanto o próprio FMI recomendava reservas

---

<sup>12</sup> O saldo em Transações Correntes é a soma do saldo na Balança Comercial, na Balança de Serviços e as Transferências Unilaterais. Como o saldo da BC foi zerado no período, as transferências unilaterais foram praticamente zero, assim, todo o déficit em Transações Correntes corresponde ao déficit em Serviços. Nesta última conta englobam-se tanto os gastos com a remuneração do capital estrangeiro que já havia entrado no país, quer na forma de empréstimos (remessa de juros) quer na forma de investimento direto (remessa de lucros e dividendos), os gastos com fretes (tanto de produtos exportados como importados), o pagamento de direitos autorais, licenças, seguros, etc. O gasto com a remuneração de fatores produtivos externos, não pode ser colocado como uma necessidade intrínseca para a produção e investimentos corrente (recursos que entram do exterior para financiar esta remessa não podem ser colocados como uma necessidade de poupança), já a balança de serviço não fatores, uma parcela pode ser colocada como indispensável para o normal funcionamento da economia, por exemplo o frete que faz as máquinas e matérias-primas chegarem ao país, uma outra parte, poderíamos chamar de “perfumaria”, pode ser agradável possuir, mas não afeta a capacidade produtiva e de crescimento da economia, por exemplo, o turismo de brasileiros no exterior. Desta forma, percebe-se a pequena necessidade de capital externo que se colocava para o funcionamento da economia, mesmo que totalmente desequilibrada.

equivalentes a 25% das importações anuais (três meses), o Brasil, que já em 1969 possuía reservas que correspondiam a 33% das importações anuais, acabaria por acumular reservas que em 1973 representavam 104% das importações” (Kilsztajn, S; 1984: 75). Com base nestas informações conclui-se que não há como justificar que em um país cujos padrões de vida da população sejam baixos, imponha-se um imposto sobre a população correspondente ao diferencial de juros entre o pagamento da dívida e os ganhos das reservas<sup>13</sup>.

O crescimento das reservas constituía um dos principais fatores de expansão da Base Monetária. Como contrapartida, utilizava-se crescentemente as operações com títulos públicos para contrair a expansão e manter o controle monetário, ampliando o endividamento público. Não havia, portanto, escassez de poupança (ou de fundos internos) pois esta era canalizada para títulos públicos, compensando a entrada de recursos externos. Assim, segundo uma análise da época, “o que vem ocorrendo na realidade é uma operação de transferência indireta de fundos entre os tomadores nacionais de Letras do Tesouro e os devedores por empréstimos externos, intermediada pelas Autoridades Monetárias. Este mecanismo embora represente, dadas as circunstâncias, ganho de flexibilidade doméstica de recursos, poderia vir a ser substituído por operações genuinamente internas (sem a contrapartida de tão elevado endividamento externo) no âmbito de um sistema financeiro reformado, basicamente quanto às funções de transformação de créditos contínuos de curto prazo na estrutura requerida de créditos de longo prazo.” (Pereira, J.E.C.; 1974: 197)

A citação acima já nos permite deduzir as razões que levaram ao amplo processo de endividamento: a incapacidade do sistema financeiro nacional em conceder crédito de longo prazo e a permissividade para captação externa, fizeram com que o crescimento da demanda de crédito de longo prazo, quando se inicia a retomada do investimento em fins de 60, fosse canalizada para o exterior. Além disso, alguns outros fatores devem ser destacados: (i) a maior concorrência na captação de recursos entre os diferentes segmentos

---

<sup>13</sup> Os trabalhos mais recentes que buscam determinar o nível ótimo de reservas a ser mantido por um país colocam que a relação relevante não é o nível absoluto de importações do país, como o critério acima mencionado utilizado pelo FMI, mas a variância do saldo em Transações Correntes que mede o risco de uma crise cambial do país. Deste modo, um país cuja pauta de exportações é extremamente dependente de produtos primários (commodities) tende a possuir flutuações mais acentuadas em suas receitas, justificando-se um maior nível de reservas. Outros critérios que devem ser considerados é o grau de inserção financeira do país, o grau de atratividade oferecido ao capital estrangeiro, isto é, o grau de facilidade de financiamento de desequilíbrios, entre outros elementos. Se conclui-se que uma crise cambial possa trazer mais perda de bem-estar do que o custo associado ao carregamento das reservas poder-se-ia pensar em justificar níveis mais elevados de reservas.

financeiros, com um patamar de captação dado pelas cadernetas de poupança, com uma política pública de esterilizar a entrada com títulos públicos, estimulava ganhos de arbitragem captando no exterior a uma menor taxa e aplicando internamente em títulos públicos ou nos segmentos livres de mercado onde a taxa era bastante elevada; (ii) as restrições internas às operações dos bancos estrangeiros que não podiam se valer de uma série de instrumentos de captação, faziam com que estes privilegiassem o *funding* externo de menor custo; (iii) a maior facilidade para remessa de juros e o diferencial de tratamento tributário entre remessas de lucro e de juros, faziam com que muitas empresas multinacionais com objetivo de investimento no país, o fizessem na forma de empréstimos e não de investimento direto; entre outros.

De maneira geral, podemos colocar dois estímulos, motivos indutores, da captação externa: o prazo e o diferencial de custos. Assim, as duas questões que devem ser respondidas são: (i) porque não se conseguiu implantar um sistema de financiamento de longo prazo no Brasil, à margem do Estado, apesar da introdução da correção monetária, da criação de instituições específicas para este fim (os bancos de investimento), da concessão de uma série de incentivos fiscais voltados ao fortalecimento do mercado de capitais, etc? (ii) O que explica o elevado diferencial de custos e a facilidade de obtenção de recursos externos? Porque a entrada de recursos não levou à equalização das taxas de juros interna e internacional, como descrita em qualquer modelo que considere a possibilidade de arbitragem? Isto é, quais condições internas e externas faziam com que sempre se tornasse mais atraente a captação externa? As duas questões se relacionam, podendo-se dizer, que o elevado diferencial de custo e a facilidade para a obtenção de recursos externos tornou-se um importante freio ao desenvolvimento de linhas privadas de financiamento de longo prazo, assim como este fato era um estímulo à captação externa, ou seja, os dois problemas se auto-determinam.

Quanto ao não alongamento dos prazos já discutimos isso anteriormente. Quanto ao diferencial de custo, deve-se lembrar, que a reforma financeira de 1964 tinha como um dos principais objetivos estimular a canalização da poupança para os ativos financeiros permitindo o desenvolvimento (aprofundamento) da intermediação financeira no país. Para atingir este objetivo buscou-se garantir, a nível interno, taxas reais de juros positivas nas operações financeiras.

Para tal o governo introduziu o mecanismo da correção monetária de modo a proteger os agentes da perda decorrente da desvalorização da moeda e paralelamente instituiu as cadernetas de poupança cujo rendimento era correção monetária mais 6%a.a. e títulos públicos nas mesmas modalidades (as ORTN). Gerou-se uma inflexibilidade na taxa de juros, que independente da oferta e demanda de crédito não se reduziria, dado o patamar mínimo para as taxas de captação (cadernetas de poupança). Com isso, as taxas cobradas nos empréstimos, nos segmentos livres, deveriam ser ainda mais elevadas. Assim, comparando-se o custo interno e externo do dinheiro sempre haveria vantagem para o último. Mesmo entrando muitos recursos no país, as taxas de juros internas não se reduziram para permitir a arbitragem, dada a inflexibilidade imposta ao sistema.

A nível externo, o final dos anos 60 e toda a década de 70, exceção a curtos períodos, são marcados por profundas transformações no sistema financeiro internacional e uma grande ampliação da liquidez internacional, em um quadro de crise e ruptura do sistema de Bretton Woods e desenvolvimento do chamado Euromercado.

Os profundos desequilíbrios externos da economia norte-americana em decorrência da perda de competitividade daquele país frente à Europa e ao Japão, e dos profundos déficits públicos, devido aos elevados gastos armamentistas, financiados com emissão monetária, precipitaram a ruptura do sistema de Bretton Woods<sup>14</sup>. Com o processo de internacionalização dos bancos americanos para acompanhar suas clientes multinacionais, em resposta às restrições impostas pelo FED às suas operações externas<sup>15</sup>, ampliou-se significativamente o chamado Euromercado<sup>16</sup> surgido no início dos anos 60. As firmas

---

<sup>14</sup> O sistema de Bretton Woods instituído no pós-II Guerra Mundial para ordenar as relações de troca entre as moedas e permitir o crescimento do comércio mundial estipulava o seguinte: i) o ouro era o ativo de reserva internacional; ii) as taxas de câmbio entre os países deveriam ser fixas; iii) O FMI (Fundo Monetário Internacional) criado junto com o acordo seria o guardião do sistema, financiando desequilíbrios temporários nas contas externas dos países, sujeitando-os a adoção das políticas necessárias para a sua correção, e aprovando em caso de desequilíbrios permanentes os realinhamentos cambiais. Como os EUA detinha a maior parte do estoque mundial de ouro, fixou-se uma paridade dólar-ouro, com o dólar passando a desempenhar o papel de moeda mundial e todos os outros países fixando suas taxas de câmbio em termos de dólares. O problema do sistema começou a aparecer em decorrência da grande expansão da quantidade de dólares que passou a gerar desconfiças quanto ao padrão dólar-ouro fazendo com que vários países, inicialmente a França, passassem a converter seus dólares em ouro. Neste contexto, os EUA, no início dos 70 desvalorizou sua moeda em relação ao ouro, rompeu a conversibilidade e finalmente em 1973 passou a deixar o dólar flutuar.

<sup>15</sup> Destaca-se a Resolução Q de 1966 que fixou tetos de juros nos EUA e aumentou as exigências de reservas dos bancos

<sup>16</sup> O Euromercado refere-se a operações ativas e passivas dos bancos denominadas em uma moeda diferente daquela do país onde está situada a instituição financeira. Assim, por exemplo, uma firma qualquer pode

passaram a deter cada vez mais euro-dólares ao invés de manter seus recursos no mercado americano, devido à maior remuneração que poderiam obter como à maior eficiência para realizarem suas transações internacionais. Os Eurobancos escapavam praticamente a qualquer tipo de regulamentação/controle, sendo um sistema praticamente auto-regulado, podendo, por isso, pagar maiores taxas de captação, cobrar menores taxas nos empréstimos e ampliar a alavancagem. O único limite ao sistema era a confiança dos depositantes nos bancos, e o chamado risco político, devido a soberania dos países onde se encontravam os euro-dólares. Conforme os movimentos de capitais foram se tornando cada vez mais importantes para os países, este risco foi diminuindo.

Neste contexto, os bancos se viram forçados a buscar novos tomadores, com redução nos *spreads* e baixas taxas de juros. Assim, os países em desenvolvimento foram praticamente capturados pelo sistema financeiro internacional em seu processo de expansão. Tanto é assim, que os recursos direcionaram-se para todos os tipos de países independente do sistema político vigente, por exemplo, Brasil, México, Coréia, Polônia, etc.

Percebe-se, portanto, que “enquanto o Brasil, no intuito de desenvolver sua intermediação financeira, garantia juros reais positivos através da correção monetária do cruzeiro, o Capital Financeiro Internacional, através de crédito fácil, prazos dilatados e baixas taxas reais de juros buscava novos espaços para a acumulação. A incongruência entre estas duas estruturas de taxas de juros alimentou a absorção do capital financeiro internacional e a expansão dos ativos financeiros internos. Todo o período do ‘Milagre’, com suas altas taxas de acumulação produtiva, foi acompanhado por intensa acumulação financeira que decolou da acumulação produtiva de forma totalmente anômala.”(Kilsztajn; 1984: 101)

Todos agentes que tivessem condições de captar no exterior o fariam, o mercado doméstico ficaria apenas para as pequenas empresas e os consumidores que não tinham acesso ao crédito internacional. É interessante observar que mesmo que os agentes não necessitassem de recursos era interessante trazê-los de fora e especular no mercado interno: por exemplo tomavam recursos no exterior e aplicavam internamente em títulos públicos e

---

depositar seus dólares em um banco situado em Londres, Luxemburgo, Suíça, Hong-Kong, Ilhas Cayman, etc. Estes depósitos constituem os chamados euro-dólares. Note-se que não há a necessidade de o centro financeiro estar situado na Europa para denominar-se Euro-dólar, basta ser um centro “*off-shore*”, isto é, fora da jurisdição da moeda que está sendo depositada. Assim como para o dólar, existe o euro-iene, o euromarco, etc.

obtinham um diferencial positivo na operação. “A diferença entre o serviço da dívida interna (correção monetária e juros das ORTN e taxas de desconto das LTN) e o custo financeiro dos tomadores externos (correção cambial mais juros) que repassavam os dólares para as Autoridades Monetárias estava sendo, assim, coberta pelas próprias Autoridades Monetárias. As Autoridades Monetárias acabaram, portanto, por ‘subsidiar’ os tomadores externos” (Kilsztajn; 1984: 103).

Em uma situação como esta o SFN não tinha condições de concorrer com o SFI pelos melhores clientes, o que tendia a piorar ainda mais a situação de risco, pressionando por maiores elevações de custo e reduções de prazo. Com os altos ganhos que poderiam obter nas operações de curto prazo, com menor risco, inclusive através do processo acima descrito, de captar no exterior e arbitrar com títulos públicos, não se tornava atraente para os bancos se arriscarem em uma maior vinculação com a atividade produtiva.

A entrada bruta de recursos no período do Milagre, através da Lei 4131 e da Resolução 63, totalizou US\$ 15 bilhões, sendo US\$ 9 bilhões na primeira modalidade e US\$ 6 bilhões na segunda. Do total de entradas via lei 4131, em torno de 50% destinavam-se para as empresas estrangeiras, constituindo-se a principal fonte de financiamento das mesmas, que tanto tinham maior facilidade em obter crédito externo, inclusive junto às matrizes, sendo formas disfarçadas do que deveria ser investimento direto. Quanto à Resolução 63, do total captado, os bancos comerciais nacionais e os bancos de investimento estrangeiros foram responsáveis, cada um, por aproximadamente um terço das captações. O restante era distribuído entre os bancos de investimento nacionais, bancos comerciais estrangeiros e estaduais e bancos de desenvolvimento. Confirmando a importância de fontes externas de recursos para os bancos comerciais se adaptarem a uma maior preferência por haveres não-monetários e a possibilidade para os bancos estrangeiros compensarem a diferença de tratamento frente aos nacionais<sup>17</sup>.

No período 1974/79, as captações externas feitas pelo setor privado foram perdendo importância. A manutenção de taxas de juros elevadas e o relaxamento nas condições de ingresso de capitais e de remessa de juros não funcionaram como estímulo para uma posição mais agressiva do setor privado na captação de recursos externos. “Os resultados (...) sugerem que a perda de posição relativa das captações privadas decorreu,

---

<sup>17</sup> Os dados sobre a participação dos tomadores de recursos externos foram extraídos de CRUZ (1994).

fundamentalmente, da desaceleração da taxa de crescimento do produto e da redução das inversões privadas, à medida que ambas afetaram negativamente a demanda de créditos em cruzeiros, inclusive em sua componente externa. Por outras palavras, enquanto o ritmo de crescimento do produto se mantém acelerado, a demanda por crédito exercida pelo setor privado é capaz de garantir um ingresso significativo de recursos externos. Num segundo momento, quando a taxa de crescimento do produto experimenta uma trajetória de desaceleração numa conjuntura onde, contraditoriamente se ampliam as necessidades de recursos externos, as captações privadas não crescem, o que determina uma participação cada vez maior do setor público como única forma de assegurar ingressos massivos de recursos externos.” (Cruz; 1984: 113)

As empresas estatais, enquanto agentes centrais do projeto desenvolvimentista, foram as responsáveis pela captação de recursos externos. Para tal, limitou-se a capacidade de auto-financiamento das mesmas por meio de um maior controle tarifário também utilizado para segurar a aceleração inflacionária. Além disso, limitou-se o acesso destas ao crédito interno. Deste modo, a única forma de fazerem frente aos investimentos programados era recorrerem ao endividamento externo. Isto, ia ao encontro das preferências do SFI, que possuía uma predileção por empréstimos aos governos ou com aval destes. “As empresas estatais passavam a ser vistas, crescentemente, como tomadoras preferenciais pelos credores internacionais, pois além do aval do Tesouro, apresentavam programas de inversão de médio e longo prazos num contexto de desaceleração do investimento privado” (Cruz; 1984: 121)

Assim, de uma participação média nas captações nos moldes da Lei 4131, em torno de um terço no triênio 1972/74, a participação das empresas estatais cresceu rapidamente, superando a metade dos recursos em 1975, mantendo-se a tendência ao crescimento até superar os três quartos nos anos 1979/80. Note-se que este aumento da participação se dava em um contexto de crescimento nas captações totais, confirmando o elevado endividamento a que foram sujeitas as empresas estatais. Este processo, de aumento na participação da captação pública, denomina-se estatização da dívida externa, tendo sido utilizado para cobrir as necessidades de fechamento do Balanço de Pagamentos, num primeiro momento e, posteriormente, voltou-se a acumular reservas. Os dados sobre as contas externas e as captações por tomadores finais encontram-se nas tabelas abaixo.



Percebe-se claramente na tabela sobre os tomadores finais que, em termos da Lei 4.131, o setor privado nacional, acompanhando a retração de seus investimentos com o final do Milagre, praticamente saiu do mercado iniciando um processo de ajustamento. O capital estrangeiro manteve participação elevada até 1977, após o que despenca sua participação. As estatais sustentaram a entrada de recursos ao longo do período. Quanto à Resolução 63, percebe-se que os bancos comerciais públicos ampliaram substancialmente suas captações no biênio 1974/75 colaborando para a apagar o incêndio que se colocava nestes dois anos. Nos anos seguintes a participação destas instituições se retraiu, voltando a crescer a captação do sistema bancário privado, alimentando a ciranda financeira.

TABELA II.3.12  
CONTAS EXTERNAS: BRASIL 1974/79

US\$ bilhões

Discriminação	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Balança Comercial	-4.7	-3.5	-2.3	0.1	-1.0	-2.8
Exportações	8.0	8.7	10.1	12.1	12.7	15.2
Importações	12.7	12.2	12.4	12.0	13.7	18.0
Serviços não Fatores	-1.4	-1.5	-1.4	-1.2	-2.3	-2.5
Serviços Fatores	-1.0	-1.7	-2.4	-2.9	-3.7	-5.4
Juros	-0.7	-1.5	-1.8	-2.1	-2.7	-4.2
Lucros e Dividendos	-0.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6
Outros	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6
Transferências Unilat.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
Saldo Transações Correntes	-7.1	-6.7	-6.1	-4.0	-6.9	-10.7
Entrada Liq. de Capitais	6.5	5.5	8.7	4.7	10.4	6.8
Variação das Reservas	-0.6	-1.2	2.6	0.7	3.5	-3.9

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

TABELA II.3.13  
EMPRÉSTIMOS EXTERNOS - LEI 4.131 - TOMADORES FINAIS  
(US\$ MILHÕES E PART. %)

ANO	TOTAL	PRIVADO %	PRIV.NAC.%	ESTRANG.%	PUBLICO %
1972	2497.5	75.05	27.25	47.80	24.95
1973	2849.2	60.31	23.01	37.30	39.69
1974	3109.5	64.69	13.89	50.80	35.31
1975	3773.4	49.62	6.22	43.40	50.38
1976	3826.0	48.95	3.65	45.30	51.05
1977	4857.4	48.52	6.02	42.50	51.48
1978	8828.9	39.77	5.27	34.50	60.23
1979	8650.3	23.21	6.41	16.80	76.79
1980	4811.1	23.36	3.66	19.70	76.64
1981	7596.6	30.42	5.63	24.79	69.58

FONTE: CRUZ (1984)

**TABELA II.3.14**  
**EMPRÉSTIMOS EXTERNOS - RESOLUÇÃO 63 - TOMADORES FINAIS**  
**US\$ MILHÕES E PART. %**

ANO	TOTAL US\$ MI	BANCOS COMERCIAIS			BANCO INVEST.		BANCO DESEN.
		PUBLIC	NACION	ESTRAN	NACION	ESTRAN	
1972	1465.2	10.88	27.51	8.58	19.33	32.79	0.91
1973	1069.5	13.93	31.70	7.36	14.46	31.99	0.57
1974	1608.0	41.60	23.71	6.67	5.92	20.69	1.41
1975	928.3	44.57	19.67	14.65	2.48	18.64	
1976	1572.5	21.82	22.68	33.46	4.59	17.46	
1977	1321.4	29.52	27.21	19.88	3.54	18.18	1.66
1978	3053.8	27.27	26.07	14.81	6.10	23.86	1.89
1979	1574.5	24.66	29.9	17.85	6.48	20.52	0.59
1980	3500.9	33.11	28.65	21.16	2.21	13.95	0.91
1981	5466.9	22.88	33.94	22.26	6.31	10.13	4.48

FONTE: CRUZ (1984)

O processo de estatização da dívida externa completava-se a nível interno pela possibilidade oferecida ao setor privado de repassar ao setor público suas dívidas em dólares. Através da Circular 230 (1974) e da Resolução 432 (1977) permitia-se às instituições financeiras e às empresas não-financeiras realizar depósitos prévios em cruzeiros no BACEN, transferindo para este os encargos de seus débitos externos - correção cambial, principal e juros - contraídos através da Resolução 63 e Lei 4131, respectivamente, viabilizando desta forma o *hedge* para protegê-los dos riscos de alterações nas condições dos empréstimos. Visava-se com isso estimular as captações privadas. “Na prática, institucionalizou um mecanismo de socialização das perdas decorrentes de desvalorizações cambiais mais acentuadas, mecanismo esse que foi extremamente útil às empresas endividadas por época da maxidesvalorização realizada em 1979.”(Cruz; 1984: 114). Permitiram que o setor privado transferisse ao governo os custos do endividamento quando o mercado financeiro internacional e a situação cambial do país se mostraram mais instáveis. Introduzia-se um elemento a mais de instabilidade no sistema ao viabilizar rápidas modificações nas posições em moeda estrangeira e nacional. Quando a expectativa era de uma desvalorização cambial, ampliavam-se os Depósitos em Moeda Estrangeira (DME) no Banco Central, como forma de evitar a perda cambial. Isto levava a contração monetária e elevação nas taxas internas de juros. Quando a expectativa era de câmbio estável, operava-se a conversão ao inverso para permitir a apropriação do diferencial de juros. Desta forma, limitava-se bastante o controle monetário.

Note-se que, a partir de 1976, quando já havia passado a instabilidade inicial gerada pelo choque do petróleo, com redução significativa no déficit comercial e em transações correntes, diminuindo a necessidade de financiamento, intensifica-se a entrada de capitais, permitindo ao país voltar a acumular reservas com base no endividamento externo. Mantinha-se a prática anteriormente utilizada de endividamento interno do setor público como forma de diminuir o impacto monetário das operações externas.

Com a facilidade na obtenção de recursos, neste período, inclusive, acima das necessidades do país, “conclui-se, portanto, que o novo impulso da dívida externa brasileira resultou de um segundo ‘transbordamento’ do euromercado de moeda e de uma política econômica decididamente indutora da tomada de recursos externos. O acréscimo da dívida externa pouco tem a ver com o comportamento da conta de mercadorias e de serviços produtivos, ou seja, com a contribuição de poupanças externas ao crescimento, apresentando como contrapartidas principais o próprio custo da dívida e o acúmulo de reservas internacionais.” (Cruz; 1983: 69)

A facilidade de obtenção de recursos decorreu da eficácia com que o Euromercado desempenhou a função de intermediador financeiro global reciclando os petrodólares. Permitiu a multiplicação das relações de débito e crédito entre os países ampliando a disponibilidade de recursos e a flexibilidade em termos de prazos e custos das operações. Captou os excedentes transferidos aos países da OPEP e tornou-os disponíveis na forma de crédito para os países importadores. A queda na demanda por crédito nas economias centrais, devido às políticas de ajustamento e à oferta abundante de recursos colocaram os países em desenvolvimento como locais ideais para a valorização dos recursos (capital financeiro internacional). Desta forma assistiu-se no período 1974/79 uma ampliação significativa do endividamento dos países em desenvolvimento, com o que, os ativos dos bancos internacionais foram ficando cada vez mais comprometidos com estes países ampliando à exposição ao risco de que uma crise nestes pudesse gerar uma quebra no sistema.

Já a partir de 1979, começaram as maiores dificuldades para a obtenção de recursos tanto pelo elevado grau de endividamento do país, que ampliava o risco, como pelo fato dos EUA, com a política de valorização do dólar estar se tornando o grande enxugador da liquidez mundial. Apesar da queima de reservas em 1979/80 e 1982, o país ainda conseguiu

financiar grande parte das suas necessidades de financiamento externo, junto aos bancos privados internacionais, mas em condições cada vez piores: menores prazos e *spreads* crescentes. Nestes quatro anos a dívida praticamente dobrou, superando os US\$ 80 bilhões.

A grande mudança ocorrida foi em relação à posição dos países no fluxo de capitais internacionais. Os EUA passou a adotar uma política monetária extremamente contracionista em 1979, visando reverter a tendência de desvalorização do dólar iniciada em 1973, o que acoplado a um profundo desequilíbrio fiscal, elevou substancialmente as taxas de juros naquele país, fazendo com que este se transformasse no grande absorvedor dos recursos internacionais para cobrir os déficits em transações correntes. Os fornecedores de recursos internacionais passaram a ser cada vez mais Japão e Alemanha, cuja competitividade das indústrias e demandas internas controladas levavam ao aparecimento de grandes superávits. Com isso alterava-se o sentido do fluxo internacional de capitais, que nos 80, ficou muito mais restrito ao Norte<sup>18</sup>.

Neste quadro, com a expulsão dos países em desenvolvimento do circuito eclodem as crises da dívida externa, que mostraram tanto a vulnerabilidade dos bancos internacionais, detonando uma série de transformações no sistema financeiro internacional, como, principalmente dos países em desenvolvimento que tiveram de lançar-se em penosos processos de ajustamento.

### **3.3.4 - ANOS 80: CRISE DA DÍVIDA EXTERNA, ENCILHAMENTO FISCAL E “MOEDA-INDEXADA”.**

Com as maiores dificuldades colocadas ao fluxo de recursos externos, iniciou-se, em meados de 1980, o processo de ajustamento voluntário da economia brasileira. A forma como foi tratada a questão, refletia o diagnóstico de que o desequilíbrio externo decorria do país estar gastando acima de sua renda - “vivendo acima de seus limites”. (Arida e Resende; 1985: 15). Não procurou-se, naquele momento, tratar o profundo desequilíbrio, decorrente de choques externos, com uma renegociação adequada do passivo, aceitando-se passivamente, a necessidade de gerar superávits comerciais para fazer frente aos serviços da dívida. Percebe-se pela tabela abaixo, que a entrada líquida de capitais tornou-se insuficiente para cobrir o déficit em transações correntes levando a uma contínua queima de reservas a

---

<sup>18</sup> A respeito das alterações nos fluxos internacionais ver Baer (1993) e Takahashi (1992)

partir de 1979, agravando-se em 1982, quando colocou-se a ameaça de uma crise cambial. Dois fatores tornaram dramática a situação externa no início da década de 80: a queda nos termos de troca e a elevação das taxas de juros internacional.

TABELA II.3.15  
CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS: 1980/84  
US\$ bilhões

Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984
Balança Comercial	-2.9	1.2	0.8	6.5	13.1
Exportações	20.1	23.3	20.2	21.9	27.0
Importações	23.0	22.1	19.4	15.4	13.9
Serviços não Fatores	-2.8	-2.8	-4.2	-1.4	-1.1
Serviços Fatores	-7.3	-10.3	-12.9	-11.3	-11.6
Juros	-6.3	-9.2	-11.4	-9.6	-10.2
Lucros e Dividendos	-0.3	-0.4	-0.6	-0.8	-0.8
Outros	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6
Transferências Unilat.	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2
Saldo Transações Correntes	-12.8	-11.7	-16.3	-6.1	0.6
Entrada Liq. de Capitais	8.9	11.6	10.5	5.7	8.0
Varição das Reservas	-3.9	-0.1	-5.8	-0.4	8.6

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

Quanto aos termos de troca, “se comparado com outras regiões ou alguns países em desenvolvimento altamente endividados, se observa que o impacto da deterioração das relações de troca foi especialmente intenso no Brasil, que no período 1980-1985 teve uma queda de 27% neste índice. Nessa mesma fase, a região asiática praticamente manteve estabilidade nos seus termos de troca. Por sua vez, o conjunto dos países em desenvolvimento da América e os quinze países altamente endividados apresentaram uma redução muito menor deste índice, 11% e 3,7%, respectivamente. Assim, independentemente do impacto direto da elevação dos juros internacionais sobre a conta de capital do Balanço de Pagamentos, a forte deterioração das relações de troca - num contexto de crescimento mais lento do comércio mundial - e a rigidez da pauta de importações do Brasil criaram uma forte restrição cambial na balança comercial, que foi enfrentada pelo governo com um esforço redobrado de expansão das exportações e a contenção das importações, através de um ajuste recessivo e medidas de contingenciamento.” (Baer; 1993: 74)

TABELA II.3.16  
 RELAÇÕES DE TROCA: 1977/85

ANO	BRASIL - INDICES DE PREÇOS			ASIA	AMERICA	ENDIVIDAD
	EXPORTAÇ	IMPORTAÇ	REL.TROCA	REL.TROCA	REL.TROCA	REL.TROCA
1977	100.00	100.00	100.00			
1978	92.00	107.00	85.98			
1979	101.00	128.00	78.91	100.00	100.00	100.00
1980	107.00	163.90	65.28	98.60	107.40	113.70
1981	100.70	182.10	55.30	97.81	101.28	109.27
1982	94.60	176.10	53.72	98.40	93.38	101.84
1983	89.50	166.80	53.66	99.19	88.99	97.46
1984	91.30	158.40	57.64	100.57	93.71	101.94
1985	86.10	149.20	57.71	99.77	88.83	96.33

FONTE: Baer (1993: 76)

Quanto a elevação das taxas de juros internacionais, seu impacto imediato refere-se ao custo adicional dos pagamentos de juros sobre a parcela da dívida contratada a taxas de juros flutuantes<sup>19</sup>. Percebe-se pelos dados das contas externas brasileiras, que os gastos com pagamento de juros quadruplicaram entre 1978 e 1982.

Considerando a taxa de juros, em termos reais, houve uma elevação em torno de 7 pontos percentuais no período 1981/82, frente ao período anterior (1978/80), quando esta passa de 1%a.a. para 8%. Este aumento por si só, exigiria uma maior entrada de recursos para compensá-lo, ou um esforço no sentido de ampliar as exportações e contrair as importações, de tal modo que o efeito sobre a Balança Comercial compensasse a deterioração da Balança de Serviços. A queda nas relações de troca aumentava o esforço necessário. Observa-se na tabela abaixo que quando deflacionada a taxa de juros pelo índice de relações de troca, a taxa real de juros atinge o nível absurdo de 40%a.a..

<sup>19</sup> O Euromercado desenvolveu uma série de mecanismos, inovações, para diminuir o risco dos bancos. A primeira novidade nos contratos com o sistema bancário privado internacional era a presença das taxas de juros flutuantes repactuadas de prazo em prazo. Os empréstimos do sistema baseavam-se na LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), que era formada pela média das taxas cobradas entre os bancos do sistema, mais um *spread* que variava com o risco da operação (tomador). O *spread* era fixo ao longo do prazo da operação, podendo ser revisto a cada nova operação ou quando o crédito fosse refinanciado. Mas a taxa de juros do empréstimo era corrigida de tempos em tempos conforme a variação da LIBOR, com isso, eliminava-se o risco-preço, isto é, uma variação da taxa de juros durante o período do empréstimo que poderia fazer com que o custo de rolagem do passivo dos bancos superasse a remuneração do ativo. Uma outra inovação eram os *syndicated loans* que correspondem a empréstimos realizados por um conjunto de bancos. Quando a operação de crédito envolvia um montante muito elevado, vários bancos se reuniam e cada um entrava com uma parcela do total para conceder o crédito, com isso, diluía-se o risco da operação entre diversas instituições.

**TABELA II.3.17**  
**TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS: 1975/85**  
**MÉDIAS ANUAIS (%)**

ANO	PRIME RATE (EUA)				LIBOR - US\$ 6 MESES			
	NOMIN	REAL (A)	REAL (B)	REAL (C)	NOMIN	REAL (A)	REAL (B)	REAL (C)
1975	7.9	-1.1	7.9	11.4	7.8	-1.2	7.8	11.3
1976	6.8	1.0	-7.4	-4.9	6.1	0.3	-8.0	-5.5
1977	6.8	0.3	-12.5	-9.0	6.4	-0.1	-12.8	-9.4
1978	9.1	1.5	18.6	26.7	9.2	1.5	18.7	26.8
1979	12.7	1.3	2.7	23.0	12.2	0.8	2.2	22.4
1980	15.3	1.6	8.8	39.3	14.0	0.4	7.6	37.7
1981	18.9	7.7	26.3	40.4	16.7	5.7	24.0	37.8
1982	14.9	8.3	22.3	18.3	13.6	7.1	20.9	17.0
1983	10.8	7.3	17.1	11.0	9.9	6.4	16.2	10.1
1984	12.0	7.4	9.8	4.0	11.3	6.7	9.1	3.4
1985	9.9	6.2	16.5	9.9	8.6	4.9	15.2	8.6

FONTE: Baer (1993: 78) (A) deflacionado pelo IPC-EUA, (B) deflacionado pelo índice de preços das exportações brasileiras, (C) deflacionado pelo índice das relações de troca.

Apesar da profunda deterioração das contas externas brasileiras no início da década, a manutenção dos créditos ainda permitia um maior fôlego para a política econômica. “A explicitação da vulnerabilidade financeira externa do Brasil - como na maioria dos países subdesenvolvidos endividados junto ao mercado privado - não se deu com a elevação das taxas de juros internacionais. Ela só ocorreu a partir de agosto de 1982, com o corte de financiamento internacional pelos bancos privados uma vez que o México declarou a moratória. A partir deste momento os recursos financeiros internacionais se tornaram extremamente escassos. Da faixa de US\$ 13 a 14,5 bilhões em 1981-82, os créditos de médio e longo prazo dos bancos privados deixaram de existir. A partir de 1983, o escasso dinheiro novo proveniente das fontes privadas se deveu ao processo de renegociação da dívida externa, restringindo-se a montantes mínimos que impedissem que o país declarasse unilateralmente a moratória.” (Baer; 1993: 77)

As renegociações em torno da dívida externa sempre se pautaram por jogar o peso do ajuste para os países endividados. Apenas a partir do final da década, quando os bancos já haviam se ajustado à nova situação e provisionado as perdas decorrentes dos empréstimos realizados, passou-se a aceitar mecanismos de redução de dívida, como o Plano Brady.

O FMI enquanto agente responsável das negociações intermediando as posições dos credores em bloco e dos devedores isolados, sempre sinalizou que, adotando-se políticas consistentes, isto é, seguindo-se o programa de ajuste do fundo, os recursos privados

voltariam. No caso brasileiro, os dados das contas externas mostram o enorme sacrifício que se impôs ao país que rapidamente reverteu o saldo na balança comercial e conseguiu gerar vultosos superávits que permitiam não só o pagamento dos juros como iniciar a amortização da dívida, às custas de anos recessivos e profunda queda do emprego. Apesar disso, o dinheiro não voltou na década de 80.

A política de ajustamento externo e o fato da dívida externa estar extremamente concentrada no setor público, levou a uma profunda deterioração das contas públicas, aprofundando a ciranda financeira e a lógica da moeda-indexada nos anos 80.

A concentração da dívida externa no Estado exigia uma transferência interna de recursos para que este pudesse servi-la, já que a parcela da dívida sob sua responsabilidade não possuía qualquer relação com sua participação no PIB, e a ampliação da capacidade de transferência externa não gerava maior capacidade extrativa pelo Estado<sup>20</sup>, ao contrário, era acompanhada por uma degeneração fiscal-financeira do Estado, principalmente pela forma como a gestão da política econômica tratou a transferência interna de recursos.

O setor público deveria adquirir as divisas geradas pelo setor privado exportador, uma vez que a receita do governo é basicamente em moeda nacional. O problema que se colocava, é que além do próprio impacto negativo, em termos fiscais, da elevação da taxa de juros internacional, toda a política para a geração de superávit tendia a piorar a situação: a política cambial mais agressiva encarecia as divisas, aumentando os gastos em moeda nacional para adquiri-las<sup>21</sup>, a política de estímulo às exportações ampliava os gastos com subsídios e gerava uma renúncia fiscal uma vez que estas eram isentas; o controle da demanda interna e a recessão diminuíam a base tributável e o total arrecadado.

Assim, como contrapartida do ajustamento foi se ampliando endividamento interno, que gerou um processo denominado de “substituição da dívida externa por dívida interna”<sup>22</sup>. Note-se que isto não necessariamente desembocaria em uma profunda crise financeira do setor público, caso este conseguisse fazer esta colocação de títulos em prazo longo e com isso diluisse no tempo o impacto fiscal imediato até que conseguisse equilibrar suas contas.

---

<sup>20</sup> A este respeito ver Werneck (1987).

<sup>21</sup> No caso chileno, por exemplo, não ocorria a deterioração fiscal em função da desvalorização cambial, pois o principal produto de exportação do país, o cobre, era de propriedade estatal. Assim, ao estimular a exportação o governo ampliava suas receitas e já na moeda necessária para realizar a transferência e, caso desvalorizasse sua moeda, ampliava sua receita em moeda nacional decorrente da venda das divisas.

<sup>22</sup> A este respeito ver Cavalcanti, C.B. (1988) e Bontempo, H.C. (1988)



As características do sistema financeiro no Brasil, descritas acima, não permitiam porém esta alternativa, em um contexto em que a aceleração inflacionária acentuava o curto-prazismo. A maior vulnerabilidade da economia a choques de oferta, tanto pela crise externa como pela crise fiscal, em uma economia bastante indexada, colocava sérios problemas à estabilização e ampliava a incerteza inflacionária. Combinando isto com os desmandos do governo no que diz respeito a correção monetária<sup>23</sup>, fechava-se o quadro para ampliar a relutância em aceitar ativos de prazo mais longo, além de exigirem taxas de juros mais elevadas, para compensar os maiores riscos, e, em alguns casos, a utilização de outras unidades de contas, por exemplo, títulos públicos com correção cambial.

Chegamos no limite, à rolagem diária da dívida pública, garantindo liquidez absoluta a seus detentores e, ainda, um retorno pelo seu carregamento. Os títulos públicos substituíram o cruzeiro, moeda de curso forçado, enquanto reserva de valor e, conforme a inflação se acelerava, transformava-se também na unidade de conta, ampliando a indexação da economia. Deve-se destacar que a moeda indexada fez com que, no Brasil, a fuga de capitais, associada à instabilidade gerada pela crise da dívida externa, tenha sido muito menor que nos demais países latino-americanos, uma vez que garantia-se elevada taxa de juros aos detentores desta moeda, assim como, impediu um processo generalizado de dolarização da economia e de uso da moeda estrangeira como referencial de preços internos. Mas isto se fez às custas de uma perda de autonomia completa no controle monetário e fiscal, pela contaminação que este sofria do lado monetário, uma vez que a fuga da moeda de curso forçado implicava endividamento crescente e maiores gastos com a sua rolagem. Assim, por exemplo, a ampliação da quantidade de moeda, ao invés de constituir-se uma forma de financiamento público de custo zero para o governo, transformou-se ela mesma um processo de geração de gastos para o Tesouro. Com isso, a perda do imposto inflacionário, decorrente da pequena base monetária, ampliava o problema fiscal, agravado pelo custo originado da política monetária<sup>24</sup>.

Mesmo que o governo desejasse monetizar (moeda de curso forçado) a economia e reduzir a taxa de juros para melhorar a situação fiscal, isto não seria possível pela ampla

---

<sup>23</sup> Deve-se lembrar que em 1980 a correção monetária e cambial foram pré-fixadas por Delfim Netto em um nível bastante abaixo da inflação efetivamente ocorrida naquele ano.

<sup>24</sup> De acordo com Munhoz (1984), a forma que foi conduzida a política monetária foi a principal responsável da expansão do endividamento interno, que cresceu muito a frente das necessidades fiscais do Estado. A este respeito ver Toneto Jr. (1992: 265-296).

possibilidade de arbitragem. A existência dos DME, faziam com que as taxas de juros fossem inflexíveis para baixo, devendo embutir não só o diferencial entre as taxas de inflação interna e externa como o risco cambial associado à manutenção de posições em moeda nacional, levando a taxas de juros internas da ordem de 30% a.a. em termos reais<sup>25</sup>. Note-se que com taxas de juros reais neste nível, extremamente superiores ao crescimento do produto, a dívida assume uma trajetória explosiva em termos de participação no PIB, constituindo-se uma situação de insolvência intertemporal, fazendo com que o prêmio exigido pelo risco de seu carregamento seja ainda maior<sup>26</sup>. As elevadas taxas de juros faziam, inclusive, com que os agentes tentassem desmobilizar suas riquezas para jogá-la na ciranda financeira.

Este círculo vicioso da dívida pública, levou a uma grande ampliação do sistema financeiro no período, com grandes lucros vindos da corretagem da dívida pública e da apropriação do ganho inflacionário pelos bancos - ganhos de *floating* de recursos não remunerados pelos bancos (por exemplo, defasagem entre o pagamento de impostos pelo contribuinte e a transferência ao governo, defasagem decorrente da compensação de cheques, etc). Os ganhos do sistema financeiro, na década de 80, desvincularam-se completamente da atividade produtiva, o que pode ser percebido pela profunda retração nas operações de crédito com o setor privado e o crescimento no carregamento de títulos públicos e empréstimos ao governo, recursos totalmente consumidos na própria rolagem da dívida. "A maior parte do lucro financeiro provém de uma valorização fictícia do patrimônio líquido de alguns agentes econômicos à custa do endividamento crescente do setor público e de um segmento do setor privado, que sofrem, ambos, as perdas patrimoniais correspondentes. Esta tem sido a função por excelência da expansão da dívida pública brasileira, nos últimos anos. E a acumulação financeira que lhe está associada nada tem a ver

---

<sup>25</sup> "Além de constituir um dos elementos de uma receita ortodoxa de ajuste, a manutenção de taxas reais elevadas fazia-se necessária para a) rolar o enorme estoque de dívida que crescia autogamicamente e, b) incentivar a tomada de recursos externos (uma vez que a dívida externa também crescia autogamicamente). (...) Há que assinalar ainda que, mesmo que os *policy-makers* assim o desejassem, não conseguiriam reduzir a taxa interna de juros (via expansão do crédito, por exemplo) porque a especulação em torno da taxa de câmbio fazia crescer os depósitos na Resolução 432 enxugando involuntariamente, o pretendido aumento da liquidez. Em função de todas essas amarras, as taxas internas de juros descreviam um movimento similar ao desenvolvido pelas taxas externa, com o agravante de que tal situação implicava taxas de juro sem paralelo na história do país, da ordem de 30% ou mais ao ano em termos reais." (Paulani, Bier e Messenberg; 1987: 92). A este respeito ver também Silva, A.M. e Dornbush, R. (1984).

<sup>26</sup> A respeito das condições de estabilidade do endividamento público ver Messenberg, R. (1989)

com poupança, mas simplesmente exprime a desagregação do sistema de financiamento da economia que de resto se revela também na aceleração inflacionária.” (Tavares, et alli; 1982: 43-44)

De acordo com Belluzzo e Almeida (1992: 40-41), as próprias empresas produtivas, passaram a contar cada vez mais com receitas financeiras - remuneração do dinheiro em caixa - para manter suas taxas de lucros. Com a retração dos investimentos e da atividade econômica, as empresas que conseguiram manter seus *mark-ups* elevados, mesmo se endividadas anteriormente, conseguiram sanear-se rapidamente e alteraram sua relação com o sistema financeiro, deixando de serem devedoras líquidas passando para a situação de aplicadoras líquidas. Tornaram-se sócias do sistema financeiro na falência do Estado e daqueles setores da economia que não conseguiam se proteger da aceleração da inflação (população de baixa renda) e pequenas empresas de setores concorrenciais, que não conseguiam manter a rentabilidade elevada e tinham que recorrer ao sistema financeiro para capital de giro.

A situação financeira do Estado seria bastante diferente se este tivesse conseguido estender no tempo o custo do ajustamento internamente, isto é, se tivesse conseguido desenvolver mecanismos adequados de transferência interna de recursos, sem que fosse obrigado a sustentar a transferência externa rolando seu passivo diariamente a nível interno. Para tal teria sido necessário, um sistema financeiro interno capaz de alongar os prazos de financiamento. Dessa forma, “ainda que a restrição do financiamento externo tenha sido parcialmente substituída por financiamento interno, a natureza deste último revelava suas próprias limitações: custo elevado e sem nenhum embasamento em um projeto de reestruturação da base produtiva que desse a perspectiva de retomada de um fluxo de receitas ao Estado que quebrasse a dinâmica perversa entre encargos financeiros e endividamento público crescentes.” (Baer; 1993: 117) A partir desta situação de retroalimentação da dívida pública, pelos seus próprios encargos, a autora, utilizando a terminologia de Minsky, diz que o Estado passou a uma situação *Ponzi finance*, que seria o motivo da instabilidade inflacionária.

Os planos de combate à inflação na segunda metade dos anos 80, não atacaram de forma adequada este problema, e ao longo deste período, conforme os planos iam fracassando, a inflação se acelerando e a situação patrimonial do Estado se deteriorando,

novas facilidades iam sendo oferecidas aos detentores de títulos públicos, acentuando-se o processo da ciranda financeira. A extrema liquidez dos ativos financeiros e a facilidade com que estes podiam ser convertidos em poder de compra está entre os fatores que explicam os insucessos dos planos de estabilização ao gerar amplos movimentos disruptivos no sistema: explosão de demanda pós-estabilização<sup>27</sup>. Os recursos das aplicações financeiras direcionavam -se cada vez mais para especulação com ativos reais (estoques, telefones, imóveis, etc) e de risco, quando as taxas de retorno diminuiam, alimentando as pressões inflacionárias<sup>28</sup>.

Várias facilidades foram sendo criadas neste período para viabilizar o financiamento do setor público, ampliando a lógica da moeda-indexada. Em 1986, por exemplo, em meio a crise do Cruzado, tem-se a criação das Letras do Banco Central (LBC) - "A originalidade desses títulos era a sua remuneração, equivalente à própria taxa média diária do overnight. Com isso, ficavam bastante reduzidos os riscos de perdas para as instituições que carregassem posições para financiamento diário." (Carvalho; 1990: 137). Além disso, introduziu-se a zeragem automática do BACEN, que permitia um carregamento adicional de títulos pelo mercado, financiando-o no interbancário, mas caso não fosse possível o BACEN zerava automaticamente as posições. "Com essa prática o BC sancionou a tendência de migração dos aplicadores para o mercado diário, estimulando as instituições a ampliarem sem limites suas carteiras de títulos públicos e privados financiados diariamente no mercado. Para os aplicadores a liquidez imediata do *overnight* deixava de ter qualquer preço, qualquer risco de juros." (Carvalho; 1990: 167) E, por fim, criaram-se os Fundos de Curto Prazo (FCP), facilitando o acesso de ampla camada da população as aplicações *overnight*. Os FCP deveriam aplicar 40% de seus recursos em LBC. Combinando-se esta medida, com a administração monetária feita pelo BACEN, ampliou-se violentamente a massa de moeda

---

<sup>27</sup> A este respeito ver Carvalho, C.E. (1990)

<sup>28</sup> O trabalho de Carvalho, C.E. (1990), já citado, tenta medir esta chamada fuga de ativos financeiros nos planos de estabilização. O autor o faz tanto pela avaliação do comportamento dos agregados financeiros, como pelo comportamento de preços em outros mercados (ativos de risco) que poderiam estar atraindo estes recursos. Analisa o comportamento do índice Bovespa, o preço de linhas telefônicas, imóveis urbanos, automóveis, dólar paralelo, terras rurais, etc. e os dados do comércio e da produção industrial para testar se houve uma fuga para consumo. De acordo com o autor, tanto nos meses imediatamente posteriores ao Plano Cruzado como do Plano Verão, confirma-se a tese de fuga dos ativos financeiros, já os dados para o Plano Bresser não permitem confirmar qualquer tendência de fuga. Dentre os haveres financeiros, as maiores fugas parecem ter ocorrido nas cadernetas de poupança. Quanto ao *over*, a dificuldade em medir uma fuga refere-se ao fato de que o dinheiro sai do *over* para efetuar uma compra, mas a ele retorna na forma de aplicações dos vendedores, ou de recursos transitórios dos bancos.

indexada em relação a existente antes do Cruzado, ampliando-se ainda mais o grau de liquidez dos ativos financeiros e reduzindo a quantidade de moeda curso-forçado, pois agora, até parcelas de baixa renda passavam a ter acesso a moeda indexada por meio dos FCP<sup>29</sup>. Em termos de mudança institucional destaca-se a criação dos certificados de depósitos interbancários (CDI) - com esta medida, ampliavam-se os vasos comunicantes dentro do sistema, reconhecendo a conglomeração do sistema em oposição a segmentação idealizada em 1964, facilitando a cobertura das necessidades de liquidez das instituições com o que objetivava-se o alongamento das operações ativas a partir de operações passivas de menor prazo que deveriam ser renovadas constantemente; com o CDI, estes poderiam cobrir eventuais defasagens temporais na renovação dos passivos das instituições.

Alguns movimentos no sistema financeiro devem ser destacados neste período. Em primeiro lugar, cabe mencionar, que com o Plano Cruzado, a estabilização e redução das taxas de juros, bem como a ampliação da demanda de crédito, o sistema bancário ajustou-se ampliando sobremaneira a quantidade de crédito de curto prazo, como pode ser visto nas tabelas abaixo<sup>30</sup>. Isto, inclusive levou a sérios problemas de inadimplência com o naufrágio do plano - elevação das taxas nominais de juros e queda do nível de atividade forçando vários programas de renegociação das dívidas - agricultura, pequenas e médias empresas, sistema financeiro da habitação, etc; com a maior parte do rombo ficando com o TN que acabou por assumir os diferenciais de juros.

TABELA II.3.18  
CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS: 1984/88  
PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL DO ATIVO

Ano	Encaixe	Encaixe em Moeda Estrangeira	Empréstimo Setor Privado	Empréstimo Governo	Empréstimo Setor Financeiro	Total de Empréstos	Operações Cambiais	Títulos	Permanente
1984	5.89	5.69	24.40	21.49	0.48	50.29	17.11	5.87	9.64
1985	5.15	4.53	30.19	24.51	0.34	58.10	9.86	9.93	11.05
1986	10.79	1.66	41.50	18.00	0.50	62.51	6.92	9.37	10.32
1987	6.01	1.07	28.63	18.26	1.03	51.44	7.23	22.41	12.15
1988	1.51	0.70	ND	ND	ND	61.44	11.87	27.47	10.54

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

<sup>29</sup> As medidas adotadas permitiram no limite a instituição dos depósitos à vista remunerado. A criação dos FCP foi o golpe de misericórdia, um grande retrocesso, na tentativa de se alongar os prazos das aplicações financeiras no Brasil. Sobre as medidas financeiras adotadas ao longo do Cruzado e nos demais planos do governo Sarney ver Carvalho, C.E. (1990).

<sup>30</sup> A este respeito ver Carvalho, C.E. (1993).

**TABELA II.3.19**  
**CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL DO ATIVO**

Ano	Encaixe	Encaixe em Moeda Estrangeira	Empréstimo Setor Privado	Empréstimo Governo	Empréstimo Setor Financeiro	Total de Empréstos	Operações Cambiais	Títulos	Permanente
1984	6.66	7.44	27.36	10.64	0.52	42.21	20.90	6.79	11.11
1985	6.23	6.36	35.86	11.17	0.45	50.15	12.13	9.80	13.25
1986	12.57	2.25	47.30	7.38	0.70	57.56	7.55	9.71	11.58
1987	6.13	1.39	31.14	6.89	0.68	42.21	8.80	27.92	13.36
1988	1.52	0.80	ND	ND	ND	59.14	13.37	30.40	11.54

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

**TABELA II.3.20**  
**CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS ESTADUAIS**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL DO ATIVO**

Ano	Encaixe	Encaixe em Moeda Estrangeira	Empréstimo Setor Privado	Empréstimo Governo	Empréstimo Setor Financeiro	Total de Empréstos	Operações Cambiais	Títulos	Permanente
1984	4.13	1.66	17.61	46.48	0.40	68.90	8.38	2.65	6.26
1985	3.08	1.05	19.38	49.92	0.13	73.24	5.55	8.20	6.87
1986	6.72	0.31	28.23	42.31	0.06	73.84	5.46	8.04	7.44
1987	5.69	0.23	22.10	47.86	1.92	75.47	3.14	7.44	9.01
1988	1.47	0.19	ND	ND	ND	72.71	4.50	13.09	5.63

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

As tabelas acima mostram que a participação das operações de crédito no total dos ativos é significativamente maior para os bancos estaduais do que para os bancos privados. Nos bancos privados percebe-se uma elevada participação dos títulos em seus ativos, conforme destacamos a sua maior vocação com a aceleração inflacionária na década de 80 para transformarem-se em corretores da dívida pública. Além disso, as tabelas permitem visualizar a raiz dos problemas dos bancos estaduais: uma forte concentração dos empréstimos nas operações com o setor público, onde destacam-se as empresas dos próprios estados e os respectivos governos controladores dos bancos. Com a crise das finanças estaduais, estes empréstimos tornaram-se irrecuperáveis. O setor privado, por outro lado, foi retraindo ao longo da década as operações de crédito com os governos. Nas tabelas ao final desta seção, podemos perceber que estes fatos permaneceram até o final da década e o início dos 90, no caso dos bancos múltiplos.

A ameaça de queda na receita inflacionária levou ao início de um amplo processo de ajustamento dos bancos via informatização e redução do quadro de funcionários e a cobrança de tarifas. A receita operacional dos bancos assumiu participação significativa no total de receitas enquanto a economia se manteve estabilizada. O processo de demissões

iniciado na época não foi revertido devido ao uso crescente da informatização que tornou-se uma tendência irreversível.

O período dos planos heterodoxos é bastante ilustrativo em alguns aspectos: (i) mostrou a rapidez com que a oferta de crédito de curto prazo respondeu a uma situação de estabilidade e de ampliação na demanda; (ii) a fragilidade de determinados setores econômicos que não possuem condições de formar seus preços com a mesma margem de manobra que os grandes oligopólios: a expansão econômica ampliou a demanda de capital de giro destes segmentos que à primeira reversão mostraram-se inadimplentes, (iii) o excesso de “gordura” existente, em termos de fatores de produção, empregados no processo especulativo; (iv) o poder de “barganha” (pressão) do sistema bancário, onde a forte concentração do sistema permitiu elevada possibilidade de fixação de tarifas para substituir as antigas fontes de receitas, conseguiram realizar trocas de títulos em carteira sem a realização das perdas compatíveis com a introdução de um títulos de risco próximo a zero, conseguiram jogar para o governo o custo de seus erros na concessão de crédito, etc.

Os dois primeiros itens confirmam o elevado grau de desenvolvimento do sistema brasileiro no sentido de criar relações de débito e crédito de curto prazo na economia, mostrando que a restrição do crédito ao longo dos 80 decorre essencialmente de um problema de falta de demanda e não de oferta, mas também mostrou o despreparo dos bancos em, mesmo no curto prazo, realizarem as operações para que existem: selecionarem tomadores, isto é, fazerem análise de crédito.

A volta da inflação e a ampliação da facilidade de aplicações no *over* juntamente com os menores riscos, trouxeram de volta e em maior magnitude a corretagem da dívida pública como principal operação do sistema bancário. A instituição de fontes alternativas para financiar a carteira de títulos e o mecanismo da zeragem automática estimulava os bancos a carregarem títulos acima de suas capacidades de financiá-lo. Os ganhos dos bancos era extremamente dependente da massa de recursos que conseguiam direcionar para os títulos públicos. A possibilidade de valorizar o dinheiro em caixa, em um contexto de aceleração inflacionária, foi transformando os ganhos de *floating* de recursos não remunerados a principal fonte de receitas dos bancos. Por exemplo, no pagamento de impostos havia uma defasagem entre o recolhimento ao banco e a transferência dos recursos ao governo, nestes dias, o banco aplicava os recursos no *over* apropriando-se da taxa nominal de juros

(desvalorização da moeda - transformando-se no maior apropriador do imposto inflacionário - mais taxa de juros real). Dados os elevados ganhos, vários bancos chegavam inclusive a pagar taxas de juros acima do *over* para as contas de empresas que recolhessem seus impostos junto ao banco, além de um amplo processo de "corrupção" dentro do setor privado - presentes a gerentes financeiros que levassem as contas das empresas para os bancos. Um outro exemplo de ganhos de *floating* refere-se ao processo de compensação de cheques: o cheque é sacado da conta do emitente no próprio dia em que é depositado, mas transferido às reservas do banco receptor apenas no dia seguinte; assim, durante uma noite os recursos ficam disponíveis nas reservas bancárias do banco sacado podendo ser aplicados no *over*. Assim, com inflação elevada e extrema facilidade de valorização do dinheiro em caixa, a concorrência tornou-se extremada, dando prosseguimento aos programas de informatização e de diversificação dos serviços prestados aos clientes, como forma de ampliar a massa de recursos à disposição para jogá-la na ciranda da moeda indexada.

Os fortes ganhos do sistema bancário levaram a uma série de pressões no sentido de facilitar o acesso ao negócio mais lucrativo da economia brasileira. A reforma de 1988, contemplava tanto este aspecto como uma demanda do sistema bancário de oficialização, isto é, reconhecimento institucional da conglomeração, facilitando a transferência de recursos entre as diferentes carteiras do conglomerado para a corretagem da dívida pública. Assim as principais transformações adotadas na estrutura do sistema financeiro na reforma de 1988, foram a criação do banco múltiplo, a eliminação da carta patente, e as menores exigências de capital para a constituição de um banco.

O banco múltiplo abria a possibilidade para que as instituições passassem a operar com até quatro carteiras, antes separadas, em uma única pessoa jurídica, sendo que deveria ter no mínimo duas carteiras sendo uma delas ou comercial ou de investimento. As carteiras eram: comercial, investimento, crédito imobiliário, crédito ao consumidor, *leasing* (cuja possibilidade foi aberta apenas dois anos depois) e desenvolvimento (bancos estaduais). Paralelamente, a redução das exigências de capital mínimo e o fim da carta patente facilitaram o acesso de novos concorrentes ao mercado, levando à proliferação do número de instituições. Grande parte delas, não tinha qualquer relação com o negócio financeiro sendo bancos industriais que apenas buscavam a apropriação dos ganhos de *floating* ou



corretoras que buscavam novas possibilidades de atuação transformando-se em bancos múltiplos.

Poder-se-ia imaginar que com o aumento da concorrência e com a nova institucionalidade organizacional - permitindo maior facilidade de transferência de recursos entre os diferentes segmentos (formas de captação e de aplicação) -, tanto o custo dos empréstimos reduzir-se-ia como a quantidade e o prazo dos mesmos se ampliariam. Nenhum desses efeitos foi alcançado pela reforma.

Quanto à concorrência, tem-se verificado um novo tipo de segmentação no período recente, pelo tipo de produto oferecido (serviços prestados aos clientes) e pelo tipo de cliente selecionado pelas instituições. Assim, o grande crescimento verificado no número de instituições não significou um avanço no sentido de um mercado tipo concorrência perfeita, permitindo a manutenção de taxas de lucro no sistema financeiro acima dos demais setores econômicos.

A instituição do banco múltiplo, as maiores facilidades de *funding* não levaram a qualquer aproximação do sistema bancário com a acumulação produtiva. Sua atuação continuou centrada no curto prazo, obtendo elevados ganhos na corretagem da dívida pública em um ambiente hiperinflacionário. A lógica do período recente não se alterou. A reinserção do país no fluxo de recursos externos contribuiu para alimentar ainda mais esta ciranda financeira. A principal alteração que se verificou nas operações passivas dos bancos privados é a maior presença das obrigações externas em decorrência do processo de reinserção do país no fluxo voluntário de recursos externos.

No caso dos bancos oficiais, percebe-se que as operações de crédito continuam assumindo uma importância significativa, mas a maior parte destas encontram-se imobilizadas sendo meros refinanciamentos de dívidas passadas e não pagas dos respectivos estados. Nas operações passivas, não se verifica um grande aumento na participação das obrigações externas, como no caso dos bancos privados. O destaque do lado passivo é a forte dependência em relação aos repasses de agentes financeiros federais, e verifica-se no último ano, um maior recurso a assistência do Banco Central sinalizando a dificuldade destas instituições.

**TABELA II.3.21**  
**BANCOS MÚLTIPLOS: CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL (POSIÇÃO DE DEZEMBRO)**

ANO	Depósitos Compulsórios			Títulos e Valores Mobiliários				Operação Crédito	Operação Cambiais	Permanente
	VOBC <sup>(1)</sup>	Outros <sup>(2)</sup>	Total	Ações	CDB	Outros <sup>(3)</sup>	Total			
1989	0.00	6.83	6.83	2.26	3.66	40.29	46.21	47.46	16.14	13.33
1990	21.56	4.61	26.18	1.83	1.80	5.54	9.17	45.01	11.46	9.05
1991	9.41	4.88	14.29	1.15	0.51	3.75	5.41	43.75	11.79	15.30
1992	0.00	3.64	3.64	0.94	0.97	12.94	14.84	44.85	13.85	11.94
1993	0.00	3.42	3.42	1.72	1.35	8.30	11.37	45.75	15.32	10.48

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

(1) Recolhimentos decorrentes do plano Brasil Novo; (2) em espécie, depósitos especiais remunerados, SBPE, em moeda estrangeira; (3) títulos públicos federais, estaduais e cotas do FAF.

**TABELA II.3.22**  
**BANCOS MÚLTIPLOS PRIVADOS: CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL (POSIÇÃO DE DEZEMBRO)**

ANO	Depósitos Compulsórios			Títulos e Valores Mobiliários				Operação Crédito	Operação Cambiais	Permanente
	VOBC <sup>(1)</sup>	Outros <sup>(2)</sup>	Total	Ações	CDB	Outros <sup>(3)</sup>	Total			
1989	0.00	7.21	7.21	2.45	3.83	42.35	48.63	44.98	17.40	13.74
1990	23.95	4.81	28.76	1.73	2.16	6.64	10.54	40.01	14.67	9.97
1991	10.57	5.24	15.81	0.85	0.65	2.82	4.31	37.80	14.77	16.75
1992	0.01	3.96	3.97	0.82	1.14	15.36	17.32	38.22	16.95	13.26
1993	0.00	3.48	3.48	0.97	1.38	9.56	11.91	41.38	18.57	11.37

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

(1) Recolhimentos decorrentes do plano Brasil Novo; (2) em espécie, depósitos especiais remunerados, SBPE, em moeda estrangeira; (3) títulos públicos federais, estaduais e cotas do FAF.

**TABELA II.3.23**  
**BANCOS MÚLTIPLOS PRIVADOS: CONTAS SELECIONADAS DO PASSIVO**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL (POSIÇÃO DE DEZEMBRO)**

Ano	Moeda Escritur	Deposit Poupanç	Deposit a Prazo	Obrigações por Empréstimos e Repasses					Obrigaç Especiai	Obrigaç Externa	Recurso Próprios
				BACEN	SFH	BNDES	CEF	Total			
1988	10.08	45.95	9.59	0.11	0.00	1.51	0.00	1.61	nd	6.32	18.92
1989	4.48	19.58	13.83	0.06	0.65	2.68	0.07	3.24	nd	17.28	21.76
1990	6.69	8.19	16.58	0.40	1.69	2.37	0.04	4.27	25.62	16.26	15.50
1991	5.51	10.73	20.67	0.00	0.81	2.55	0.38	3.57	11.16	18.22	21.59
1992	3.09	10.18	26.43	0.07	0.61	2.90	0.31	3.90	0.57	16.54	18.47
1993	1.81	11.03	24.70	0.07	0.47	2.76	0.46	3.63	0.26	20.54	16.24
1994	4.22	13.16	23.36	0.05	0.43	3.24	0.45	4.19	0.12	15.00	17.57

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

Obrigações especiais: fundos e programas e obrigações decorrentes do plano Brasil Novo; BNDES inclui FINAME

**TABELA II.3.24**  
**BANCOS MÚLTIPLOS ESTADUAIS: CONTAS SELECIONADAS DO ATIVO**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL (POSIÇÃO DE DEZEMBRO)**

ANO	Depósitos Compulsórios			Títulos e Valores Mobiliários				Operação Crédito	Operação Cambiais	Permanente
	VOBC <sup>(1)</sup>	Outros <sup>(2)</sup>	Total	Ações	CDB	Outros <sup>(3)</sup>	Total			
1989	0.00	2.88	2.88	0.23	1.91	18.97	21.11	73.24	3.13	9.04
1990	14.94	4.06	19.00	2.12	0.78	2.48	5.38	58.91	2.53	6.50
1991	6.47	3.99	10.46	1.91	0.16	6.12	8.19	58.77	4.26	11.65
1992	0.00	2.88	2.88	1.20	0.55	7.20	8.95	60.61	6.49	8.80
1993	0.00	3.23	3.23	3.74	1.26	4.94	9.94	57.43	6.62	8.10

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

(1) Recolhimentos decorrentes do plano Brasil Novo; (2) em espécie, depósitos especiais remunerados, SBPE, em moeda estrangeira; (3) títulos públicos federais, estaduais e cotas do FAF.

**TABELA II.3.25**  
**BANCOS MÚLTIPLOS ESTADUAIS: CONTAS SELECIONADAS DO PASSIVO**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL (POSIÇÃO DE DEZEMBRO)**

Ano	Moeda Escritur	Deposit Poupança	Deposit a Prazo	Obrigações por Empréstimos e Repasses					Obrigaç Especiais	Obrigaç Externa	Recurso Próprios
				BACEN	SFH	BNDES	CEF	Total			
1989	3.86	11.05	6.89	0.36	4.87	4.27	34.34	45.38	1.48	3.36	19.22
1990	8.68	6.91	9.06	1.20	0.73	2.44	25.79	30.29	17.25	4.18	15.25
1991	7.00	8.87	12.01	0.20	0.05	2.98	20.12	24.22	8.65	5.20	18.59
1992	4.26	8.23	19.37	0.36	0.38	3.99	17.49	22.20	5.93	6.89	17.94
1993	3.58	10.48	20.95	0.22	0.52	3.55	12.31	16.76	3.28	7.16	20.07
1994	4.80	12.04	14.71	4.75	0.27	2.90	1.22	9.50	19.96	4.20	17.68

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

Obrigações especiais: fundos e programas e obrigações decorrentes do plano Brasil Novo; BNDES inclui FINAME

O sistema financeiro privado, apesar do grande desenvolvimento e crescimento pelo qual passou, não criou mecanismos que viabilizassem o financiamento do investimento, a distância acentuou-se com as maiores possibilidades de ganhos de curto prazo. Dentro do sistema bancário, o financiamento a investimentos e a concentração de atividades nas operações de crédito restringiram-se aos bancos estaduais, devido ao tipo de vínculo que mantém com seus controladores, mas que estão atravessando uma série de dificuldades.

### 3.4 - A FRAGILIDADE DO MERCADO DE CAPITAIS

Como vimos anteriormente, a reforma financeira de 1964 inspirou-se no modelo americano de segmentação do sistema financeiro. Naquele país, se fossemos enquadrar o padrão de financiamento em alguma tipologia teríamos: os bancos comerciais, por meio do crédito de curto prazo avançam o *finance* para as empresas, e o financiamento de longo prazo, quando necessário, se faz via mercado de capitais, onde os bancos de investimento

são os agentes centrais, responsabilizando-se pela colocação dos títulos - *underwriting* com garantia firme.

No Brasil, como visto na seção anterior, os bancos comerciais desempenharam bem a função de multiplicação das relações de débito e crédito de curto prazo, mas não enveredaram pelo financiamento de longo prazo, o que poderíamos nos arriscar a dizer, não faria parte de suas funções de acordo com a concepção da reforma.

Para o financiamento de longo prazo e estímulo ao mercado de capitais, foram criados os bancos de investimento que teriam como principal função executar operações de *underwriting*, ou seja, a colocação de ações e debêntures lançadas pelas empresas. Para estimular a demanda por títulos, o governo criou uma série de incentivos fiscais desde o abatimento da renda tributável dos recursos utilizados na aquisição de ações, o incentivo a aplicação em empresas de capital aberto nas áreas prioritárias (SUDAM, SUDENE) e setores específicos, bem como a possibilidade de utilizar parcela do imposto devido para a aplicação em fundos de investimento cuja carteira seria composta de ações de empresas nacionais de capital aberto, os conhecidos Fundos 157. Com base em todos esses incentivos, o mercado de capitais, acionário, brasileiro vivenciou um período de rápido crescimento no final dos anos 60 e início dos 70, que culminou na "quebra" das Bolsas em 1971, período após o qual voltou-se a mostrar a pequena importância deste segmento e a fragilidade das bases sobre o qual havia se sustentado a expansão anterior.

A regulamentação sobre o mercado de capitais foi completada em 1976 com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - Lei 6.385/76 - e a Lei das Sociedades Anônimas - 6.404/76. Alguns incentivos adicionais ainda foram dados, tais como, uma linha de financiamento especial a taxas de juros subsidiadas para a aquisição de ações, o PROCAP do BNDES, entre outros.

Apesar de contar com uma regulamentação complexa e com um número razoável de instituições operando, o mercado de capitais no Brasil nunca teve uma importância significativa. Alguns dados servem para ilustrar as pequenas dimensões do mercado de capitais no Brasil. Em primeiro lugar alguns dados em relação a outros países:

TABELA II.3.26  
VALOR DE MERCADO, VOLUME DE NEGÓCIOS E *TURN OVER* NOS MERCADOS  
ACIONÁRIOS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES).

PAIS	VAL DE MERCAD	VOLUME	TURN-OVER	VAL. MERC/PIB
1) EUA	2216	1374	62	52.7
2) JAPÃO	1787	1001	56	91.0
3) REINO UNIDO	500	230	46	90.0
4) ALEMANHA	230	150	65	25.9
5) CANADA	188	64	34	51.6
6) SUIÇA	127	340	267	94.1
7) FRANÇA	150	69	46	20.5
8) AUSTRÁLIA	118	26	22	71.2
9) HOLANDA	83	67	81	47.3
10) ITALIA	140	49	35	23.3
11) COREIA	139.7	10.8	7.7	115.1
12) TAIWAN	243.8	112.6	47.6	150
13) BRASIL	43.7	0.7	1.9	10.4
14) CHILE	8.0	0.04	0.5	47.6
15) MÉXICO	42.2	1.6	4.1	30.1

FONTE: Extraído do Plano Diretor do Mercado de Capitais. (De 1 a 10: Internationalization of the Securities Market, U.S., 1987. De 11 a 15: Quarterly Review of Emerging Stock Markets, IFC, 1989.

Observação: Percebe-se que os dados apresentados nesta tabela são de diferentes datas, portanto ela é apenas indicativa.

Os dados da tabela acima nos permitem visualizar que a importância do mercado de capitais no Brasil é muito inferior em relação aos países desenvolvidos e mesmo em relação a países com o mesmo grau de desenvolvimento ou ainda inferior. Na relação capitalização em Bolsa ou Valor de Mercado/PIB o Brasil apresentava o pior desempenho entre os 15 países apresentados, o nível do Brasil estava próximo ao de países como a Jordânia, etc. Em termos de volume absoluto, percebemos que apesar da economia brasileira estar entre as dez maiores do mundo, o valor de mercado das ações negociadas é menor do que em países com rendas menores como é o caso de Coreia e Taiwan. E quanto ao *turn-over* e volume de negócios vemos que este também é um dos menores apenas superando o Chile.

O pequeno dinamismo do mercado de capitais no Brasil também pode ser visto pelo baixo preço das ações em comparação ao resto do mundo:

TABELA II.3.27  
INDÍCES COMPARADOS DE PREÇOS (30/9/1988)

PAIS	PREÇO/LUCRO	PREÇO/VL PATRIMON	DIVIDEN/RENDIM (%)
MUNDO	17.3	2.3	2.5
ALEMANHA	14.7	1.8	3.7
FRANÇA	11.4	1.6	3.2
JAPÃO	51.9	4.6	0.5
REINO UNIDO	10.6	1.8	5.0
EUA	11.8	1.8	2.5
ARGENTINA	9.8	1.0	2.1
BRASIL	4.6	0.6	3.3
CHILE	5.1	1.0	8.7
COLOMBIA	8.0	1.4	6.5
MEXICO	5.6	0.8	3.8
VENEZUELA	12.5	2.8	1.1
COREIA	36.8	2.5	0.7
FILIPINAS	9.6	2.5	2.4
TAIWAN	46.5	6.8	0.4
ÍNDIA	33.3	3.1	2.6
MALASIA	22.6	2.4	1.5
PAQUISTÃO	9.3	1.6	3.0
TAILANDIA	13.6	4.2	3.0
GRECIA	11.1	2.4	5.5
JORDANIA	14.0	1.2	6.5
NIGERIA	6.2	3.4	6.7
PORTUGAL	26.9	4.4	0.8
TURQUIA	7.8	2.8	8.8
ZIMBABWE	1.7	4.2	9.1

FONTE: Costa, R.T. (1991), p.14. Dados primários: Morgan Stanley - Capital International

Percebe-se pela tabela acima que o preço das ações brasileiras é muito baixo quando comparado com outros países. A relação P/L no Brasil supera apenas a de Zimbabwe, 4,6 contra 1,7, enquanto a média mundial é de 17,3. Quanto a relação preço de mercado/valor patrimonial, observa-se que apenas no Brasil e no México o preço é menor do que o valor patrimonial, sendo que no Brasil observa-se o menor valor entre os países apresentados. Estes dados podem estar refletindo uma falta de demanda neste mercado o que gera um desestímulo aos ofertantes de papéis (demandantes de recursos) a procurarem esta forma de captação.

Como o mercado é relativamente pequeno, observa-se uma grande concentração dos negócios em um pequeno número de ações. Em 1988 as dez ações mais transacionadas respondiam por 73,8% do mercado total (da Costa:p.15), e duas dessas respondiam por 50% do mercado (Plano Diretor do Mercado de Capitais). Sendo que o número de empresas abertas era de 969 em 1988. É um número relativamente pequeno de companhias abertas e

este número vem diminuindo mais ainda como se observa na tabela abaixo. Percebe-se a alta concentração dos negócios, sendo que estes situam-se principalmente nas empresas estatais.

**TABELA II.3.28**  
**EMPRESAS ABERTAS E CONCENTRAÇÃO DOS NEGÓCIOS**

ANO	ABERTURAS	CANCELAMENT	EMPR ABERTAS	CONCENTR *
1982	87	18	1135	6
1983	42	24	1152	11
1984	34	206	980	5
1985	40	25	995	4
1986	51	26	1020	7
1987	13	34	999	4
1988	14	44	969	2
1989	17	42	944	3
1990	12	55	901	N.D

FONTE: CVM (citado no Plano Diretor)

N.d. Não disponível

(\*) número de ações responsáveis por cerca de 50% do volume de negócios.

Quanto à participação na poupança interna bruta, percebe-se a irrelevância do mercado de capitais:

**TABELA II.3.29**  
**EMISSÕES DE AÇÕES E DEBÊNTURES E POUPANÇA INTERNA**  
**US\$ BILHÕES**

ANO	AÇÕES (1)	DEBÊNTUR (2)	TOTAL 3=1+2	POUPANÇA (4)	(3)/(4) - %
1977	0.134	0.007	0.141	41.7	0.3
1978	0.518	0.025	0.543	45.6	1.2
1979	0.564	0.074	0.638	41.6	1.5
1980	0.649	0.307	0.956	42.2	2.3
1981	0.290	1.736	2.026	49.1	4.1
1982	0.468	1.753	2.221	43.5	5.1
1983	0.249	0.696	0.945	27.2	3.5
1984	0.529	0.299	0.828	32.8	2.5
1985	0.585	0.115	0.700	38.5	1.8
1986	1.197	0.138	1.335	47.3	2.8
1987	0.389	0.027	0.416	65.0	0.6
1988	0.529	3.253	3.782	80.0	4.7
1989	0.785	1.485	2.243	109.3	2.0

FONTE: Extraído do Plano Diretor, dados primários BACEN e CVM.

Percebe-se pela tabela acima a pequena importância assumida pelo mercado de capitais enquanto fonte de obtenção de recursos pelas empresas e como forma de aplicação pelos poupadores. A irrelevância, se pensarmos no financiamento do setor privado, torna-se ainda maior se considerarmos que grande parte dos lançamentos, em especial no caso das debêntures, vem das empresas estatais. E quanto à aplicação nestes títulos, deve-se considerar que a maior parte advém de compulsoriedades sobre determinados agentes

financeiros ou de linhas de financiamento especiais do BNDES, mostrando a pequena atratividade deste mercado para os poupadores.

Várias proposições são oferecidas para explicar a pequena importância do mercado de capitais no Brasil. Dentre elas podemos destacar: a existência de ativos alternativos como forma de se guardar a poupança; e a existência de melhores formas para a obtenção de recursos por parte das empresas; a estrutura patrimonial das grandes empresas, entre outras.

A primeira explicação baseia-se no fato de que, a partir da Reforma Financeira de 1964, passaram a existir, no Brasil, ativos financeiros com alta rentabilidade e boas condições de liquidez e segurança, concorrendo com as ações e as debêntures.

A introdução da correção monetária serviu para garantir taxas de juros reais positivas aos ativos financeiros e a introdução das cadernetas de poupança como forma de captação popular, fizeram com que esta se constituísse no patamar mínimo de rentabilidade para os ativos financeiros, uma vez que se apresentava sem riscos aos aplicadores. Assim, correção monetária mais 6% a.a. passou a ser o nível mínimo de juros aceito pelos poupadores. Além de possuir uma alta rentabilidade com garantia, a poupança apresentava como vantagens o baixo custo de transação e a não necessidade de conhecimento e acompanhamento do mercado. Outra alternativa de aplicação eram os títulos públicos que também contavam com alta rentabilidade, liquidez e garantia.

Desta forma, as ações e as debêntures como forma alternativa para a aplicação das poupanças dos indivíduos deveriam oferecer uma alta rentabilidade, possuir mercados secundários bem organizados para viabilizar a liquidez dos títulos, os custos de transação e de informação deveriam ser reduzidos, além de existir uma regulamentação adequada que diminuísse os riscos para os não iniciados. Ou seja, dever-se-ia criar mecanismos de proteção para que os pequenos aplicadores não fossem engolidos pelos jogadores profissionais: grandes aplicadores e *insiders*. Estes problemas agravaram-se após a quebra de 1971 quando desmoronou a confiança dos poupadores neste mercado, mostrando seu caráter meramente especulativo, sustentado à base de incentivos fiscais.

Constata-se que um dos principais inimigos do mercado de capitais no Brasil sempre foi a taxa de juros elevada no sistema financeiro<sup>31</sup>. Esta realidade mostrou-se com toda transparência na década de 80, quando os únicos momentos de euforia das Bolsas foram

---

<sup>31</sup> A este respeito ver Costa, R.T. (1991).



aqueles em que as taxas de juros reduziram-se drasticamente, como aconteceu no imediato pós-Cruzado. Nos demais momentos, as aplicações líquidas (o dinheiro financeiro) sempre foram as preferidas. Assim, juros altos e recessão constituem-se entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais.

A segunda explicação é a existência de formas alternativas para obtenção de recursos pelas empresas. Como vimos na seção anterior, o contexto internacional pós-reforma financeira no Brasil, era de taxas de juros despencando no SFI, e, além disso, o governo sempre garantiu empréstimos a taxas de juros preferenciais para os setores prioritários, gerando o chamado *spread* negativo, também comentado acima.

Nestas circunstâncias, o mercado de capitais não oferecia muitos atrativos às empresas, pois para estimularem os aplicadores a direcionar seus recursos, as ações e as debêntures deveriam oferecer um alto retorno, e/ou serem oferecidas a um baixo valor (baixo P/L e baixa relação valor de mercado/valor patrimonial) o que encarecia os recursos captados por este mecanismo. Para diminuir os custos, as empresas utilizavam-se de uma série de expedientes, dentre os quais destaca-se, o retardamento na distribuição dos dividendos de modo que a inflação corroesse seu valor real. Isto era permitido pela lei que não exigia a correção monetária destes recursos.

Além disso, os altos custos de *underwriting*<sup>32</sup> encareciam ainda mais as operações, inviabilizando esta forma de captação. As empresas que abriram seus capitais estavam muito mais interessadas em beneficiarem-se dos incentivos fiscais, ao invés de considerá-la como uma forma de levantar recursos.

A terceira explicação decorre da estrutura patrimonial das empresas no Brasil. As empresas de grande porte são principalmente as estatais e as multinacionais. As grandes empresas nacionais que poderiam ser a base do mercado são em geral de propriedade

---

<sup>32</sup> Para se ter uma idéia, estas operações envolvem as seguintes etapas: adaptação dos estatutos sociais, reordenação da estrutura societária, criação do conselho de administração, acerto de pendências fiscais, estabelecimento do acordo de acionistas, contratação de auditoria independente, organização do departamento de acionistas, mudanças administrativas necessárias, contratação da instituição financeira responsável pelo lançamento (com os seguintes custos aproximados: comissão de coordenação 1,5%; comissão de garantia 4%; comissão de colocação 4,5%), registro da operação na CVM, gastos com o *marketing* da operação e o *disclosure* da companhia, registro na Bolsa de Valores, etc. Percebe-se que é um processo relativamente lento, não sendo indicado para quem precisa de recursos rápidos, e muito oneroso onde apenas o custo da intermediação chega a 10% da operação, considerando-se os demais custos, supera-se este valor, o que torna uma fonte de recursos cara. A respeito dos problemas relacionados à colocações de ações no mercado brasileiro ver Velloso, J.P.R. (coordenador) (1991).

familiar que, como vimos, possuíam uma elevada capacidade de autofinanciamento. Gerava-se uma dificuldade adicional que era o desinteresse de perda de controle das companhias pelas famílias. Isto criou um freio e uma característica muito particular do mercado acionário brasileiro: o predomínio das ações preferenciais.

As ações ordinárias são aquelas que dão direito a voto, ou seja, direito de controle sobre as empresas, além de participação no lucro. As ações preferenciais são aquelas que apenas recebem dividendos, o investidor participa dos lucros da companhia mas não participa na tomada de decisões. De acordo com a lei das S.As, a companhia pode possuir 2/3 de ações preferenciais sem direito a voto, ou seja, pode-se atingir o controle da companhia com apenas 17% do capital. Com isso, empresa aberta no Brasil, não significa controle compartilhado, estas continuam a ser dirigidas por um único indivíduo ou um pequeno grupo<sup>33</sup>. Sendo assim, os acionistas nada mais são do que emprestadores, não ocorrendo no Brasil o *trade-off* entre crescimento da empresa (maiores recursos) e controle. Este fato desestimulou a efetiva profissionalização das empresas, que não romperam seu caráter familiar. Assim, como os acionistas não podem obter o controle da empresa, esta possibilidade é extremamente difícil, as ações colocadas no mercado, as preferenciais, tende a ter um baixo valor. Não se negocia o controle, mas apenas a participação no lucro, nos mercados de capitais e este é um sério limite ao seu desenvolvimento.

Uma outra dificuldade era o pequeno engajamento dos intermediários financeiros nestas operações. Os títulos das empresas eram vistos como concorrentes de seus próprios títulos. Estas transações representavam muito pouco em termos de receitas para estas instituições. Os responsáveis pela colocação dos títulos das empresas, as corretoras e distribuidoras no Brasil, não possuíam a mesma estrutura que as instituições bancárias e nem tampouco capital que lhes permitisse dedicação exclusiva ao mercado de capitais<sup>34</sup>. Com isso, as colocações de títulos revestiam-se de uma série de dificuldades, elevados custos e ausências de garantias do colocador que não garantia nem preço nem a colocação total.

Deve-se destacar, que as reformas empreendidas no período 1964/66 buscavam simplesmente desobstruir o processo de acumulação de capital nos moldes vigentes. A grande demanda em termos de financiamento do padrão industrial existente era: desenvolver

---

<sup>33</sup> A este respeito ver Wald, A. (1991).

<sup>34</sup> A este respeito ver Gros, F. (1991).

o crédito ao consumidor para permitir a validação dos investimentos realizados durante o Plano de Metas e dar prosseguimento ao desenvolvimento centrado no setor de bens de consumo duráveis; e revitalizar a capacidade de financiamento do Estado para poder ampliar os investimentos públicos. Estes dois problemas foram superados pela reforma.

A atuação de um SFN no financiamento de longo prazo e o desenvolvimento do mercado de capitais só viriam caso se rompesse a capacidade de auto-financiamento das empresas nacionais. No momento que se retomou o crescimento, este se fez com base em ocupação de ampla capacidade ociosa que gerou a possibilidade de grande acumulação de fundos sem que se tivesse de recorrer a financiamento. Deste modo, a criação de mecanismos privados de financiamento de longo prazo a nível interno não constituía uma demanda para o prosseguimento do modelo.

Com isso, os bancos de investimento não poderiam, como no caso norte-americano, ser os agentes centrais do sistema financeiro nacional, pois não haveria espaço para o crescimento da função para o qual foram pensados. Assim, “os próprios mentores das reformas financeiras renunciavam uma série de dificuldades na implantação dos bancos de investimento enquanto instrumentos puros de desenvolvimento do mercado acionário. Por essa razão, visando aumentar a atratividade inicial das novas instituições, autorizaram a realização de operações de crédito e, mais do que isso, de empréstimos de prazos relativamente curtos para o financiamento de capital de giro das empresas. Foram permitidos, também, o repasse de fundos públicos e a contratação, através da Resolução nº 63 do Banco Central (BACEN), de empréstimos em moeda estrangeira para posterior repasse, com prazos e volumes retalhados, a tomadores internos.” (Cruz; 1994: 73).

Os bancos de investimentos passaram a compor parte de conglomerados dominados por bancos comerciais, restringindo suas operações ao curto prazo (capital de giro) conforme permitido pela lei - garantindo alta lucratividade e baixo risco. No mercado acionário (de capitais) concentraram-se instituições financeiras frágeis e que não podiam se dedicar exclusivamente a este segmento, tendo que atuar em outras áreas para sobreviverem, como, por exemplo, nas operações de mercado aberto.

E, por fim, cabe destacar, a falta de um elemento essencial ao sucesso deste modelo em todos os países que o desenvolveram: fortes investidores institucionais com vocação para a atuação neste mercado - fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos de

investimento, etc.. Estes agentes, até recentemente, não possuíam importância na economia brasileira, logo, faltava o principal demandante do mercado<sup>35</sup>. Desta forma, não existiram no Brasil, pré-condições mínimas para o desenvolvimento do mercado de capitais.

### **3.5. - OS FUNDOS DE POUPANÇA COMPULSÓRIA E A ATUAÇÃO DO BNDES E DO SFH: A OPERAÇÃO DO “SPREAD NEGATIVO”.**

O não envolvimento do sistema financeiro privado no financiamento de longo prazo e o não desenvolvimento do mercado de capitais no país fizeram com que as únicas fontes internas para o financiamento dos investimentos, fora os recursos próprios, fossem os recursos dos fundos de poupança compulsória e os intermediados pelo sistema de bancos oficiais: federais e estaduais. Verifica-se atualmente que este sistema está atravessando uma profunda crise, com uma tendência ao esgotamento dos fundos compulsórios com retração nas arrecadações e a existência de obrigações com os cotistas/contribuintes sem ativos adequados para cobri-las, uma situação falimentar em uma série de bancos públicos, que apresentam patrimônio líquido negativo, etc..Esta situação decorreu de generosos subsídios concedidos em suas operações, principalmente ao setor privado, trazendo à cena o fenômeno do *spread* negativo, além de um baixo retorno dos empréstimos concedidos ao setor público, no qual concentravam-se suas operações - nas três esferas de governo e nas empresas estatais -, que mostraram-se irrecuperáveis no contexto de crise fiscal.

Nesta seção analisar-se-á a atuação do BNDES e do BNH com o FGTS.

#### **3.5.1 - O BNDES**

Como destacado anteriormente, o BNDE em sua primeira fase de existência atuou essencialmente com as empresas estatais, financiando os investimentos em infra-estrutura e bens intermediários. As reformas do período 1964/66 trouxeram algumas alterações significativas para a atuação do BNDE, tanto na atividade de financiamento como na de planejamento. Quanto a este último aspecto, deve-se notar que no conjunto de reformas pós-golpe militar, o BNDE “conservou a categoria de autarquia federal, mas passou do Ministério da Fazenda para o Ministério do Planejamento, perdendo com isso sua função de planejamento do desenvolvimento econômico. Por outro lado, a implantação e os incentivos ao crescimento dos setores de infra-estrutura foram delegados a outras entidades

---

<sup>35</sup> A respeito da falta de investidores no mercado brasileiro ver Medeiros, P.T. (1991(b)).

governamentais (no setor de energia elétrica para a Eletrobrás, no setor ferroviário para a RFFSA).”(Rattner; 1991: 42) Assim, as dificuldades de prosseguimento do PSI e a consolidação da estrutura de *holdings* na administração das empresas estatais, fizeram com que o BNDES perdesse o papel de agente central no planejamento<sup>36</sup> do desenvolvimento do país.

Além disso, o BNDE perdeu no período a sua principal fonte de recursos - o adicional sobre o IR, que fora extinto, e passava a depender principalmente de dotações orçamentárias, o que explica em parte a perda de importância do sistema de bancos de desenvolvimento na concessão de empréstimos. A partir de 1971 o banco recebeu o *status* de empresa pública, ao invés de autarquia federal, com o que ganhava maior autonomia administrativa, condizente com a sua perda de importância em termos de planejamento, e maior flexibilidade tanto em suas operações ativas como para a obtenção de recursos (captação externa). As alterações nas fontes de recursos podem ser percebidas na tabela abaixo, onde verifica-se uma tendência à retração na participação dos recursos tributários e um aumento tanto nos recursos de geração interna como na captação externa, refletindo a necessidade do BNDE em conviver com uma maior autonomia, com uma diminuição do *funding* total.

Do lado das operações ativas, os fenômenos acima citados de substituição do banco pelas *holdings* setoriais e a maior capacidade de financiamento das estatais, fez com que retraíssem as participações da infra-estrutura e da siderurgia nas aprovações de recursos do BNDE. Neste processo, as operações direcionaram-se mais para o setor privado, destacando-se o setor de indústrias leves, que teve um amplo aumento de participação, e a metalurgia. Este período é marcado por uma indefinição na política do banco, com a quebra do vínculo até então existente com as empresas estatais.

---

<sup>36</sup> A perda de importância do BNDES na função de planejamento não se deve a mudança do Ministério da Fazenda para o Planejamento. O importante neste ponto refere-se ao fato de o BNDES perder a autonomia para definir incentivos diretamente junto aos grupos executivos como havia ocorrido durante o Plano de Metas.

TABELA II.3.30  
ESTRUTURA DE FONTES DE RECURSOS: BNDES 1966/73  
PARTICIPAÇÃO %

Ano	Recursos Tributários			Recursos Ge- ração Interna	Recursos Externos	Outros
	Res. Monetár	Rec. Orçam	Adicion IR			
1966	0.0	0.0	55.6	16.6	5.6	22.2
1967	25.3	0.0	23.9	16.7	6.5	27.6
1968	52.7	12.2	2.4	15.8	4.0	12.9
1969	32.0	19.2	0.0	18.0	10.1	20.7
1970	31.3	23.7	0.0	24.4	6.5	14.1
1971	30.5	24.6	0.0	21.2	4.3	19.4
1972	38.5	16.0	0.0	30.6	14.9	0.0
1973	29.9	16.2	0.0	38.9	15.0	0.0

FONTE: BNDES (1992)

TABELA II.3.31  
SISTEMA BNDES: APROVAÇÕES SEGUNDO ATIVIDADES 1965/73  
PARTICIPAÇÃO %

Ano	Insumos Básicos				Equipamentos		Infra-Estrutura			Indúst Leves	Pesq e D.Tec	Outras Ativid	Total
	Sider	Metal	Quími	Outr*	Transp	El-Me	En.Ele	Ferrov	Rodov				
1965	71.26	1.18	4.59	0.79	3.94	6.30	1.18	0.00	0.00	8.01	2.62	0.13	100.00
1966	46.05	2.71	9.66	4.48	3.53	6.12	12.25	0.00	0.00	12.72	0.94	1.53	100.00
1967	37.39	1.09	6.74	1.52	6.74	5.33	25.11	0.00	0.00	9.46	6.41	0.22	100.00
1968	5.86	8.54	1.06	15.38	4.72	4.39	8.95	9.19	12.77	11.47	4.07	13.59	100.00
1969	10.29	4.83	4.38	17.44	4.83	4.65	3.04	8.32	8.05	14.85	4.74	14.58	100.00
1970	8.31	2.18	17.18	7.18	4.68	5.16	1.37	9.68	8.06	17.42	3.87	14.92	100.00
1971	13.75	3.56	10.78	10.62	9.81	3.77	2.96	2.53	4.37	20.11	3.34	14.39	100.00
1972	7.84	3.85	8.31	9.87	0.95	3.81	3.68	7.27	11.82	35.45	1.00	6.15	100.00
1973	8.10	10.78	11.24	9.93	4.08	3.61	2.87	5.51	5.57	25.47	3.27	9.56	100.00

FONTE: BNDES (1992)

Neste caminho de aproximação com o setor privado, o banco passou a administrar novos fundos. O principal deles é o FINAME (Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais). Foi criado em 1964 e tinha o objetivo de dinamizar o setor de bens de capital no país fornecendo financiamento para a compra de máquinas e equipamentos que possuíssem um determinado índice de nacionalização. Em 1971, este fundo foi transformado em empresa pública subsidiário ao BNDE. Além deste, destacam-se a criação do FIPEME (Programa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas), cujo objetivo era auxiliar este segmento na busca de oportunidades lucrativas em novos setores; o FUNTEC (Fundo de Desenvolvimento Técnico e Científico) e o FMRI (Fundo de Modernização e Reorganização Industrial), que buscava ampliar a competitividade através do saneamento financeiro das empresas e de estímulos a fusões e incorporações.

Note-se, que a maior aproximação do BNDE com o setor privado se deu em um momento de indefinição da instituição e, principalmente, em um momento em que o banco

perdia espaço dentro dos empréstimos do sistema devido a retração de seu *funding*. Conclui-se, portanto, que a demanda canalizada pelo setor produtivo ao sistema financeiro para o financiamento de longo prazo era muito baixa, mesmo porque na fase inicial do Milagre, este se deu sobre a ocupação de capacidade ociosa, o que permitiu a capitalização das empresas, gerando grande parte dos recursos necessários para posterior investimento.

A importância do BNDE aumentou significativamente ao longo do II PND. Pela própria lógica do plano que buscava fortalecer o setor de bens de capital no país em detrimento do setor de duráveis, alterando as necessidades de financiamento da economia. Esta reorientação de prioridades torna-se clara com a transferência dos recursos do PIS/PASEP da CEF, onde financiava crédito ao consumidor, para o BNDES, com o objetivo de gerar o *funding* necessário para a sua atuação no projeto desenvolvimentista. Com isso, ampliava-se a participação do BNDES na concessão de crédito centrando-se principalmente nos investimentos industriais dos setores priorizados pelo II PND.

Em termos de estrutura da fonte de recursos, observa-se a importância assumida pelos recursos do PIS/PASEP que passou a constituir a principal fonte de recursos da instituição. Os recursos do PIS cuja arrecadação depende do faturamento das empresas, são muito mais estáveis do que os recursos de dotação orçamentária, extremamente dependentes da situação fiscal do governo e de variáveis políticas. Com isso, a substituição da dotação orçamentária pelo PIS, dá uma maior estabilidade e autonomia ao banco. O efeito negativo desta mudança é o encarecimento dos recursos do banco, uma vez que está substituindo-se recursos fiscais a fundo perdido por uma poupança compulsória que deveria ser remunerada em termos reais. As captações externas perderam importância num primeiro momento com o crescimento dos recursos fiscais, mas voltaram a se intensificar no final da década, o que pode ser visto também pelo aumento da participação dos bancos de desenvolvimento nas captações via Resolução 63.

**TABELA II.3.32**  
**SISTEMA BNDES: ESTRUTURA DE FONTE DE RECURSOS -1973/1979**  
**PARTICIPAÇÃO %**

FONTES	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Geração Interna de Recursos	38.9	18.9	18.0	21.9	21.8	25.8	37.9
Aportes de Origem Nacional	46.1	74.4	72.7	72.4	67.0	60.5	46.5
Dotação Orçamentária	16.2	7.3	5.9	1.0	2.1	3.0	0.9
Empréstimos e Repasses	29.9	46.3	20.7	17.1	17.8	13.2	9.0
Recursos do PIS-PASEP/FPS	-	20.8	46.1	54.3	47.1	44.3	36.6
Aportes de Origem Estrangeira	15.0	6.7	9.3	5.7	11.2	13.7	15.6
Empréstimos em Moeda	1.8	1.1	0.8	1.1	10.4	13.0	15.1
Financiamentos	13.2	5.6	8.5	4.6	0.8	0.7	0.5
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

FONTE: BNDES (1992)

Os desembolsos feitos pelo Sistema BNDE neste período refletem o envolvimento da instituição com o II PND, destacando-se o crescimento da participação dos equipamentos básicos no total de empréstimos. Para executar as funções a ele atribuídas no Plano, forma criadas novas subsidiárias para estimular a capitalização das empresas de setores privilegiados no Plano. Neste sentido surgiram as seguintes subsidiárias: EMBRAMEC (Mecânica Brasileira S.A.); FIBASE (Insumos Básicos S.A. Financiamento e Participações Acionárias) e IBRASA (Investimentos Brasileiros S.A.).

As subsidiárias criadas operavam com repasse de recursos do BNDE, mas também podiam captar recursos externos. Atuavam capitalizando as empresas nacionais tanto através da compra de ações de empresas (deveria ser temporária e sem controle acionário) como através de empréstimos aos acionistas controladores. Os dois programas criados para este fim eram o PROCAP (Programa Especial de Apoio à Capitalização da Empresa Privada Nacional) e o FINAC (Programa de Financiamento a acionistas). Estes programas deveriam, inclusive, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais no país. O PROCAP financiaria os bancos de investimento para a aquisição de oferta pública de ações. O outro programa instituído nesta época foi o POC (Programa de Operações Conjuntas) que substituiu o FIPEME, e buscava dar maior flexibilidade ao BNDE, facilitando a utilização de agentes repassadores. Projetos até determinados valores não necessitariam de análise do BNDE, bastando a análise dos BD's estaduais (regionais), cuja aprovação levaria a liberação de recursos pelo BNDE.



**TABELA II.3.33**  
**SISTEMA BNDES - DESEMBOLSOS SEGUNDO RAMOS: 1973/1979**  
**PARTICIPAÇÃO %**

SETORES	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
INSUMOS BASICOS	21.1	31.7	38.8	28.7	32.5	35.7	30.6
Mineração	0.6	0.5	0.6	0.6	1.5	1.2	0.3
Siderurgia	12.3	20.9	18.8	10.1	11.1	13.6	12.2
Metalurgia de Não-Ferrosos	0.0	0.4	0.7	0.8	1.8	3.2	2.9
Química e Petroquímica	4.4	5.1	7.1	8.9	8.9	7.5	5.5
Fertilizantes	0.2	0.5	2.2	1.6	0.7	1.9	1.4
Celulose e Papel	1.5	0.3	3.2	4.6	4.6	2.6	1.6
Cimento	2.0	2.6	4.3	0.6	0.5	0.9	0.4
Fibase	0.0	1.5	2.1	1.5	3.4	4.8	6.2
EQUIPAMENTOS BASICOS	11.9	12.0	18.7	33.0	31.8	26.1	23.2
Bens de Capital e Componentes	4.4	3.5	3.2	5.6	3.8	1.6	1.3
Repasso à FINAME	7.5	6.7	13.6	25.8	26.3	23.6	20.3
Embramec	0.0	1.8	0.2	1.5	1.7	0.9	1.6
OUTROS PROGRAMAS	50.1	50.6	37.8	31.5	25.7	22.1	26.8
POC (Operações com agentes)	13.4	15.2	12.4	13.4	11.7	12.0	15.6
*Peq. e Média Empresa	13.4	15.0	11.8	10.5	7.4	3.7	4.6
*Fomento Regional	0.0	0.0	0.6	1.2	2.1	0.8	0.2
*Fortalecimento de Agentes	0.0	0.0	0.0	1.7	0.2	0.5	1.0
*FINAC	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	7.0	9.7
Modernização de Empresas	12.1	10.1	6.7	3.3	2.2	2.2	0.1
Infra-Estrutura	15.0	11.2	11.0	6.9	5.1	4.5	4.3
*Ferrovias	6.0	5.5	2.7	1.8	1.9	1.6	1.5
*Rodovias	4.4	2.0	1.3	0.8	0.4	0.4	0.3
*Outros Setores	4.6	3.8	7.0	4.3	2.8	2.6	2.6
Desenvolvimento Tecnológico	1.8	1.6	0.9	0.5	0.2	0.1	0.1
Ibrasa	0.0	1.8	2.0	2.5	0.8	0.8	2.3
Procap	0.0	0.0	0.0	1.5	3.4	1.8	3.7
Outros Projetos	8.6	10.7	4.8	3.5	2.3	0.6	0.8
TOTAL BNDES	83.8	94.3	93.7	93.1	90.0	83.9	79.1
(-) Repasse às Subsidiárias	7.5	11.8	18.0	31.3	32.2	30.2	30.3
TOTAL BNDES AJUSTADO	76.3	82.5	75.7	61.8	57.8	53.7	50.3
SUBSIDIARIAS	23.7	17.5	24.3	38.2	42.2	46.3	49.7
Fibase	0.0	0.3	2.6	2.7	3.4	5.5	6.5
Embramec	0.0	0.0	0.6	1.7	1.2	1.8	1.8
Ibrasa	0.0	0.5	1.6	1.9	1.1	1.1	2.4
FINAME	23.7	16.7	19.5	31.8	36.5	38.1	39.0
*Programa PME	11.5	4.4	1.9	3.6	4.9	4.8	6.0
*Programa Longo Prazo	0.0	2.3	9.9	13.6	11.6	8.8	8.7
*Programa Especial	6.2	5.4	7.2	14.7	20.0	24.4	24.4
*Outros	6.0	4.6	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
TOTAL SISTEMA BNDES	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: BNDES (1992)

Percebe-se pelos dados da tabela acima, que o maior privilegiado na concessão de recursos pelo BNDE foi o setor de bens de capital que buscava-se internalizar com o II PND. Existe uma série de críticas sobre a facilidade na concessão de verbas e no pequeno monitoramento feito na utilização dos recursos. Como os recursos eram subsidiados, através da fixação da correção monetária em 20%a.a. quando a inflação estava em torno dos 40%a.a., justifica-se um maior controle social na utilização dos recursos. Com dinheiro barato, estimula-se as empresas a sobredimensionarem os projetos, e inclusive, a desprezarem questões de eficiência e objetivos sociais. Nas análises feitas pelo BNDE, segundo Rattner (1991), a questão tecnológica, por exemplo, é muito pouco analisada.

Parece, novamente, que o objetivo - metas - é meramente quantitativo, o que, segundo alguns, levou a um sobredimensionamento da indústria de bens de capital<sup>37</sup> no país, que só conseguiria sobreviver em um ambiente de amplos investimentos públicos sustentando a demanda destes setores.

Deve-se destacar um ponto adicional da forma de operação do BNDE. Ao longo do II PND houve uma grande gritaria da sociedade, em especial da classe empresarial paulista, contra a elevada estatização da economia. Grande parte dos empréstimos concedidos pelo banco ao longo do II PND direcionou-se para o setor privado envolvido em programas de readequação da matriz energética e de desenvolvimento dos setores de bens de capital. A maior parcela dos investimentos das estatais foi financiado com recurso ao endividamento externo. Nesta fase, praticamente 50% dos empréstimos do Sistema BNDE foram feitos por suas subsidiárias (Embramec, Ibrasa, Fibase e Finame) que operam basicamente com o setor privado, destacando-se o FINAME financiando a aquisição de máquinas e equipamentos e as demais capitalizando empresas privadas. Além disso, grande parte dos empréstimos feitos pelo BNDE utiliza-se de agentes financeiros privados para o repasse, com o que estes ganham generosa remuneração. Longe da estatização, tem-se em realidade a privatização dos fundos públicos, onde a agência estatal garante a remuneração real aos cotistas dos fundos, no caso o PIS/PASEP, mas repassa os recursos a taxas fortemente subsidiadas. No caso dos empréstimos para setores priorizados pelo BNDE houve fixação da correção monetária em 20% a.a. enquanto a inflação estava próxima dos 40%a.a., configurando-se o *spread* negativo.

A crise da década de 80 também atingiu o BNDE, assim como as demais agências financeiras públicas, mas este teve melhores oportunidades de se sanear. Pode-se dividir a atuação do banco, nesta fase, em dois subperíodos: até 1985, quando ainda tem uma abundância de recursos e continua operando como um banco de desenvolvimento do setor público e pós-85 quando o *funding* se retrai e inicia o processo de saneamento financeiro e a utilização de uma lógica privada de atuação.

No primeiro período ocorreram importantes mudanças no sistema. Em primeiro lugar ampliou-se o *funding* com o banco assumindo a administração do FINSOCIAL

---

<sup>37</sup> Segundo depoimentos da época citados em Castro, A.B. e Souza, E.P (1985), o governo devolvia projetos aos demandantes de incentivos e crédito para que estes ampliassem os tamanhos das plantas.

(Financiamento ao Investimento Social), um fundo criado em 1982 cujos recursos viriam de um percentual sobre as receitas das empresas, sendo direcionado para o financiamento de obras de cunho social. Com a incorporação deste fundo acrescentou-se a letra S ao BNDE, que agora somava às suas funções o desenvolvimento social. A definição sobre a alocação dos recursos era dada pelos ministérios sociais e pelos governos estaduais. Este fundo só teve uma importância significativa no biênio 1983/84, período em que se ampliou o total de desembolsos do banco com aumento da participação de projetos sociais. A importância deste fundo para o Sistema BNDES já começou a retrair-se no ano seguinte, uma vez que os ministérios passaram a intermediá-lo diretamente. O FINSOCIAL já não representava nada para o BNDES quando a Constituição determinou que seus recursos deveriam ser transferidos integralmente para a seguridade social, o que ocorreu a partir de 1989.

Outra alteração em termos de *funding* e de operação do banco foi a transferência para sua administração do Fundo da Marinha Mercante (FMM) em 1983. Estes recursos provenientes do Adicional de Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM) deveriam ser aplicados na construção de navios e embarcações em estaleiros nacionais. Posteriormente, em 1990, foi reduzido o AFRMM em 50% com a criação do Adicional de Tarifa Portuária (ATP) com o que a modernização dos portos passou a receber parcela dos recursos do FMM.

Uma terceira modificação em termos organizacionais no sistema foi a criação do BNDESPAR (BNDES Participações S.A.), a partir da fusão das três subsidiárias, até então existentes, voltadas para a capitalização da empresa nacional (FIBASE, EMBRAMEC, e IBRASA).

Com a incorporação dos novos fundos, não se verificou uma retração nas operações do Sistema BNDES (desembolsos), na primeira parte da década de 80, apesar da queda na arrecadação do PIS/PASEP com a recessão econômica. Neste período ainda, o BNDES transformou-se no administrador do Fundo Nacional de Desenvolvimento a partir de 1988. O fundo era composto das ações de algumas empresas estatais e por recursos captados junto aos fundos de pensão que eram obrigados por lei a aplicar parcela de seus recursos em Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND). Os recursos captados por esse fundo deveriam direcionar-se para a recuperação da infra-estrutura. Seus recursos nunca foram significativos.

TABELA II.3.34  
 CONCESSÕES DE EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA BNDES POR SETOR: US\$ MIL

ANO	AGROPECUAR	INDUSTRIA	INFRA-ESTRUT	OUTROS	TOTAL
1976	0	13.064.380	3.645.271	423.549	16.133.200
1977	0	5.829.846	1.648.434	265.455	7.743.736
1978	0	7.396.538	10.800.721	693.442	18.890.701
1979	0	7.230.125	2.755.423	890.588	10.876.136
1980	86.622	6.132.015	5.640.993	359.629	12.219.259
1981	43.825	7.555.646	5.183.351	847.909	13.630.911
1982	16.092	4.046.081	2.904.428	577.742	7.544.343
1983	17.207	3.671.207	2.554.097	1.981.131	8.223.642
1984	36.496	3.884.628	3.118.413	1.953.666	8.993.203
1985	60.933	3.406.067	2.708.351	926.947	7.102.298
1986	83.895	5.523.606	1.970.464	798.669	8.376.634
1987	183.772	6.019.703	3.302.158	1.336.098	10.841.731
1988	259.890	6.281.304	2.735.972	564.064	9.841.230
1989	272.583	4.489.353	940.182	213.859	5.915.977
1990	104.984	2.300.976	482.092	105.582	3.193.634
1991	424.435	2.811.588	1.053.478	135.373	4.424.874
1992	723.473	3.157.186	1.765.281	174.788	5.820.728
1993	808.058	2.071.177	772.891	232.099	3.884.225

FONTE: Bonelli, R. e Pinheiro, A.C. (1994: 31)

Com a queda na arrecadação do PIS/PASEP este foi perdendo importância enquanto fonte de recursos para o banco ao longo da década, e o *funding* total foi se retraindo. A participação do PIS/PASEP só foi se recuperar a partir de 1989, quando foi criado o FAT (Fundo de Amparo do Trabalhador). Este fundo foi instituído em 1990 e “destina-se ao custeio do Programa do Seguro-Desemprego, ao pagamento do abono salarial (PIS/PASEP) e ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico. (...) Os recursos do FAT são constituídos da arrecadação das contribuições devidas ao PIS e ao PASEP; da correção monetária e dos juros dos saldos de caixa aplicados no Banco Central; da remuneração das provisões existentes junto à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil para a realização do pagamento do abono e do seguro desemprego; e da contribuição adicional devida pelas empresas por apresentar índice de rotatividade de mão de obra superior à média do setor. (...) Os recursos do PIS/PASEP repassados ao BNDES - correspondentes a pelo menos 40% do total arrecadado - integram o FAT e devem ter assegurada a correção monetária e juros de 5% ao ano.”(Marques; 1993: 3-4). Logo em seguida foi estipulado que o BNDES deveria remunerar estes recursos com base em TR (Taxa Referencial) mais 6%a.a.. Quanto a estes 40% da arrecadação do FAT direcionado para o BNDES, “não há devolução de principal ao fundo, apenas havendo pagamento dos juros. O BNDES somente deve ceder parcela dos recursos vinculados no caso de insuficiência de recursos para pagamento do

seguro desemprego.”(Ferreira, C.K.L.; 1996: 117)<sup>38</sup> Assim, o fluxo líquido de recursos para o BNDES corresponde aos 40% da arrecadação menos o pagamento dos juros sobre o estoque já repassado mais o *spread* das operações de empréstimos com recursos do FAT menos a inadimplência dos empréstimos.

De acordo com Pellegrini (1993: 427-428) uma vantagem da substituição do PIS/PASEP pelo FAT, é que as condições de exigência de retorno do principal são muito mais restritas no segundo do que no primeiro. Enquanto o PIS/PASEP refere-se a um sistema administrado por cotistas individuais que podem resgatar suas cotas em casos de aposentadoria ou morte, com o resgate tendendo a crescer nos próximos anos devido a estrutura etária da população, no caso do FAT, o repasse do principal está vinculado a uma insuficiência de caixa do programa de seguro-desemprego e ainda assim, o repasse é limitado. Com isso, amplia-se a estabilidade do *funding* do BNDES.

Dessa forma, contando com recursos estáveis e de baixo custo, potencializa-se a capacidade de alavancagem de recursos do BNDES, em especial junto a agências multilaterais, uma vez que tem como garantir a contraparte interna de recursos externos, bem como facilita a colocação de títulos externos pelo banco. Um limite que pode ser colocado neste sentido, mas que constitui uma vantagem em termos de fiscalização e de buscar o melhor uso dos recursos, refere-se ao fato de o FAT ser gerido por um conselho com representantes dos trabalhadores (três), empresários (três), governo (três: um do Ministério do Trabalho, outro da Previdência e Assistência e outro do BNDES). Esse conselho - o CODEFAT (Conselho Deliberativo do FAT) - determina a alocação de recursos a serem feitas pelo BNDES.

---

<sup>38</sup> A devolução de repasses anteriormente feitos devido a insuficiência de recursos para os programas realizados foram limitados a 10% dos repasses já realizados caso a insuficiência se desse em 1993 ou 1994 e 5% caso se desse de 1995 em diante. A respeito do FAT ver Marques (1993).

**TABELA II.3.35**  
**SISTEMA BNDES: ESTRUTURA DE FONTES DE RECURSOS - 1982/1991**

FONTE	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
RECURSOS OPERAC. E NÃO-OPERACION.	46.6	47.5	51.9	61.5	57.8	52.7	67.4	69.4	62.6	54.5
RECURSOS DO TESOURO NACIONAL	22.9	23.3	13.9	11.6	8.0	3.2	7.0	0.6	0.0	-
Dívida da União	1.9	2.0	2.9	4.4	6.4	1.8	4.8	0.3	0.0	-
Repasses de Recursos Vinculados	13.0	12.5	11.0	7.2	1.7	1.3	2.2	0.3	-	-
Dotação para capital	7.9	8.7	-	-	-	-	-	-	-	-
RECURSOS DO PIS/PASEP/FAT	19.2	18.9	5.2	6.7	17.2	12.0	3.6	9.7	21.1	34.5
RECURSOS EXTERNOS	7.0	8.2	13.4	8.7	7.6	4.7	1.6	0.8	0.9	1.9
Empréstimos em Moeda	5.8	5.2	9.1	6.2	1.0	1.8	-	0.8	0.0	-
Financiamentos	1.2	3.0	4.3	2.6	3.6	2.9	1.6	-	0.9	1.9
Assunção de Dívidas Externas/Internas	-	-	-	-	3.0	0.0	-	-	-	-
RECURSOS DO FMM	-	-	14.7	10.8	9.2	16.1	16.6	17.5	15.2	8.9
OUTROS	4.3	2.2	0.9	0.7	0.1	11.3	3.9	2.0	0.2	0.3
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: BNDES (1992: 44-45)

Observando-se os desembolsos do BNDES percebe-se uma retração significativa no período recente. “De 1975 a 1985, época de recursos abundantes, os financiamentos chegaram a um quinto da formação doméstica de capital, alavancando as taxas de investimento relativamente elevadas daquele período. Atualmente, o Banco financia, direta ou indiretamente, aproximadamente 8% do investimento bruto no Brasil” (Bonelli e Pinheiro; 1994: 29-31)

Nos anos iniciais da década de 80 a distribuição setorial e por gêneros de atividades não foi significativamente alterada em relação ao período anterior. Os recursos ainda estavam em parte comprometidos com a conclusão de uma série de projetos pendentes do II PND. Quanto as prioridades elencadas nos relatórios de atividades do Banco no início da década de 80 destacam-se a preocupação com a readequação da matriz energética, com o que observa-se uma forte participação do setor de energia elétrica e do setor alcooleiro nas liberações de recursos; e a presença de objetivos genéricos quanto a incentivar setores exportadores, o que está em consonância com o momento de ajustamento externo vivido pela economia brasileira. Neste último sentido, deve-se destacar o aparecimento e crescimento da participação do setor agropecuário nos empréstimos da instituição.

Uma característica nos primeiros anos da década de 80 é a queda de participação das operações FINAME e das empresas do setor privado, o que reflete o quadro de recessão econômica vivido pelo país e a menor demanda de recursos pela indústria privada.

**TABELA II.3.36**  
**DESEMBOLSOS DO SISTEMA BNDES SEGUNDO A NATUREZA DA EMPRESA**  
**PARTICIPAÇÃO RELATIVA (%)**

DISCRIMINAÇÃO	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
EMPRESA	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
BNDES	51	62	72	73	68	62	65	60	55	62	59
FINAME	40	29	18	19	28	34	34	33	35	33	35
BNDESPAR	9	9	10	8	4	4	1	7	10	5	6
NATUREZA DA EMPRESA	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
PRIVADA	44	33	35	43	43	53	65	68	81	86	87
PUBLICA	56	67	65	57	57	47	35	32	19	14	13

FONTE: Pellegrini, J.A.; 1993: 411

Terminada a sua função no II PND e com a paralisia do Estado nos anos 80 e o esgotamento do PSI, o BNDES entra em um clima de indefinição. Sem uma política industrial/desenvolvimentista definida, o espaço de atuação de um banco de desenvolvimento perde o sentido. Este vazio de funções fez com que o BNDES alterasse a lógica de sua atuação na segunda metade dos 80.

Duas estratégias foram seguidas pelo banco no sentido de possibilitar um saneamento financeiro por meio de uma melhora na qualidade de seus ativos. Em primeiro lugar, quanto à escolha dos setores a privilegiar, nota-se claramente uma aproximação do banco com setores exportadores: papel e papelão, agroindústria, agropecuária. Estes setores eram privilegiados pela política econômica e significavam menor risco para o Banco, ou seja, passou-se a utilizar critérios privados para a liberação de crédito. E, em segundo lugar o banco começou a se livrar dos ativos podres.

Com a recessão econômica dos anos 80, várias empresas nacionais que o banco tinha auxiliado com seus programas de capitalização, acabaram involuntariamente sendo estatizadas e indo parar nos ativos do Sistema BNDES (BNDESPAR). Os programas que seriam de aquisição temporária de ações, acabaram sendo permanente pelo fato das empresas não terem como pagar o banco e recuperar as ações. Com a possibilidade aberta pelo programa de privatização no governo Sarney, o BNDES se livrou de número significativo de empresas, de origem privada, que se encontravam na chamada Conta-Hospital.

Mas ainda persistia no Sistema BNDES um grande volume de ativos ligados a empresas estatais de difícil recuperação que imobilizava parcela de seus ativos e diminuía o retorno operacional ao limitar o *funding* com que poderia operar. Destacam-se uma série de empréstimos feitos e que não foram pagos, a subscrição pelo banco de uma série de títulos

sem valor de mercado (Debêntures Siderbrás, entre outros) e uma ampla carteira de ações de estatais que foram parar no Sistema BNDES quando este assumiu a administração do FND e recebeu aporte de capital da União na forma de ações. Uma das dificuldades que se coloca nos empréstimos realizados ao setor público é avaliar a real possibilidade de recebimento, uma vez que envolve profundos acertos de dívida intra setor público, uma parcela significativa dos empréstimos foram concedidos a estados cujos esquemas de refinanciamento tratam da dívida como um todo, enfim o primeiro ponto é definir qual é o tamanho do “crédito podre”. Uma vez identificado o problema, a solução contábil seria fazer a provisão para devedores duvidosos e reconhecer o prejuízo, mas isso depende da magnitude identificada como de difícil recebimento e da possibilidade de fazê-lo sem tornar o patrimônio líquido negativo. Os montantes envolvidos inviabilizavam esta saída.

Para lidar com estes problemas, o BNDES adotou, em primeiro lugar, uma estratégia de ajustamento na margem que foi o afastamento progressivo das empresas públicas, de modo a diminuir a participação dos empréstimos ao setor público no total. Este processo acentuou-se a partir de 1989 com as normas do Conselho Monetário Nacional proibindo novos empréstimos ao setor público. A participação das empresas públicas nos desembolsos do Sistema, que girava em torno de 60% no início da década de 80, retraiu-se para menos de 20% no final da década. Com isso, observa-se, na distribuição setorial dos empréstimos do banco, uma profunda retração da infra-estrutura uma vez que esta é responsabilidade das empresas estatais. “É importante notar que esta tendência não foi ainda mais marcante, em vista dos elevados empréstimos destinados à instalação dos metrô das cidades do Rio de Janeiro e São Paulo no quadriênio 1984/87, decisão isolada de investimento público.”(Pellegrini; 1993: 413)

Sendo o BNDES a principal fonte de financiamento de longo prazo existente na economia e considerando os investimentos reprimidos em matéria de infra-estrutura por falta de recursos, qual é a razão de o banco estar se aproximando justamente daqueles setores com baixos índices de endividamento, boas perspectivas de lucro, isto é, passa a atuar segundo uma lógica privada buscando setores que poderiam prescindir da ajuda pública. Segundo Pellegrini (1993: 414-415), se este comportamento não se dá por princípios norteadores da instituição mas decorre do objetivo de manter a instituição funcionando sem se desorganizar, isto seria adequado para que quando se definisse os novos rumos da



economia o Banco pudesse desempenhar suas funções; ou seja, justifica-se, no máximo em caráter transitório. “É evidente que esta situação precisa ser modificada. Um banco de desenvolvimento deve financiar precisamente aqueles projetos caracterizados por grandes hiatos entre as taxas de retorno privada e social. Desta forma, é mais sensato financiar a formação de capital de infra-estrutura - que tipicamente envolve externalidades não desprezíveis - do que se tornar sócio ou credor em investimentos onde o banco de desenvolvimento serve apenas como fonte de financiamento barato.”(Bonelli e Pinheiro: 1994: 32).

Na década de 90, o BNDES recebeu a incumbência de ser o gestor do Programa Nacional de Desestatização, cujo objetivo era ampliar o escopo da privatização incluindo, naquele momento o setor siderúrgico. A privatização e o modelo como ela foi feita, abriu espaço para amplas alterações patrimoniais, em especial, para os bancos oficiais (BNDES e bancos estaduais) e também para os fundos de pensão, que eram os principais detentores das chamadas “moedas podres”. No caso do BNDES destacam-se dois tipos de operações<sup>39</sup>: (i) refinanciamento das dívidas de empresas a serem privatizadas de modo a ajustá-las patrimonialmente para o processo e, uma vez realizada a venda, para o banco isto significaria a troca de créditos contra o setor público por créditos contra o setor privado; (ii) venda financiada de “moedas podres” aos pretendentes à privatização.

No caso desta última operação, a fim de alavancar a privatização permitiu-se, que créditos contra o Estado fossem securitizados e transformados em poder de compra nos leilões de privatização. Como vimos, o BNDES tinha entre seus ativos uma grande quantidade de créditos vencidos contra governos que poderiam ser utilizados no processo. Desta forma, vendeu-os ao setor privado pelo valor de face destes títulos, financiando por um prazo longo de pagamento e carência e uma baixa taxa de juros. Trocava-se novamente o setor público pelo setor privado enquanto devedor.

Algumas questões devem ser levantadas em relação a estas operações. O primeiro ponto, porque não vender à vista, uma vez que na venda a prazo não se amplia a liquidez

---

<sup>39</sup> A este respeito ver Pellegrini (1993). Quanto a outras formas de utilizar a securitização de dívidas do Estado com agentes financeiros públicos para sanear financeiramente os últimos ver Ferreira, C.K.L. (1996: 123-128). Neste trabalho o autor propõe a securitização de restituíveis, por exemplo, como forma das agências financeiras repassarem créditos contra o setor elétrico, por exemplo, ou a possibilidade de venda de créditos contra empresas estatais para o setor privado que poderiam usá-los para o pagamento de serviços; além das modalidades já discutidas no texto acima.

imediate do ativo, não gerando recursos adicionais para serem reemprestados? Quanto a este aspecto deve-se considerar o seguinte: em primeiro lugar, se haveria demandantes para tal operação, isto é, se os interessados nos leilões de privatização teriam liquidez suficiente para adquirir “moedas podres” à vista sem que isso desestimulasse a demanda; em segundo lugar, a possível retração da demanda combinada com a ampliação da oferta poderia levar a uma grande ampliação do deságio praticado no mercado secundário, diminuindo o ganho da instituição financeira; em terceiro lugar, se por um lado a venda a vista amplia a liquidez da instituição, isto implicaria reconhecer no momento da venda o prejuízo correspondente à diferença entre o valor de face e o valor de mercado podendo provocar um profundo desajuste patrimonial. De acordo com Pellegrini (1993), “do ponto de vista financeiro, a venda financiada das ‘moedas podres’ pode ser avaliada, comparando-se com o valor de mercado destas moedas. Há vantagens para o Sistema BNDES quando a soma das receitas futuras da operação de venda financiada, trazidas para valor presente a uma taxa de juros de mercado, for igual ou superior ao valor de mercado das ‘moedas podres’.”(Pellegrini; 1993: 423)

A principal vantagem em termos de *funding* que esta operação pode trazer é a melhora do *rating* da instituição, caso o mercado avalie que os novos créditos são de melhor qualidade que os antigos, podendo baratear a captação de recursos externos pelo Banco.

A reestruturação patrimonial com os programas de trocas de ativos e a existência de um *funding* estável (os recursos do FAT) colocam o BNDES como a instituição financeira pública em melhor situação hoje. Mas para que ele possa desempenhar as funções de um banco de desenvolvimento torna-se premente definir prioridades e o retorno a uma lógica social e não privada. Deve-se destacar neste sentido uma maior aproximação com os setores infra-estruturais, que tanto são geradores de emprego como se colocam hoje como uma pré-condição para a retomada do investimento no país.

### **3.5.2. - O FGTS, O SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO URBANO.**

Uma característica das reformas de 1964 foi a vinculação de recursos tributários e criação de fundos de poupança compulsória com destinação específica para investimentos em setores que se julgavam com oferta inadequada ou que seriam necessários para o processo de modernização da economia brasileira. Dentre os principais fundos criados temos

o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), constituído por recolhimentos mensais em uma conta individual do trabalhador (no valor de 8% do seu salário feitos pelo empregador) que renderiam correção monetária mais 3%a.a.. Seu objetivo era dar uma proteção ao trabalhador na situação de desemprego, quando poderia ser resgatado, substituindo a antiga lei da estabilidade do emprego. Seus recursos deveriam se direcionar para o financiamento imobiliário, fazendo parte do SFH (Sistema Financeiro da Habitação) e para obras de desenvolvimento urbano, com destaque para o saneamento básico. O objetivo desta seção é discutir os limites que foram se colocando para o FGTS continuar sendo uma das principais fontes de financiamento do investimento na economia brasileira. Duas questões devem ser ressaltadas: a qualidade dos ativos do fundo, ou seja, o que foi financiado e o retorno obtido e o caráter pró-cíclico de seu fluxo líquido de recursos (arrecadação menos saques). Descreveremos nesta seção a organização e funcionamento do SFH e os problemas existentes em termos de retorno dos empréstimos; a questão do financiamento a obras de infra-estrutura urbana, destacando o SFS (Sistema Financeiro do Saneamento), de modo a entendermos um dos aspectos que levou a crise do FGTS.

Como destacamos anteriormente, a criação do SFH na reforma de 1964 se deu pelo diagnóstico de que o elevado déficit habitacional existente no país decorria da ausência de mecanismos adequados de financiamento para o setor. Os principais problemas decorriam da inexistência de um *funding* que desse suporte ao financiamento e, principalmente, da impossibilidade de se desenvolver contratos de longo prazo em uma economia inflacionária e, cuja regulamentação impunha limites à taxa de juros nominal - lei da usura.

A reforma financeira de 1964 criou um instrumento de captação voluntária vinculado ao financiamento habitacional, as cadernetas de poupança que rendiam correção monetária mais 0,5%a.m, além de vincular as aplicações do FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) a este setor. A introdução da correção monetária era tida como a principal inovação e deveria possibilitar o desenvolvimento de financiamentos habitacionais pelo setor privado, tanto por garantir um fluxo estável de recursos como o retorno dos financiamentos em termos reais (eliminado o risco-preço).

Além da constituição de um *funding* que julgava-se adequado, criou-se todo um sistema de intermediação especializado para que os recursos chegassem a seu destino e um aparato institucional que desse estabilidade ao sistema. O BNH administraria os recursos do

FGTS e funcionaria como o banco dos bancos neste subsistema: regulava e fiscalizava a atuação dos demais agentes, concedia garantias a créditos e depósitos vinculados ao sistema, fornecia assistência à liquidez, atuava como uma seguradora em caso de morte e perda de renda dos mutuários, e além destas funções, como agente central do SFH, definiria a política habitacional.

Além do BNH, compunham o sistema as caixas econômicas, as associações de poupança e empréstimos (APE) e as sociedades de crédito imobiliário. Estes agentes compõem o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). As fontes de recursos destes agentes eram as cadernetas de poupança, as letras imobiliárias e os repasses de recursos do BNH (FGTS), uma vez que, enquanto agente financeiro, o BNH operava, principalmente, como um banco de segunda linha, de modo a utilizar-se da capilaridade dos agentes para aumentar a eficiência na intermediação.

A importância dos repasses do FGTS para os demais agentes do sistema pode ser percebida pelo fato de que até meados de 70, o FGTS era a principal fonte de recursos para o sistema superando as cadernetas de poupança. Ao trabalhar na forma de repasses, estas instituições assumiam apenas o risco de inadimplência do mutuário recebendo uma remuneração pela operação (taxa de repasse), não corriam nem o risco-preço nem o risco de iliquidez por esta parcela do passivo, que eram riscos do BNH. Este é mais um exemplo, em que a chamada estatização da poupança não significou uma redução dos ganhos do sistema financeiro privado, mas sim a intensa solidariedade destas com as agências públicas, em que as últimas assumiam a maior parte dos riscos.

Conforme Albuquerque (1986), “pela análise das principais metas e características operacionais do BNH é possível concluir que a intenção original era a criação de uma estrutura de apoio, orientação e controle para fomento da construção civil (casa própria) de interesse social”(Albuquerque; 1986: 84) De modo geral, o SFH foi segmentado entre financiamentos na faixa de interesse social, para famílias de baixa renda, e um segmento livre para famílias de renda média e alta. Dentro da linha popular, os repasses às COHABs (Companhias Habitacionais) deveriam direcionar-se para a construção de casas para famílias entre 1 e 5 salários mínimos e a faixa de 5 a 10 salários seria atendida pelos programas cooperativos (no âmbito dos INOCOOPS)<sup>40</sup>. Duas questões principais dificultaram a

---

<sup>40</sup> A este respeito ver Albuquerque (1986).

consecução do objetivo de eliminar o déficit habitacional, operando principalmente nos programas de cunho social.

A primeira restrição deve-se ao fato de ter-se acrescido novas funções do BNH, fazendo com que este passasse a atuar em diferentes áreas, o que ampliava o conceito de habitação para o qual deveria ser voltado o banco. Neste sentido, o BNH assumiu “uma função eminentemente pública que não vinha sendo atendida a contento na alçada municipal - equipamentos e infra-estrutura urbana. Em realidade, o alargamento das funções do BNH foi uma resposta ao centralismo fiscal, que imobilizou as prefeituras como agentes supridores de serviços públicos em geral” (Albuquerque; 1986: 85). As operações de desenvolvimento urbano chegaram a responder por mais de 30% das aplicações dos bancos e os serviços complementares de habitação por outros 20%, assim a aplicação final na atividade fim para o qual havia sido criado girava em torno de 50%. Transformou-se no banco de desenvolvimento da infra-estrutura: por exemplo, era o gestor do sistema financeiro de saneamento (SFS) que utilizava parcela dos recursos do FGTS.

Neste sentido, tivemos em 1968 a criação do PLANASA (Plano Nacional de Saneamento), o qual só foi ter importância a partir do início da década de 70, viabilizando uma grande expansão dos serviços de água e esgoto. O modelo de provisão destes serviços era centrado nas Companhias Estaduais de Saneamento Básico (CESB). “Os municípios concedem às CESB a prestação dos serviços de abastecimento de água e esgotos. A concessão abrange todo território municipal, por prazo que varia de 25 a 50 anos. Por esse sistema, o município não interfere na administração dos serviços. Sua participação restringe-se à doação e abertura de áreas de acesso para a construção de obras. O planejamento, a definição de projetos, a cobrança de tarifas, a operação e manutenção dos sistemas ficam a cargo da empresa pública estadual” (Souza (org); 1992: 18). Os municípios também teriam a alternativa de oferecer e administrar diretamente os serviços por meio de autarquias municipais responsáveis pelos serviços de água e esgoto.

A forma como se estruturou o financiamento das obras de saneamento privilegiava os projetos que pudessem se auto-financiar, o que implicaria a exclusão de regiões inteiras ou ainda a exclusão da maior parcela da população que não pudesse suportar tarifas realistas com o pagamento do financiamento. Um modo de superar este entrave foi o sistema ser “fortemente centralizado, de modo a viabilizar a constituição de subsídios cruzados dentro

de cada Estado da federação, com regiões mais rentáveis financiando as regiões carentes. Os projetos de saneamento eram financiados em 50% com recursos oriundos dos orçamentos estaduais, por meio dos FAE (Fundos de Água e Esgoto), e a outra metade via empréstimos do BNH, com base em recursos do FGTS. Na concepção original, os FAE seriam fundos rotativos, a partir do retorno dos financiamentos.”(Ferreira, C.K.L.; 1996: 119) Esta era a base de operação do chamado Sistema Financeiro do Saneamento (SFS) administrado pelo BNH.

Note-se que esta forma institucional é uma característica da maneira centralizada de administrar criada no regime militar. Os fundos de poupança compulsória, com direcionamento determinado, administrados por agências financeiras oficiais correspondiam em termos de volume de arrecadação a aproximadamente um orçamento fiscal<sup>41</sup>. “Somada à centralização da política tributária - e ainda mais expressiva -, a centralização dos fundos sociais tornou virtualmente nula a função de estados e municípios no domínio da política social.” (Rezende e Azeredo; 1986: 14) “O novo caráter de dependência acrescentava mais uma dificuldade ao planejamento governamental e à execução de uma política integrada de intervenção no processo de urbanização. Sob regras indefinidas de acesso a recursos administrados pelo governo federal - inclusive os instituídos por empréstimos de instituições internacionais -, estados e municípios guiavam-se por motivos estritamente financeiros. A existência de fundos é que passava a comandar as decisões de investimento, reforçando o caráter fragmentado do processo decisório e instituindo o antiplanejamento.” (Rezende e Azeredo; 1986: 7).

O processo de centralização fiscal e dos fundos sociais colocou o acesso ao crédito - endividamento dos Estados e Municípios - como a principal forma destes atenderem às suas necessidades, o que não se verificava até 1964, quando o volume de endividamento dos estados era relativamente baixo. Mas, a própria utilização do crédito por esses governos era controlada pela União que fazia o acompanhamento e estipularia limites de endividamento. No período 1968/75, por exemplo, proibiu-se a emissão e lançamento de obrigações de qualquer natureza por parte dos estados, exceto as operações de antecipação de receitas orçamentárias. Estas resoluções contemplavam “excepcionalidades nos casos de

---

<sup>41</sup> De acordo com dados apresentados por Rezende e Azeredo (1986: 26) para o início dos anos 80, os fundos sociais representavam em torno de 80% da receita tributária da União.

financiamento de obras e serviços 'reprodutivos' e situações emergenciais, desde que fundamentados os pedidos junto ao Conselho Monetário Nacional (CMN) e deliberado pelo Senado. Resoluções posteriores proibiram dívidas com fornecedores e empreiteiros, mas permitiram financiamentos a máquinas e equipamentos rodoviários, a obras de saneamento básico e de habitação popular e a projetos atendidos por recursos do PIS/PASEP." (Rezende e Afonso; 1988: 7). Esta institucionalidade gerou mais uma das peculiaridades do relacionamento intra-setor público no Brasil: "sem recursos próprios suficientes para financiar a expansão dos investimentos, o setor público estadual ou municipal passou a ter nos bancos e agências oficiais federais a alternativa preferencial de financiamento. Gera-se aí, um círculo vicioso, pois desloca-se o poder decisório sobre os investimentos para as autoridades que decidem sobre o financiamento ou não dos projetos. Contribuiu, ainda, para a expansão do endividamento a existência de transferências tributárias vinculadas à aplicação pelo governo local em determinados setores, facilitando a obtenção de empréstimos com a garantia desta cotas-parte" (Rezende e Afonso; 1988: 5). Formou-se, desta forma, um forte vínculo dos agentes financeiros oficiais, entre eles o BNH, e os governos municipais e estaduais. Esta relação se dava diretamente com as empresas estaduais responsáveis pelos investimentos (a margem das respectivas administrações diretas), como por exemplo as empresas de saneamento, o que diminuía ainda mais o poder dos governos locais.

TABELA II.3.37  
APLICAÇÕES DO BNH POR ÁREAS DE ATUAÇÃO.  
PARTICIPAÇÃO %

ANO	HABITAÇÃO <sup>(1)</sup>	SANEAMENTO	INF-ESTR. URB.	OUTROS <sup>(2)</sup>	TOTAL
até 73	84.1	7.4	1.4	7.1	100
74/79	62.9	15.8	15.0	6.3	100
1980	68.1	20.0	9.4	2.5	100
1981	65.0	29.5	4.3	1.2	100
1982	67.1	27.4	4.7	0.8	100
1983	69.2	25.5	3.9	0.4	100
1984	69.3	26.6	3.4	0.7	100
1985	50.9	44.3	4.5	0.3	100
1986	43.0	51.7	5.3	0.0	100
1987	67.6	17.5	14.9	-	100
1988	29.6	38.8	31.6	-	100
1989	3.3	80.2	16.5	-	100
1990	50.1	39.5	10.4	-	100
1991	-	-	-	-	100
1992	73.3	19.0	7.7	-	100

FONTE: elaborado a partir de Arretche (1993: tabelas 8 e 16)

Notas: 1- inclui gastos com operações complementares à habitação, que no período até 1985 correspondeu a uma média de 17,5% do total 2 - gastos com operações de apoio técnico e financeiro.

O segundo problema que inviabilizou o cumprimento do objetivo da habitação popular própria no país decorre dos custos de *funding* do sistema e da elevada concentração de renda na economia brasileira. Todas as fontes de recursos do sistema tinham garantia de retorno real positivo, ou seja, correspondiam a ativos pós-fixados: 3%a.a. mais correção monetária no caso do FGTS e correção monetária mais 0,5%a.m. no caso das cadernetas de poupança. Desta forma, esta remuneração está “acima da capacidade de pagamento da maior parte do público-alvo dos programas habitacionais de interesse social” (Albuquerque; 1986: 89). De acordo com estudo de Prado e Pelin (1993), apenas famílias cuja renda está em torno de 2,5 salários mínimos teriam condições de começar a dispendir parcela da renda com habitação, portanto, estão excluídas de um sistema que pretendia o pagamento integral da moradia<sup>42</sup>.

Este problema foi destacado por Rezende e Azeredo (1986), segundo os quais, o esvaziamento dos recursos fiscais e a criação dos fundos de poupança compulsória alteram a lógica dos gastos sociais, como destacado acima, aonde a capacidade de autofinanciamento de um determinado projeto passa a ser a variável relevante para a decisão de gasto, excluindo a maior parcela da sociedade dos benefícios dos programas<sup>43</sup>.

Outro problema na mesma linha, refere-se ao fato de o BNH atuar basicamente como repassador para agentes privados. Dados os custos operacionais da intermediação, de modo a evitar prejuízos, estes agentes buscam realizar operações de maior valor unitário, discriminando contra as populações de baixa renda. O crescimento das operações de

---

<sup>42</sup> De acordo com Albuquerque (1986), “pelos padrões do BNH, são considerados como aplicações de interesse social programas como Cooperativas Habitacionais e outras, cujo valor de financiamento pode atingir mais de 2000 UPCs. Tais financiamentos, a juros de 3,5% e amortizados em 25 anos, exigiriam renda familiar do mutuário acima de 6 salários mínimos, fugindo da faixa onde a situação habitacional é crítica. É na faixa de até 3, ou 5 salários mínimos, onde efetivamente se encontra o interesse social, o que nas condições acima descritas, exige que o valor do financiamento não ultrapasse o limite de 800 UPCs.” (Albuquerque; 1986: 96-98)

<sup>43</sup> Os autores atribuem algumas problemas à lógica de financiamento de gastos sociais com fundos de poupança compulsória. O primeiro eles denominam de sensibilidade segundo o qual o fluxo líquido de recursos é extremamente dependente das condições econômicas. Os fundos possuem uma elevada elasticidade renda na recessão quando sofrem bruscos saques, mas uma pequena elasticidade renda na expansão. O segundo refere-se a iniquidade. Este refere-se tanto a regressividade que representam contribuições sobre folha de pagamentos, a distribuição dos gastos (aplicação dos recursos) àqueles que tem condições financeiras de recebê-los e a vinculação contribuição/benefício, o que faz com que só consiga juntar um patrimônio via FGTS, por exemplo, aqueles trabalhadores de setores formais de maiores salários e maior estabilidade do emprego, os que mais necessitam de um patrimônio estão excluídos. E o terceiro problema é a centralização excessiva no governo federal excluindo a participação de estados e municípios que são os que devem ter melhores condições de avaliar as reais necessidades para a alocação dos recursos.



financiamento no âmbito do SBPE contra uma maior participação direta do BNH (tanto pela importância crescente das captações via cadernetas de poupança em relação ao FGTS como pela utilização crescente do mecanismo de repasses) fizeram com que o SFH operasse principalmente com camadas de renda mais elevada, fugindo de sua função social<sup>44</sup>.

A perda de importância do BNH dentro do sistema e sua atuação, primordialmente como banco de segunda linha podem ser percebidos na tabela abaixo que nos mostra a participação de cada agente nos empréstimos totais do SFH. Percebe-se pela tabela, que tanto a participação bruta do BNH se retraiu, mostrando que com o passar dos anos as cadernetas de poupança foram superando o FGTS enquanto principal fonte de recursos do sistema, como a participação líquida se retraiu ainda mais. No primeiro ano da tabela, o BNH emprestava diretamente 60% de seus recursos; este índice foi diminuindo e passou a se situar entre 20 e 25% nos demais anos. Estes dois movimentos fizeram com que, a partir de 1975, as demais instituições financeiras passassem a responder por algo em torno de 90% dos empréstimos do sistema, mas com uma forte participação dos repasses do BNH como *funding* das operações.

TABELA II.3.38

## PARTICIPAÇÃO % NOS EMPRÉSTIMOS DO SFH POR AGENTE FINANCEIRO

ANO	BANCO NACIONAL DA HABITAÇ.			OUTRAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS					
	LIQUIDO	BRUTO	REPASSE	CEF/CEE	SCI	APE	B.COM.	B.INVEST.	B.DESEN.
1971	36.50	62.39	25.89	22.05	25.29	3.57	12.59	0.00	0.00
1972	24.65	58.17	33.52	21.08	35.62	5.84	8.33	3.19	1.29
1973	19.11	53.46	34.35	21.13	38.26	6.87	10.18	3.55	0.91
1974	14.19	52.04	37.85	23.07	36.58	7.39	13.64	3.80	1.34
1975	11.43	51.57	40.14	28.01	33.13	7.80	14.85	2.95	1.83
1976	9.26	48.90	39.64	32.13	30.13	8.42	16.61	1.57	1.88
1977	9.28	49.43	40.15	30.88	30.21	9.15	17.24	1.27	1.98
1978	10.06	52.24	42.18	28.84	29.72	9.82	18.66	0.92	1.98
1979	10.73	50.47	39.74	26.74	30.37	10.52	19.08	0.71	1.85
1980	11.56	48.65	37.09	28.42	29.68	10.14	18.09	0.45	1.66
1981	10.02	40.43	30.41	27.56	27.46	8.49	14.93	0.20	1.49
1982	10.73	42.65	31.92	33.71	32.06	5.65	16.19	0.11	1.54
1983	11.39	42.37	30.97	33.80	32.39	4.67	16.00	0.07	1.68
1984	10.89	44.48	33.59	36.13	33.05	2.07	15.93	0.05	1.89
1985	10.84	45.69	34.84	38.63	31.05	0.69	16.66	0.03	2.10
1986	11.46	49.24	37.78	37.26	30.28	0.28	18.31	0.03	2.38

FONTE: BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL

Quanto à distribuição dos repasses do BNH pode ser visto na tabela abaixo que a participação dos agentes financeiros privados sempre foi preponderante. As instituições financeiras oficiais tiveram um aumento significativo apenas no final da década de 70 e início dos 80, em um contexto em que já se fazia presente a crise econômica.

<sup>44</sup> De acordo com estimativas de Albuquerque (1986) apenas 12% do total de recursos disponíveis eram destinados para a área social.

**TABELA II.3.39**  
**OPERAÇÕES DO BNH COM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS:**  
**(PARTICIPAÇÃO %)**

ANO	BANCOS COMERCIAIS			ASSOC. POUPAN. EMPRESTIMO	SOC. CREDITO IMOBILIARIO
	PRIVADOS	OFICIAIS	TOTAL		
1971	19.40	8.84	28.24	8.84	30.37
1972	10.61	7.38	17.99	11.92	48.45
1973	8.76	10.81	19.57	13.28	49.88
1974	8.81	13.27	22.09	12.96	48.69
1975	6.62	15.05	21.67	12.99	43.57
1976	5.17	18.58	23.75	12.82	35.35
1977	5.08	19.38	24.45	14.74	34.94
1978	4.34	22.03	25.88	15.40	30.87
1979	4.58	33.15	37.73	17.07	30.55
1980	3.99	37.83	41.82	17.83	26.56
1981	3.02	39.86	42.88	17.42	24.15
1982	2.67	40.90	43.57	10.62	24.16
1983	2.05	43.28	45.33	9.50	26.14
1984	1.32	41.29	42.56	3.92	24.93
1985	0.76	49.04	49.80	1.30	27.00

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL

**TABELA II.3.40**  
**FONTE DE RECURSOS DAS INSTITUIÇÕES DO SBPE: SCI E APE**  
**PARTICIPAÇÃO % NO TOTAL DO PASSIVO.**

ANO	SOCIEDADES DE CRÉDITO IMOBILIARIO			ASSOC. POUPANÇA E EMPRESTIMO	
	DEP. POUPANÇA	LET. IMOBIL.	OPER. C/ BNH	DEP. POUPANÇA	OPER. C/ BNH
1968	5.7	64.5	20.5	48.7	43.6
1969	4.9	66.4	19.1	30.9	58.2
1970	5.7	66.0	18.5	34.3	58.1
1971	6.2	60.0	25.4	33.7	56.5
1972	7.9	46.2	38.4	30.5	59.9
1973	15.9	37.0	38.9	31.2	58.0
1974	20.5	27.2	41.0	31.8	57.8
1975	27.6	19.4	40.7	32.0	53.2
1976	36.0	12.8	36.4	33.1	48.1
1977	39.7	9.1	39.0	30.6	53.8
1978	48.2	6.2	38.2	34.7	61.2
1979	56.0	4.2	33.7	35.7	60.1
1980	61.2	2.8	29.2	33.9	61.5
1981	68.3	1.8	22.9	35.7	59.1
1982	70.0	0.7	21.2	38.2	55.9
1983	74.4	0.6	18.2	39.6	56.2
1984	76.4	0.3	16.9	47.2	46.7
1985	76.3	0.02	17.86	56.81	35.83

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL

Deve-se observar a importância que estes recursos assumiram em especial para as SCI e para as APE, frente às demais formas de captação. No caso das primeiras, percebe-se que entre os anos 1972 e 1978, as operações com o BNH respondiam por algo em torno de 40% de suas operações passivas. Um outro ponto interessante de ser observado no caso das SCI é que até 1973, as letras imobiliárias eram a principal forma de captação destas instituições, superando as cadernetas de poupança. Com a aceleração inflacionária a partir daí, acentuou-se o curto-prazismo das aplicações financeiras levando a um grande crescimento das cadernetas de poupança em detrimento das letras imobiliárias. No caso das APE, percebe-se que as operações com o BNH responderam, na maior parte dos anos, por

mais de 50% de suas operações ativas. Desta forma, pode-se dizer, que apesar de serem instituições privadas, a existência das mesmas se dava apenas enquanto agentes repassadores do BNH.

Assim, apesar do impulso dado à construção civil, do grande número de habitações financiadas, etc, não contribuiu de maneira significativa para a superação do problema a que se propunha. O déficit habitacional não foi eliminado na era de auge do SFH (década de 70) e foi profundamente agravado com a crise do sistema nos anos 80.

A principal falha que nos interessa na operação do sistema é sua instabilidade e o processo auto-degenerativo que se instalou com a emergência do *spread* negativo e do não retorno dos financiamentos. Uma das principais dificuldades que se colocavam no sistema era que os ativos que geravam o *funding* (passivo das instituições) eram corrigidos em termos reais, como tal, para manter a solvência do sistema e poder realimentar o fundo, os empréstimos deveriam, da mesma forma, ser feitos em termos reais. Esta dificuldade é acentuada pelo longo prazo dos empréstimos.

TABELA II.3.41  
FGTS: UNIDADES HABITACIONAIS FINANCIADAS

ANO	QUANTIDADE	ACUMULADO
ATÉ 1973		520000
1974	35937	555937
1975	77417	633354
1976	164353	797707
1977	209709	1007416
1978	279516	1286932
1979	274238	1561170
1980	366808	1927978
1981	198514	2126492
1982	282384	2408876
1983	32685	2441561
1984	43551	2485112
1985	42987	2528099
1986	44350	2572449
1987	99227	2671676
1988	98249	2769925
1989	32404	2802329
1990	169011	2971340
1991	356032	3327372

FONTE: Arretche (1993: tabela 3)

“A implantação e funcionamento do SFH partiu do pressuposto de que seriam mantidos, ao longo do tempo, cinco fatores básicos, a saber: identidade de índices de correção monetária para o ativo e o passivo; reajuste de prestação igual ao do saldo

devedor; reajustes das prestações iguais ou aproximados aos dos reajustes de salários; manutenção de um ambiente econômico estável e em crescimento; e segurança jurídica dos contratos.” (ABECIP; 1994(a): 33)

Os problemas inerentes aos contratos de financiamento habitacional já se fazia sentir desde o início do sistema. Além das dificuldades inerentes aos contratos de longo prazo, dois pontos mostram a instabilidade potencial do sistema. O primeiro refere-se a diversidade dos índices de reajustes das prestações e dos saldos devedores. Enquanto o saldo devedor, o *funding* do sistema, era reajustado pelo índice de correção monetária, que deveria refletir o comportamento do índice geral de preços, as prestações, a partir de 1968, seguiam, em geral, a regra da equivalência salarial. Assim, caso o índice de correção monetária corresse a frente do salário gerar-se-ia um saldo a descoberto que não seria quitado pelo mutuário<sup>45</sup>. Deve-se notar, porém, que mesmo a definição dos índices nunca foi muito respeitada no sistema. O BNH procurou “sempre reajustar o valor das prestações pelo mais baixo dos seguintes valores: índice de correção do salário mínimo ou índice de variação das ORTN. Inicialmente, as prestações eram corrigidas pelo salário mínimo; em 1973, como os salários vinham aumentando mais rapidamente que as ORTN, optou-se pela correção monetária; e em 1983, com o arrocho salarial característico dos últimos anos, retornou-se à variação do salário mínimo para o cálculo dos reajustes das prestações.”(Albuquerque; 1986: 99)

---

<sup>45</sup> Num primeiro momento instituiu-se que o resíduo ao final do contrato seria refinanciado por um período adicional ao final do qual tomar-se-ia como esgotado o prazo do financiamento independente do resíduo que ainda restasse, ficando a cargo do FCVS (Fundo de Compensação das Variações Salariais). Em um segundo momento, estipulou-se que o prazo do contrato não poderia ser prorrogado, isto é, findo o número de prestações contratadas a dívida seria considerada quitada, e introduziu-se o CES (Coeficiente de Equiparação Salarial), que deveria multiplicar o valor das prestações definidas no início do contrato de modo a limitar os dois problemas principais: a discrepância posterior entre índices de reajuste do saldo devedor e das prestações, e a perda de amortizações ao longo de um ano decorrente da defasagem entre o reajuste das prestações e do saldo devedor. Objetivava-se diminuir o resíduo ao final do contrato. Segundo os analistas os planos de financiamento do SFH eram atuarialmente inconsistentes e não havia como não se gerar o resíduo. A respeito desta inconsistência ver Faro, C. (1990).

TABELA II.3.42  
PRESTAÇÕES X CORREÇÃO MONETÁRIA X SALÁRIO MÍNIMO.

ANO	SALARIO MÍNIMO		CORREÇÃO MONET		PRESTAÇÕES		DIFERENÇA %	
	VAR.%	ÍNDICE	VAR.%	ÍNDICE	VAR.%	ÍNDICE	A/C	B/C
1967		100		100		100		
1968	23.43	123.4	25.00	125.0	23.43	123.4	0.00	1.27
1969	20.37	148.6	18.51	148.1	20.37	148.6	0.00	-0.29
1970	20.00	178.3	19.60	177.2	20.00	178.3	0.00	-0.63
1971	20.56	214.9	22.67	217.3	20.51	214.9	0.04	1.16
1972	19.15	256.1	15.30	250.6	19.15	256.0	0.04	-2.11
1973	16.07	297.3	12.84	282.8	14.70	293.6	1.24	-3.70
1974	20.77	359.0	33.31	377.0	14.40	335.9	6.87	12.22
1975	41.40	507.6	24.21	468.2	34.00	450.1	12.78	4.02
1976	44.14	731.7	37.23	642.5	26.72	570.4	28.28	12.65
1977	44.06	1054.1	30.09	835.9	36.97	781.3	34.92	6.99
1978	41.00	1486.3	36.24	1138.8	30.51	1019.6	45.76	11.69
1979	45.38	2160.7	47.19	1676.2	39.76	1425.0	51.62	17.62
1980	32.96	2872.9	50.77	2527.2	55.06	2209.7	30.01	14.37
1981	103.99	5860.4	95.57	4942.4	72.84	3819.2	53.45	29.41
1982	96.20	11498.1	97.76	9774.1	89.03	7219.4	59.27	35.39

FONTE: ABECIP (1994(a): 99)

O segundo problema refere-se a periodicidade dos reajustes, pois o saldo devedor dos financiamentos era reajustado trimestralmente, de acordo com a sistemática de reajuste das cadernetas de poupança e do FGTS, enquanto as prestações eram reajustadas anualmente, conforme a política salarial vigente, ou semestralmente em alguns contratos. Esta falta de sincronismo ampliava o saldo devedor a descoberto. Estes problemas seriam tanto maiores quanto maior a taxa de inflação. Como destacado em um estudo da ABECIP (1994), o sistema havia sido montado para suportar taxas de inflação até o nível de 20% a.a., taxas maiores que estas tornariam os descompassos acima insuportáveis para a saúde financeira do sistema. A aceleração inflacionária dentro de um período em que as prestações estivessem dadas, fariam com que do valor pago uma maior parcela correspondesse a pagamentos de juros e correção monetária e menos fosse amortizado. Pode-se chegar ao limite da amortização negativa, isto é, uma situação em que a prestação é insuficiente para o pagamento dos juros nominais.

E além destes problemas, havia a instabilidade potencial decorrente do descasamento de prazos entre as operações ativas e passivas das instituições financeiras que operavam no sistema. Enquanto os contratos de financiamento giravam entre 15 e 20 anos, as cadernetas de poupança garantiam liquidez absoluta para os depositantes. Em um momento de corrida a

liquidez ou em que as taxas de juros estivessem extremamente elevadas, tornando pouco atraente estes ativos, estas instituições poderiam ficar ilíquidas.

Assim, “inúmeras dificuldades são detectadas na implantação deste tipo de contrato. (...) Primeiro deve-se mencionar as dificuldades contábeis de se administrar um débito em termos reais de horizonte não inferior a 10 anos, como ilustradas pelas múltiplas alterações nos planos de aplicações do SFH. Segundo, a possibilidade concreta de insolvência por iliquidez do mutuário. Com a elevação drástica da inflação a partir de maio de 1974 sem um paralelo aumento salarial e das receitas dos mutuários do sistema, na mesma frequência e intensidade, o BNH se viu obrigado a limitar a correção monetária dos anos de 1974 e 1975 a 20%a.a. no máximo para as pessoas jurídicas e a conceder um crédito fiscal equivalente a uma prestação mensal para o abatimento no pagamento do imposto de renda para as pessoas físicas.”(Silva; 1979: 41).

Para lidar com esta instabilidade potencial foi criada uma ampla rede de proteção, como destacamos acima, composta por três fundos principais administrados pelo BNH: (i) o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS) - este teria a função de cobrir os saldos devedores (resíduos) ao final dos contratos; os recursos para este viriam de recursos dos mutuários que ao início do contrato pagariam uma prestação para alimentar o fundo; (ii) Fundo de Assistência à Liquidez (FAL) - cujo objetivo era socorrer instituições que tivessem passando por crises de liquidez; seria constituído a partir de um depósito compulsório sobre cadernetas de poupança; e, (iii) o Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI) - que funcionaria como um seguro-depósito para os recursos aplicados no sistema, garantindo os recursos do aplicador em caso de insolvência do agente financeiro.

Três fatores são de crucial importância para entender a crise do sistema. O primeiro é o fenômeno do *spread* negativo em um sistema que capta em termos reais mas que não consegue repassar os recursos em condições compatíveis com seu passivo. Este decorre tanto de problemas estruturais, da dificuldade de se trabalhar com contratos de longo prazo em termos reais em economias sujeitas a processos inflacionários crônicos, como de aspectos institucionais e medidas políticas imediatistas tomadas em determinadas circunstâncias: por exemplo, pré-fixação da correção das prestações em momentos de instabilidade inflacionária, renegociações e perdões de dívidas, etc. A constante aceleração inflacionária a partir de 1973 tendia a inviabilizar o sistema. “Vale lembrar que o BNH tem

feito tudo ao seu alcance na tentativa de compatibilizar os efeitos da inflação, com a capacidade de pagamento dos mutuários. Desde sua criação, vem tentando acomodar-se as novas situações conjunturais: criou novos sistemas de amortização, dilatou prazos, alterou os índices de reajustes das prestações, reduziu-os, ofereceu subsídios e bônus, permitiu opções de alterações contratuais, reduziu o CES, etc. Tentou sempre compatibilizar o reajuste das prestações com a capacidade de pagamento dos mutuários, numa tentativa de reduzir os índices de inadimplência.”(Albuquerque; 1986: 99)

O segundo fator decorre de aspectos conjunturais da economia que se agravaram na década de 80. Neste aspecto alguns pontos merecem destaques. Em primeiro lugar deve-se notar que a arrecadação líquida do FGTS é pró-cíclica dependendo das condições de emprego e de salário. Em segundo lugar, com a regra de equivalência salarial, em momentos de recessão e quedas salariais, tende a se ampliar o descompasso entre os reajustes do saldo devedor e das prestações. Além disso, em recessões tende-se a ampliar a inadimplência do sistema.

Ao longo dos anos 80 foi concedida uma série de novas facilidades aos mutuários. De acordo com Faro (1990), em 1983 reviu-se o reajuste de 130% renegociando-se os contratos de modo a compatibilizar a prestação à renda familiar, limitando no período 1983/85 o reajuste a 80% do INPC, conforme a política salarial. Com isso, os reajustes reduziram-se para a faixa de 87% a 109%, em 1983 e nos anos seguintes: (i) 1984 - 143% frente a uma inflação de 220% (IGP-DI). (ii) 1985 - 194% contra 225% do IGP-DI. No Plano Cruzado corrigiu-se as prestações pela média dos últimos 12 meses enquanto o saldo devedor foi corrigido integralmente pela inflação corrida, e congelou-se a prestação por um ano. No plano verão congelou-se a prestação entre fevereiro e maio, enquanto o saldo devedor foi corrigido em 111%. No plano Collor, o saldo devedor foi corrigido pela inflação de março de 90 (84%) enquanto as prestações só incorporaram a correção monetária até fevereiro. (Faro, C.; 1990: 10-15). Com esta sequência de medidas, ampliou-se ainda mais o desequilíbrio do FCVS e chegou-se a uma situação em que grande parte dos contratos do SFH possui amortização negativa, ou seja, as prestações são insuficientes inclusive para o pagamento dos juros.

O terceiro fator é a crise fiscal que tanto impede o Tesouro Nacional de cobrir os rombos do sistema como aumenta a inadimplência dos empréstimos feitos às empresas estaduais e a governos estaduais e municipais.

Estes fatores fazem com que não ocorra o retorno dos financiamentos concedidos pelo sistema e, no caso da habitação vá crescendo a dívida do BNH com seus agentes financeiros (empréstimos feitos com base em recursos da cadernetas de poupança) e com o FGTS, devido aos maiores resíduos a serem cobertos pelo FCVS. Assim, as contribuições feitas a este fundo e os constantes aportes de recursos do BNH, do Tesouro, etc, vão se mostrando insuficientes para quitar a dívida crescente. O FGTS é o maior credor do FCVS, superando os 50% da dívida total. O não retorno dos empréstimos coloca em dúvida crescente a capacidade do SFH avançar recursos para o investimento habitacional. Este fato tem sido agravado pelo chamado desemprego estrutural e pelo envelhecimento populacional que diminuem ainda mais o fluxo líquido de recursos do fundo e a capacidade de conceder novos financiamentos. No caso das cadernetas de poupança, passada a fase de consolidação deste ativo (em que seu crescimento estaria totalmente descolado do comportamento da economia (produto, salários, etc) com grandes influxos iniciais de recursos), seus fluxos tenderiam cada vez mais a depender do comportamento econômico diminuindo os fluxos líquidos. Estes dois fatos sinalizam que uma vez consolidado o SFH, “no momento em que o volume de captação líquida tendesse a alcançar o limite em que o crescimento fosse apenas marginal, deveria ocorrer uma natural substituição dos recursos oriundos das Cadernetas de Poupança pelos retornos dos financiamentos.”(ABECIP; 1994(a): 33).

O problema de não retorno dos financiamentos com recursos do FGTS não se restringem à área habitacional. No caso do saneamento, “por exemplo, o PLANASA previa que o financiamento dos programas de saneamento básico deveria ser implementado pelas companhias estaduais de saneamento e financiados do seguinte modo: 50% do BNH e 50% dos FAEs (Fundos de Financiamento de Água e Esgoto), contrapartida financeira de responsabilidade dos estados. A centralização financeira anterior a 1988 dificultava enormemente que muitos estados e municípios pudessem integralizar sua participação, razão pela qual criou-se o FINEST - Subprograma Suplementar para Composição da Participação Financeira dos Estados na Execução do PLANASA - em 1977. Este programa representou



19,8% dos recursos aplicados pelo BNH através do PLANASA até 1986.”(Arretche;1993: 5).

Vários problemas podem ser detectados na viabilização do PLANASA. Em primeiro lugar, dentro da lógica do auto-financiamento dos programas sociais, as tarifas cobradas pelas CESBs deveriam ser suficientes para cobrir os custos operacionais e o de capital de modo a garantir o pagamento dos financiamentos. Em 1976, retirou-se a autonomia dos estados para fixar as tarifas, a sub-correção das mesmas levou ao início do processo de inadimplência das companhias. “Mesmo com a recuperação pelos estados da autonomia de fixar tarifas, na década de 80, houve falta de disposição dos governos estaduais em assumir o ônus pela recuperação tarifária, mantendo defasagens.” (Ferreira, C.K.L.; 1996: 119). Com os problemas fiscais e o já elevado endividamento dos estados e municípios nos anos 80, esta dívida contraída junto ao BNH tornou-se impagável, gerando mais uma fonte de não retorno dos recursos do FGTS. De acordo com Rezende e Afonso (1988), mais de metade da dívida existente nas instâncias municipais correspondem a empréstimos do antigo BNH. “Do lado estadual, os ramos mais importantes da atividade empresarial, compreendendo as concessionárias de água e saneamento e as companhias de transportes, dependeram das linhas do PLANASA e do BNDES não apenas para expansão da capacidade, como para cobertura dos déficits correntes - em grande parte, decorrente de profunda defasagem entre tarifas e nível geral de preços” (Rezende e Afonso; 1988: 17). Assim, quer pelo financiamento habitacional quer pelo profundo comprometimento com estados e municípios em obras de infra-estrutura e desenvolvimento urbano, os ativos do FGTS foram ficando ilíquidos, sem retorno, constituindo-se uma primeira fonte de crise.

A elevada participação do setor público dentre os ativos do FGTS pode dificultar a solução por exigir um amplo encontro de contas entre as diferentes instâncias do governo, envolvendo uma ampla negociação política, alguns reconhecimentos de dívidas não claramente definidos, a redistribuição de gastos e receitas entre diferentes esferas de governo.

Este problema da não rotatividade dos ativos vai tornando-se mais dramática quando consideramos que o FGTS não se restringe a ser um fundo financeiro mas é também um fundo indenizatório. Ou seja quando pensamos no potencial de fluxo do FGTS, agrava-se a questão dos estoques. Além de sua arrecadação bruta depender do comportamento da massa

salarial, seus desembolsos no que tange à indenização tendem a crescer em momentos que a arrecadação bruta diminui. Ao longo da vigência do FGTS criaram-se uma série de outros motivos para o resgate do FGTS, além da demissão, com destaque para a possibilidade de utilização dos recursos para a aquisição de casa própria, além de várias outras possibilidades<sup>46</sup>.

TABELA II.3.43  
FGTS: ARRECADAÇÃO E SAQUES  
(valores em ORTN/OTN/VRF/UPF)<sup>(1)</sup>

ANO	ARREC. BRUT	DESPEDIDA	MORADIA	OUTROS	ARREC. LIQ.
1967	22236	745	0	0	21492
1968	38378	6855	0	0	31522
1969	47036	14628	0	0	32407
1970	55138	21774	0	0	33364
1971	64393	27774	0	0	36619
1972	76143	33007	0	0	43136
1973	91758	39102	0	0	52656
1974	108667	46206	0	0	62461
1975	126970	57963	0	0	69006
1976	146494	64317	6845	0	75332
1977	168387	77510	10303	0	80574
1978	195628	90064	11440	0	94124
1979	222821	99363	16927	0	106531
1980	272822	113718	42503	0	116601
1981	330197	144856	57176	0	128164
1982	362313	156194	67595	476	138048
1983	336040	207002	70090	728	58219
1984	286017	179068	59731	910	46308
1985	304796	167964	47045	912	88874
1986	432932	219989	32955	696	179292
1987	395388	226252	29127	1723	138286
1988	384429	228408	35070	3127	117823
1989	230115	69162	10887	849	149217
1990	398404	172315	17952	1230	206907
1991	379372	204949	72053	1138	101232
1992	305356	189355	24880	21006	70115

Fonte: Arretche, M.T.S. (1993, Tabela 1)

(1) De 1967 a 1988 os valores estão em ORTN/OTN/VRF e de 1989 à 1992 em UPF.

No final da década de 80 já se fazia sentir uma profunda queda da arrecadação líquida do FGTS. A nova forma de administração dos fundos, agora nas mãos de conselhos com representação da sociedade (no caso do FGTS transferiu-se a responsabilidade para o CCFGTS (Conselho Curador do FGTS)), ampliando a transparência dos fundos em um ambiente de crise, “pôs a nu problemas de sua gestão, problemas estes herdados do BNH e

<sup>46</sup> Ver a este respeito Arretche (1993) que destaca 33 possibilidades de saque das contas do FGTS.

acentuados pela CEF.”(Arretche; 1993: 12). Os problemas iam da elevada sonegação, a demora de repasse dos recursos a CEF, a facilidade de saques, etc. No final dos 80 iniciou-se uma série de medidas no sentido de melhorar a eficiência: centralização das contas na CEF, cadastro único do trabalhador, limitação dos motivos de saques - dispensa sem justa causa, término da empresa, aposentadoria, falecimento do titular, pagamento de imóvel, contas inativas (3 anos sem movimentação). Esta última possibilidade levou a uma grande ampliação dos saques nos anos 90.

Outros fatores que estão inibindo os fluxos do FGTS são: envelhecimento populacional, aumento na informalização do trabalho, desemprego “tecnológico”, etc. Assim, alterações estruturais tendem a limitar o escopo do fundo. Com todos esses condicionantes e com a crise em que já se encontra o fundo, torna-se difícil imaginar que o mesmo possa voltar a desempenhar a função que desempenhou no avanço da infra-estrutura no país.

No que diz respeito à habitação alguns outros problemas tem se colocado. Em primeiro lugar a captação líquida das cadernetas de poupança tem se retraído significativamente na década de 90. Esta queda decorre de uma combinação de fatores: várias arbitrariedades do governo na definição dos índices de correção monetária fizeram com que os indivíduos que carregaram este ativo durante um longo período de tempo sofressem pesadas perdas; amplas inovações financeiras com aumento no número de aplicações a disposição dos poupadores com facilidade de acesso e melhores condições de rentabilidade, entre outros. Além disso, a elevada dívida do FCVS com as instituições do SBPE fazem com que estas estejam, em geral, com volume de empréstimos ao setor habitacional superior ao exigido por lei. Assim, enquanto permanecer a dívida do FCVS, mesmo recuperando-se o fluxo de recursos para as cadernetas de poupança, nada garante que isto trará um impacto imediato aumentando os recursos disponíveis para o crédito imobiliário.

### **3.6 - COMENTÁRIOS FINAIS**

Como vimos, os principais problemas da reforma financeira de 1964 foram não ter conseguido lograr mecanismos privados de financiamento de longo prazo e ter introduzido no sistema uma inflexibilidade nas taxas de juros e um alto elemento instabilizador, a

coexistência de diferentes unidades de conta, que só poderia funcionar caso se mantivesse uma certa estabilidade na relação entre elas: baixa inflação e variação cambial previsível. Caso contrário, o funcionamento do SF em ambiente de aceleração inflacionária tenderia a levar a uma deterioração crescente do setor público, ao tentar evitar crises financeiras e manter a acumulação de capital.

Várias explicações podem ser dadas para o não desenvolvimento de mecanismos privados de financiamento de longo prazo. A primeira é a elevada inflação que acentua o risco preço das operações, conforme se alonga o prazo, mesmo com a introdução da correção monetária, pois esta, como vimos, é um mecanismo imperfeito de proteção dos riscos. A tendência curto-prazista do SF privado acentuou-se no final dos 70 e ao longo dos 80, quando inclusive os créditos de curto prazo praticamente desapareceram no contexto de estagflação.

Uma segunda explicação, decorre das elevadas taxas de juros de captação das instituições financeiras, dado o referencial das cadernetas de poupança que rendiam correção monetária mais 6% a.a., implicando taxas nas operações ativas das instituições ainda maiores. Com a extrema facilidade de captação externa, ao longo da década de 70, a baixo custo (empresas estrangeiras na primeira metade e empresas estatais na segunda metade); com a existências de linhas públicas a taxas subsidiadas (para setores prioritários ou julgados mais frágeis) e com a elevada capacidade de auto-financiamento das empresas nacionais (protecionismo, mercados oligopolizados, e baixos salários); nunca houve a necessidade de mecanismos de financiamento privados de longo prazo para possibilitar o avanço da acumulação de capital no país, a demanda junto ao SF privado sempre foi apenas no sentido de facilitar a circulação de mercadorias (crédito ao consumidor, capital de giro, etc).

Uma terceira explicação refere-se às amplas possibilidades de valorização financeira no curto prazo, com elevada rentabilidade. Esta possibilidade se verificava tanto nos créditos de curto prazo, como, em particular, no carregamento de títulos públicos, cuja expansão decorria principalmente das operações externas (ao longo dos 70) e da necessidade de se realizar a transferência interna de recursos no ajustamento externo dos anos 80. Com a instabilidade inflacionária, estes papéis foram transformando-se crescentemente na moeda

reserva de valor, com rentabilidade e liquidez elevada, potencializando os ganhos das operações de curtíssimo prazo - constituía-se a lógica da moeda indexada.

Um outro problema que deve ser colocado para o não desenvolvimento de fontes privadas de financiamento de longo prazo é o fato do sistema financeiro no Brasil ser centrado nos bancos comerciais. Como dissemos, a estrutura passiva característica destas instituições dificulta, naturalmente, o alongamento de prazos. A experiência internacional nos mostra que em sistemas com predomínio do setor bancário, alguns arranjos institucionais se colocam para o alongamento de prazos. Em primeiro lugar, a instituição de bancos múltiplos no Brasil este chegou tardiamente e com o claro objetivo de permitir maiores vasos comunicantes para facilitar a transferência de uma maior quantidade de recursos, antes vinculadas a determinadas operações, para a circularidade da moeda indexada. A lógica de banco múltiplo é necessária para facilitar a cobertura de insuficiência de recursos em determinados segmentos pela administração de um caixa único, facilitando as instituições assumirem o risco do descasamento de prazos. Além disso, deve haver uma maior facilidade de obtenção de recursos junto a outras instituições, um intenso mercado interbancário, para que se possa alongar prazo a partir de títulos de curto prazo repactuados constantemente, já que os empréstimos entre bancos serviria para cobrir a defasagem que possa existir entre o vencimento de um título do banco e a nova captação de recursos junto ao público. No Brasil este mercado só começou a se desenvolver a partir de 86 e serviu basicamente para financiar posições sobre-compradas em títulos públicos. Mesmo com todos esses mecanismos, na maior parte dos países onde o sistema bancário aceita alongar os prazos, existe amplas garantias do setor público para este se realizar: por exemplo, no Japão tem-se o redesconto seletivo, em que as instituições tem acesso à liquidez junto ao Banco Central por meio do desconto de títulos de longo prazo, minimizando o risco de iliquidez. Onde não existem tais mecanismos, possibilita-se a constituição dos bancos universais, que, como vimos, minimiza os problemas de seleção e monitoração, ao diminuir os incentivos adversos e o *moral-hazard*, típico das operações de crédito. Ou seja, para os bancos aceitarem correr os maiores riscos do alongamento de prazos, associados ao menor poder de monitoração, deve-se permitir o maior entrelaçamento patrimonial entre bancos e indústria. Este entrelaçamento ocorreu no sistema alemão e japonês; por exemplo, no

último, apesar da existência de algumas restrições a empréstimos para empresas do mesmo grupo, contornava-se o problema com operações cruzadas entre conglomerados.

No Brasil, a legislação bancária, seguindo o modelo norte-americano, buscou tanto a segmentação do setor financeiro (especialização) como a separação banco-indústria, introduzindo uma série de limites a empréstimos dentro de grupos e ao grau de comprometimento do patrimônio dos bancos com empresas produtivas. Esta legislação é adequada para um sistema em que o financiamento de longo prazo ancora-se no mercado de capitais, mas quando o sistema tem uma tendência a basear-se no crédito, estimula-se o curto-prazismo do sistema bancário, como destacado acima. Assim, se o objetivo da reforma era desenvolver o mercado de capitais e colocar os bancos de investimento como agentes centrais do sistema financeiro, através da realização de operações de *underwriting*, toda a lógica de se garantir taxas de juros reais extremamente elevadas, com a introdução de títulos de renda real fixa, deveria ter sido repensada e mesmo a possibilidade dos BIs atuarem em outros segmentos. Além disso, a legislação das SA's não se mostrava adequada, para atrair os investidores para o segmento acionário, em vários aspectos: participação dos tipos de papéis (preferencial vs. ordinária), proteção ao pequeno acionista contra práticas ilegais de administradores e atuação de *insiders* no mercado, lei do "colarinho branco", exigências de *disclosure* com fornecimento de informações adequadas, etc.. No Brasil, apesar de uma série de incentivos fiscais concedidos ao mercado acionário, a legislação existente sempre desestimulou seu desenvolvimento. Como exemplo do desestímulo a aplicações voluntárias no mercado, temos que, na determinação da política de dividendos das empresas, estipulava-se a parcela mínima do lucro que deveria ser distribuída aos acionistas, mas era bastante flexível quanto ao prazo para o pagamento, sendo que os dividendos não seriam corrigidos entre a data em que o lucro era apurado e quando ele era distribuído, de tal modo que, em uma economia inflacionária, seu valor era totalmente corroído. Este é apenas um entre vários exemplos da legislação. Parece que o objetivo era limitar o vazamento de recursos das empresas, de modo a potencializar a geração interna de recursos e a capacidade de acumulação de capital. Com isso, a demanda existente no mercado acionário nunca se fez com vistas a ser uma aplicação de longo prazo, visando a compartilhar os riscos e os lucros com as empresas. A demanda correspondia a uma forma de escapar ao pagamento de impostos, ou para fins especulativos, onde o que interessava era a variação no valor de

mercado das ações de modo a permitir ganhos de capital. Assim, em consonância com o que dizia Keynes, mas agravado pelas particularidades brasileiras, o mercado de capitais no Brasil, não só se assemelhava a um cassino, mas se restringia a este papel: atender as preferências de jogo de parcela da população.

Deste modo, não conseguimos no Brasil, nem via bancos nem via mercado de capitais criar mecanismos privados (internos) de financiamento de longo prazo. Assim, em termos de financiamento interno esta função ficou restrita ao governo. Deve-se destacar, que esta participação do governo não é exclusividade do caso brasileiro. Em vários países o governo é o agente financeiro de setores nascentes ou com maiores riscos. Todas experiências de desenvolvimento econômico com sucesso nos países asiáticos tiveram forte atuação do setor público em termos de política financeira, quer direcionando o crédito vinculando as aplicações das instituições privadas quer através da atuação direta dos bancos de desenvolvimento. Além dos países desta região, verifica-se uma grande importância dos bancos de desenvolvimento estatais e do sistema financeiro público, em uma série de outros países, como a Alemanha, a Itália, a França, o México, etc. No próprio EUA, praticamente metade do crédito concedido no país conta, pelos menos indiretamente, com a participação do setor público, quer na forma de transferência direta ou como garantidor<sup>47</sup>.

Os principais agentes a desempenharem este papel no Brasil foram: o BNDES, no financiamento a infra-estrutura e indústrias intermediárias (numa primeira fase - empresas estatais) e posteriormente o setor industrial privado com destaque para o setor de bens de capital (principalmente ao longo do II PND); o SFH, primeiramente com o BNH e depois, quando de sua extinção, com a CEF, foram as principais instituições a financiar o investimento na construção civil - habitações e desenvolvimento urbano; o BB, que financiou a "modernização" agrícola, como agente central do SNCR; e os bancos de desenvolvimento regional (BASA, BNB, BRDE), que atuavam de forma semelhante ao BNDES. Além destas instituições cabe destacar os bancos estaduais, que atuaram basicamente financiando seus estados, em um contexto de centralização fiscal, com o que comprometiam grande parte de seus recursos em obras de infra-estrutura em seus estados e empréstimos a empresas estaduais<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> De acordo com ABDE (1994).

<sup>48</sup> Além é claro do uso político.

O *funding* destas instituições (exceção aos bancos estaduais, cuja maior parte dos recursos era captado junto ao público) era composto basicamente de fundos de poupança compulsória e de aportes fiscais. Vários problemas podem ser levantados em relação à atuação dessas agências: excesso de subsídios, desincentivo à monitoração adequada (isto é, ausência de fiscalização adequada do uso dos recursos e critérios de avaliação de desempenho), sobredimensionamento de projetos, falta de avaliação adequada de projetos para a seleção, favorecimentos políticos (corrupção, etc), desvirtuamento das funções a que foram propostos (por exemplo, o SFH afastou-se das classes de baixa renda para subsidiar aquisição de imóveis pelas classes de renda alta e média), etc. Deve-se notar, que grande parte dos problemas da atuação destes agentes decorreu da própria estrutura política do país, onde nunca se conseguiu definir um projeto hegemônico de desenvolvimento sem a manutenção dos interesses de setores arcaicos, com apoio conseguido na base do fisiologismo (em que sempre se comprometeu agências financeiras públicas), nunca se conseguiu estabelecer metas de desempenho com ameaças críveis de punição quanto ao descumprimento, etc., sendo que o Estado sempre foi tendo que ampliar o tamanho do guarda-chuva para abrigar os diferentes interesses e ineficiências, mantendo vivas todas as frações que convivem com o bloco no poder. Com isso, os projetos de desenvolvimento sempre se pareceram com um remendo que buscava atender a todos. Apesar de todos os problemas das agências de financiamento do setor público, conseguiu-se avançar o desenvolvimento, transformando nossa economia na mais desenvolvida das subdesenvolvidas, levando, praticamente, até o final o PSI, mas sem conseguir fazê-lo em níveis de competitividade adequados e sem conseguir internalizar o fator diferencial da década de 80 - o desenvolvimento tecnológico.

O problema que se colocou ao país foi que com o estancamento da entrada de recursos externos e com a crise fiscal do Estado, decorrente de seu esforço de garantir a acumulação produtiva e financeira ao longo dos anos 70, assumindo todos os passivos da economia de forma a preservar todos os interesses na economia, não sobrou nada em termos de financiamento na economia. Como discutido anteriormente, a política financeira é parte essencial em qualquer política desenvolvimentista. Ao aniquilar-se as condições de financiamento da economia e ainda tentando manter intactas as rendas privadas, constituiu-se uma trajetória explosiva, combinando estagnação e aceleração inflacionária. O jogo de



empurra contra o Estado e contra a moeda nacional, foram permitindo a preservação da renda das classes dominantes, às custas de uma deterioração crescente das condições de vida da população: maior concentração de renda, perda de poder aquisitivo e deterioração dos serviços sociais público.

Para a retomada do crescimento necessita-se de amplos investimentos, em especial no setor de infra-estrutura que foi o maior sacrificado na década de 80, pelos altos sacrifícios impostos às empresas estatais nas políticas de ajustamento externo e combate inflacionário ao longo da década. Esta deterioração foi ainda maior devido a crise dos fundos de poupança compulsória e a ausência de recursos externos que sempre constituíram importantes fontes de recursos para estatais. A elevação do investimento exige a reconstituição de um novo padrão de financiamento, que dê suporte à acumulação de capital e a recuperação da infra-estrutura. No capítulo seguinte, analisaremos algumas alternativas que tem se colocado ao financiamento de longo prazo.

## CAPÍTULO 4

### A DISCUSSÃO SOBRE UM NOVO PADRÃO DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: ALGUMAS TENDÊNCIAS RECENTES.

#### 4.1 - INTRODUÇÃO

O esgotamento do padrão de financiamento centrado nos fundos de poupança compulsória e no endividamento externo, conforme destacado no capítulo anterior, trouxe sérias consequências em termos de desempenho econômico no período recente. Os problemas foram potencializados pelo fato de o sistema financeiro privado e o mercado de capitais não ocuparem o vazio deixado pela crise do setor público, inviabilizando, desta forma, a manutenção das taxas de investimento e o reordenamento patrimonial do setor público. Aliás, o sistema privado passou a crescer justamente sobre este vazio, ou seja, nutriu-se da crise do setor público.

Além das baixas taxas de crescimento do início dos 80 até o período recente, algumas cicatrizes mais profundas foram deixadas, dificultando a retomada do desenvolvimento. Destaca-se neste aspecto, a profunda deterioração das condições infra-estruturais, uma vez que os investimentos realizados no período recente foram insuficientes para cobrir a respectiva depreciação<sup>1</sup>. Hoje, aparecem gargalos no setor de transportes, energia, telecomunicações, saneamento, habitação, etc.; enfim, em todos aqueles setores cuja expansão decorreu, essencialmente, da utilização de recursos dos fundos de poupança compulsórias. Com a profunda crise financeira dos governos e das empresas responsáveis por estes serviços, que foi um dos principais fatores a levar ao “esgotamento” dos fundos compulsórios pelo não retorno de seus ativos, vários autores atestam a necessidade de superar o modelo até então vigente de financiamento.

As principais apostas, no momento, em termos de recuperação da capacidade de financiamento, seguem a tendência internacional: privatização, liberalização/globalização financeira, desenvolvimento do mercado de capitais com crescimento dos investidores institucionais. Como vimos, a década de 80 significou uma profunda transformação, quer em termos ideológicos (pensamento), quer em termos de ações no sentido de consolidar o

---

<sup>1</sup> A respeito dos entraves em termos de infra-estrutura nos setores de energia, transportes e telecomunicações, ver Ferreira, P.C. (1995).

predomínio do mercado sobre o Estado: desregulamentação, liberalização, Estado mínimo. A aposta de montagem de um novo padrão de financiamento assenta-se no amplo processo inovativo que se verificou a nível mundial, com destaque para o processo de securitização e globalização.

A privatização tem sido colocada não só como uma necessidade na busca de eficiência, mas também como a única alternativa para se viabilizar o saneamento financeiro do setor público e a retomada dos investimentos, em especial, no setor de infra-estrutura por meio do mecanismo de concessões ao setor privado. A securitização de dívidas é a alternativa para que parcela desta seja cancelada nas privatizações e outra parcela seja alongada com base em um comprometimento de receitas futuras com o seu pagamento. Este processo daria a oportunidade para a recuperação dos bancos oficiais, por exemplo, pela negociabilidade de seus ativos podres, e dos fundos de poupança compulsória que poderiam substituir seus ativos por ações de empresas privatizáveis.

O desenlace desse processo depende do desenvolvimento do mercado de capitais, o que inclusive é uma demanda (decorrência) da reinserção do país no fluxo internacional de capitais, na forma como tem operado o sistema financeiro internacional. Neste capítulo analisar-se-á as transformações ocorridas no período recente em termos de financiamento na economia brasileira e os avanços que foram realizados no sentido dos processos acima citados.

#### **4.2 - O PLANO DIRETOR DO MERCADO DE CAPITAIS.**

Dois documentos divulgados pelo Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento em 1991 e 1992 refletem, claramente, a preocupação do governo com o desenvolvimento do mercado de capitais no país, identificando-o como a forma adequada para a reconstituição de um padrão de financiamento: (i) Plano Diretor do Mercado de Capitais Brasileiro (1991) e (ii) Plano Diretor do Sistema de Seguros, Capitalização e Previdência Complementar (1992).

O Plano Diretor do Mercado de Capitais (janeiro/91) coloca o desenvolvimento do mercado de capitais dentro de um diagnóstico global que considera as recentes transformações do SFI e a necessidade e oportunidade de reinserção da economia brasileira no fluxo internacional de capitais voluntários. Além disso, traz a preocupação sobre a

alavancagem das empresas domésticas em um contexto de políticas de estabilização, para a retomada do crescimento. Assim, de acordo com o plano, "no contexto de um programa de estabilização e de um projeto de médio e longo prazos de reestruturação da economia, de acordo com os verdadeiros preceitos da livre iniciativa, que buscam a eficiência, a qualidade e a melhor distribuição de renda e de oportunidades, não se pode prescindir de um mercado de capitais plenamente desenvolvido." (SEPLAN, 1991:7).

E, coloca como seu objetivo, "ao explicitar os objetivos do governo para os próximos anos neste campo, pretende ser um importante instrumento no sentido de balizar as atuações dos agentes econômicos e de sinalizar o apoio institucional a um mercado que deve ser preservado e fomentado" (SEPLAN, 1991:7).

Com base na contextualização do problema e tendo em vista os problemas do mercado de capitais no Brasil, elaboram uma série de propostas no sentido do fortalecimento da demanda, na simplificação dos procedimentos, na desregulamentação e na liberalização do mercado. Segundo seus defensores dever-se-ia buscar: o fortalecimento dos investidores institucionais, incentivar a participação popular através de clubes de investimento, fundos mútuos e participação dos empregados no capital das empresas<sup>2</sup>, e facilitar o acesso do capital estrangeiro. Quanto à desburocratização dever-se-ia facilitar as operações do mercado de balcão, diminuir as exigências para a abertura de capital, eliminar o controle sobre as taxas de corretagem (estimular a concorrência entre as corretoras), eliminar as áreas de conflito em termos de regulamentação entre a CVM e o BACEN, eliminar as cunhas fiscais, estimular as ações escriturais, aperfeiçoar o sistema de custódia, criar instrumentos mais adequados, etc.. As propostas dividem-se em duas partes: medidas de desregulamentação e medidas de fomento definidas segundo alguns princípios básicos: participação dos empregados no lucro das empresas; maior controle dos acionistas na gestão das empresas; maior emissão de ações ordinárias, valorização das preferenciais e melhoria na política de dividendos e proteção aos acionistas minoritários; aumento na transparência das empresas; maior eficiência na administração de recursos: flexibilização na aplicação dos investidores institucionais, exigência de habilitação dos administradores, analistas e profissionais do mercado; aperfeiçoamento da intermediação: bolsas de valores, mercados de balcão, etc.; agilização e redução dos custos de

---

<sup>2</sup> Segundo os defensores desta questão, isto estimularia a produtividade do trabalho, diminuiria a rotatividade da mão de obra, tornaria o sistema capitalista mais participativo, diminuiria o conflito capital-trabalho e aumentaria o interesse no mercado de ações.

*underwriting*, revisão de questões tributárias; reestruturação e valorização da CVM; agilizar processos de enquadramento e punições legais através da maior eficácia da justiça; abertura do mercado ao exterior.

Com base nestes objetivos e princípios, o plano elenca 50 propostas de medidas (sendo 9 de desregulamentação e 41 de fomento), com prazos de implantação variando entre a pronta aplicação e o longo prazo (4 anos). Por enquanto a principal medida foi a regulamentação sobre os investidores estrangeiros, à qual voltaremos adiante. Percebe-se pelos princípios uma forte preocupação em relação: à flexibilidade do mercado limitando a intervenção pública, a "democratização" no acesso e à presença do capital estrangeiro.

Na mesma época deste plano para o mercado de capitais foi divulgado o Plano Diretor do Sistema de Seguros, Capitalização e Previdência Privada (1992). Segundo este, apresentava-se, como objetivos, a dinamização dos investidores institucionais, elemento central em qualquer sistema baseado no mercado de capitais, a maior transparência em sua administração e a maior flexibilidade na aplicação de seus recursos. Dentre as medidas para a dinamização deste segmento, seguradoras e previdência privada, destaca-se a tendência à "privatização" de vários elementos da seguridade social: previdência social, seguro de acidentes de trabalho, saúde, etc.. E quanto à flexibilização busca-se eliminar os limites mínimos de aplicação que servem para formar "cartórios de poupança" e algumas regulamentações que limitavam o crescimento dos agentes ligados ao setor, como por exemplo, o monopólio de resseguro do IRB. A ampliação destes segmentos seria, segundo o governo, a garantia de demanda para o mercado de capitais, dada a vocação destes agentes para investirem em ativos de longo prazo.

Percebe-se que os objetivos para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil seguem a tendência internacional de desregulamentação e internacionalização do mercado. Algumas destas questões serão tratadas a seguir.

### **4.3 - A LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL E A REINserÇÃO DO BRASIL NO FLUXO VOLUNTÁRIO DE RECURSOS EXTERNOS.**

#### **4.3.1. - AS TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL NO PERÍODO RECENTE.**

Na década de 80 presenciou-se profundas alterações no funcionamento do Sistema Financeiro Privado Internacional. Estas mudanças podem ser analisadas tanto de um ponto de vista macroeconômico como pelo lado microeconômico.

De acordo com o primeiro, as mudanças seriam decorrência dos profundos desajustes econômicos globais entre os países e da maior instabilidade em alguns preços básicos - taxas de câmbio e taxas de juros - ao longo da década de 80 e início dos 90.

De uma postura microeconômica, as transformações apareceram em razão de mudanças no padrão de concorrência entre as instituições financeiras e de um amplo processo de inovações no âmbito das informações e comunicações. Estas inovações foram de grande importância por diminuir os custos de transações e facilitar a arbitragem internacional, aumentando o grau de mobilidade do capital.

Parece mais sensato, buscar uma explicação que contemple ambos aspectos. Os fatos sugerem que os fatores macroeconômicos foram os indutores, enquanto os fatores microeconômicos aparecem como consequência ou viabilizadores e potencializadores do processo ao agilizarem o fluxo internacional de capitais (eliminando as barreiras geográficas). Assim, o resultado a que se chegou deve ser entendido como uma dada forma de interação dos agentes financeiros privados em um novo ambiente macroeconômico<sup>3</sup>.

Neste processo surgiu um grande número de novos instrumentos financeiros<sup>4</sup>, alteraram-se as posições relativas dos diversos atores do sistema bem como suas estratégias de atuação com novos padrões de concorrência, mudaram-se as posições dos países, o sentido e a forma dos fluxos internacionais de capitais e diminuíram as possibilidades de intervenção dos governos nacionais, etc. Enfim, emergiu um sistema financeiro muito diferente daquele

<sup>3</sup> A este respeito ver Baer, M. (1993), Baer, M. et alli (1994),

<sup>4</sup> Sobre os novos instrumentos financeiros ver Ferreira, C.K. e Freitas, M.C.P. (1990: 44-52).

baseado nas operações bancárias a taxas flutuantes do euromercado e dos centros *offshore* que se proliferaram pelo mundo<sup>5</sup> na década de 70.

Os principais fatores a detonarem o processo foram: a mudança da política econômica americana, mudança da posição dos países nos fluxos internacionais, maior instabilidade de taxa de juros e câmbio e crise da dívida externa dos países do Terceiro Mundo<sup>6</sup>.

Como já discutimos anteriormente, a adoção de uma política monetária apertada, a partir de 1979, acoplada a graves problemas fiscais, no início dos anos 80, nos EUA, dentro de uma estratégia liberal, provocou uma profunda elevação das taxas de juros naquele país e grandes desequilíbrios em transações correntes financiados com a absorção de capitais externos.

Paralelamente à mudança da política econômica norte-americana, é importante destacar a emergência do Japão e de seus bancos como agentes centrais no mercado financeiro internacional. Este fato "pode ser considerado como uma resposta à política macroeconômica (japonesa) adotada nos anos 80. A decisão, no início dos 80, de reduzir o déficit fiscal japonês levou, nas condições econômicas daquele momento, a um grande superávit comercial japonês. Sem este, o pleno emprego não poderia ser mantido devido ao surgimento de um grande excesso de poupança doméstica. As instituições financeiras domésticas deveriam reciclar este excesso de poupança nos mercados externos para dar suporte ao superávit de conta-corrente. Então, o crescimento dos fluxos dos fundos japoneses de longo prazo e, eventualmente, dos negócios para centros estrangeiros, trouxeram uma expansão das operações internacionais das seguradoras e bancos japoneses - parcialmente explicado pela prestação de serviços a seus clientes mais envolvidos no comércio internacional."(Axilrod, S. 1990: 2).

A consequência destas alterações na política econômica dos países centrais, foi que os EUA transformou-se no grande enxugador da liquidez mundial e, o Japão, juntamente com a Alemanha e alguns países em desenvolvimento superavitários, nos principais supridores dos fundos internacionais. Percebe-se, portanto, alterações nos fluxos internacionais, que

---

<sup>5</sup> O surgimento do euro-mercado, a prática das taxas de juros flutuantes, o crescimento dos centros *off-shore*, já correspondem a um processo de inovações financeiras decorrentes da quebra de Bretton Woods e da maior instabilidade que aí se gerou quanto a taxas de câmbio e juros.

<sup>6</sup> Os dois últimos pontos podem ser vistos como decorrência dos dois primeiros.

trouxeram profundas dificuldades aos países endividados do Terceiro Mundo - encarecimento da dívida externa e maior dificuldade na obtenção de recursos para sua rolagem - desembocando na série de inadimplências e moratórias em 82. Esta pode ser assim resumida: "o duplo déficit nos EUA (interno e externo) em adição à crise da dívida mexicana em 1982, mudou abruptamente o modelo dos fluxos internacionais de capitais e a forma dos mercados financeiros internacionais. Desde então, o fluxo líquido de capitais alterou-se: antes o capital ia dos países desenvolvidos para os não desenvolvidos. Recentemente, grande parte do capital gira entre os países desenvolvidos expulsando os países em desenvolvimento." (Takahashi, T. 1991: 6).

A crise da dívida externa colocou em risco o sistema bancário privado internacional (em especial os bancos norte-americanos) que tinha grande parte de seus ativos comprometidos em operações com os países em desenvolvimento<sup>7</sup>. A estratégia adotada foi, num primeiro momento, rolar a dívida destes países, para não se assumir de imediato o prejuízo e colocar em risco todo o sistema financeiro, e, tentar receber o máximo de juros possíveis. Paralelamente, os bancos foram aumentando a provisão para devedores duvidosos e jogando as dívidas para crédito em liquidação, ao mesmo tempo que diminuíam as operações com estes países e se capitalizavam.

A crise da dívida externa levou à diminuição na importância dos bancos: em primeiro lugar o risco de seus ativos levou a uma desconfiança dos depositantes o que retraiu o *funding* destas instituições e em segundo lugar a necessidade de ajustar os ativos diminuiu o poder de alavancagem, com a exigência de aumento no capital próprio dos bancos pelas Autoridades Monetárias.

Esta situação gerou pressões no sentido da desregulamentação dos mercados financeiros, em consonância com a lógica liberal, que diminuiu a distinção entre instituições bancárias e não-bancárias, aumentando a concorrência do sistema com vantagem para as últimas. O processo de desregulamentação completou-se com a eliminação de tetos de taxas de juros e de controle sobre o fluxo de capitais com o exterior.

Estas medidas estavam de acordo com a necessidade de recursos externos dos EUA. A generalização da liberalização entre os países desenvolvidos aumentou a volatilidade

---

<sup>7</sup> Apesar de todos os mecanismos de proteção de riscos desenvolvidos anteriormente; a crise rompeu o pressuposto básico de funcionamento do sistema auto-regulamentado: a confiança dos depositantes no sistema.



das taxas de câmbio e juros que desembocou em um intenso processo de inovações financeiras no sentido de proteção dos riscos individuais. As operações com os chamados derivativos - operações de *swaps* (juros e câmbio), opções e mercados futuros - foram as que mais cresceram nos últimos anos.

O mecanismo característico desta nova fase constituiu-se na securitização das dívidas<sup>8</sup>. Este processo está relacionado, ao mesmo tempo que foi determinado, pelas alterações discutidas acima: desregulamentação, liberalização, crise dos bancos, desenvolvimento dos mercados secundários - inovações tecnológicas no sistema informacional e surgimento de novos instrumentos financeiros (derivativos).

Este processo está relacionado, por um lado, à perda de credibilidade dos bancos que levou os detentores de poupança a deslocá-la para os mercados de títulos, em especial aqueles com mercados secundários organizados, e para os sistemas de poupança programada: fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras, etc. Com isso assistiu-se um grande crescimento dos chamados investidores institucionais<sup>9</sup> que caracterizam-se por aplicar grande parte de seus recursos no mercado de capitais e títulos de renda fixa. Os ativos dos fundos institucionais passaram de 66% do PNB em 1981 para 133% do PNB em 1990 nos EUA, de 52% do PNB em 1980 para 108% em 1990 na Inglaterra, apenas para ilustrar este crescimento. O total de recursos administrados pelos fundos americanos e europeus superam os US\$ 8 trilhões atualmente.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Por securitização entende-se a transformação das dívidas em títulos negociáveis no mercado.

<sup>9</sup> Este fato relaciona-se, também, a um fenômeno quase que generalizado a nível mundial de crise nos sistemas de seguridade social devido a um rápido processo de envelhecimento populacional. Com isso, vários países adotaram reformas de cunho liberal em seus sistemas previdenciários, diminuindo a responsabilidade do Estado que passou a limitar o nível de cobertura oferecido pelos sistemas oficiais. Neste quadro transferiu-se aos indivíduos uma maior responsabilidade pela poupança previdenciária, com a administração da previdência complementar ficando a cargo do setor privado - os fundos de pensão. Existem algumas diferenças entre os países, mas esta foi a tendência que se verificou, por exemplo, nos EUA, Inglaterra e Chile entre outros.

<sup>10</sup> Dados extraídos de Goldstein, M. et alli, IMF, 1993.

**TABELA II.4.1**  
**TOTAL DE ATIVOS E AÇÕES DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS:**  
**PAÍSES SELECIONADOS.**  
 (US\$ milhões)

PAIS	No.fundos	Ativos totais	Ações - Total	Ações domést	Ações externa
EUROPA	100	3.701.438	998.173	640.285	357.888
R.UNIDO	41	1.191.151	682.729	434.503	248.226
SUIÇA	17	844.754	64.083	50.536	23.547
ALEMANHA	11	408.406	80.201	52.296	27.905
FRANÇA	12	632.811	82.901	65.930	16.971
HOLANDA	9	329.486	40.623	15.733	24.890
EUA	100	4.486.648	1.520.428	1.366.701	153.727

Fonte: Goldstein, M. et alli, 1993

Obs: a participação estrangeira para o caso dos títulos de renda fixa é semelhante ao caso das ações. O total de renda fixa nos fundos europeus é de US\$1,341 bilhões e nos EUA US\$ 1,789 bilhões.

Por outro lado, as crescentes restrições sobre as operações bancárias por meio das exigências de capitalização das instituições levou ao encarecimento do crédito, com o que os bons tomadores passaram a buscar mecanismos de endividamento direto em que os recursos poderiam ser obtidos a um menor custo. Este fato tornou-se marcante a partir de 1984 quando retomou-se o crescimento econômico mundial, liderado pelos EUA.

A resposta dos bancos foi desenvolver as operações fora-balanço, para fugir às restrições. Buscando novas fontes de receitas, transformaram-se em administradores de carteira, e passaram a atuar na colocação de títulos das empresas e nos processos de fusões e incorporações de empresas. Neste sentido, foram deixando de exercer as funções típicas de bancos, passando a concorrer com as demais instituições financeiras pelos fundos. Mas, não perderam a prerrogativa de criadores de moeda - liquidez. Para ilustrar este processo, temos que nos EUA, as receitas fora das operações de crédito dos bancos passaram de 30% da receita total em 1980 para 38% em 1990; e, no Japão de 20% do total para 35,9%, no mesmo período<sup>11</sup>.

Observa-se nesse processo uma falta de controle pelas Autoridades Monetárias devido à nova natureza das operações. Assim, as instituições puderam começar a trabalhar super-alavancadas. O grande crescimento que se verificou no mercado de títulos, só foi possível pelo desenvolvimento dos derivativos, que permitiram profunda redução dos riscos individuais através das operações de *hedge*. Mas, por outro lado, ampliou o chamado risco sistêmico<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Dados extraídos de BIS 62nd Annual Report 1991/92.

<sup>12</sup> Podemos defini-lo como o risco de uma quebra generalizada, através de uma queda geral nos preços dos ativos, por exemplo.

Este risco pode ser visto a partir de duas questões. Em primeiro lugar, a liberação das taxas de captação e aplicação com o aumento da concorrência entre as instituições financeiras levou a diminuição da margem de segurança das mesmas. Em segundo lugar, a estabilidade do mercado de títulos depende em grande parte da diversidade de opiniões das pessoas que neles operam<sup>13</sup>. A concentração dos recursos em fundos de investimento e o desenvolvimento do sistema informacional tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia chamar "risco de convergência" de opiniões.

"As decisões de investimento estão crescentemente concentradas nas mãos de administradores profissionais de fundos. Simultaneamente, conforme se expandem tecnologias de informações sofisticadas, as 'notícias' relevantes para a tomada de decisões financeiras estão chegando aos administradores cada vez mais no mesmo instante. Consequentemente, durante aqueles períodos em que os administradores dos fundos compartilham percepções homogêneas sobre a evolução das variáveis financeiras e sobre o impacto das notícias, existe o potencial para que novas informações produzam compras/vendas massivas e grandes movimentos nos preços."(Goldstein, M., et alli, 1993:2)

Assim, assiste-se atualmente a uma grande volatilidade potencial no comportamento do preço dos ativos e com isso uma maior probabilidade de ocorrência de crises financeiras pela desvalorização dos ativos, que tende a ser ainda mais grave pela menor margem de segurança das instituições.

Esta instabilidade também é transferida para os mercados de câmbio dada a crescente internacionalização das transações financeiras. Este processo deveu-se às próprias características da securitização como a liberalização financeira e a maior facilidade de informações. Tal crescimento pode ser visto pela tabela abaixo.

---

<sup>13</sup> A cada momento devem existir aqueles que acham que o preço esteja baixo e por isso entram comprando, e aqueles que acham que o preço está alto e por isso entram vendendo. Esta diversidade de comportamento e de expectativas - os *bullish* e os *bearish* - que permite uma certa estabilidade no sistema.

TABELA II.4.2

## TRANSAÇÕES ENTRE-FRONTEIRAS COM TÍTULOS E AÇÕES (% DO PIB)\*

PAÍS	1975	1980	1985	1990
EUA	4.2	9.3	36.4	92.5
JAPÃO	1.5	7.0	60.5	118.6
ALEMANHA	5.1	7.5	33.9	57.5
FRANÇA	n.d.	8.4	21.4	53.3
ITALIA	0.9	1.1	4.0	26.7
INGLATERRA	n.d.	n.d.	367.5	690.1
CANADA	3.3	9.6	26.7	63.8

\* Compra e venda bruta de títulos entre residentes e não-residentes.

Fonte: BIS 62nd Annual Report 1991/92 - Dados de BP.

A grande defesa que se faz de todo esse processo de desregulamentação, liberalização e internacionalização é a flexibilidade do mercado. Obtem-se melhores termos de troca e maiores opções de ativos. Tem-se acesso mais fácil e mais barato aos recursos externos, melhores possibilidades de administração de riscos, maior liquidez no mercado de títulos; enfim, aumentam-se as possibilidades de arbitragem, tornando mais rápida e eficaz a resposta dos participantes do mercado a diferenciais de preços, impostos e regulações. O mercado financeiro tende a tornar-se um só, o que foi possível pelas inovações tecnológicas que reduziram os custos de informação e comunicação. Esta globalização financeira, onde os agentes podem em qualquer país deter qualquer ativo denominado em qualquer moeda, é vista como um sinal de eficiência dos mercados, viabiliza-se uma movimentação mais livre do capital em busca dos maiores retornos, observando-se, com isso, uma elevação na produtividade global do sistema. Com a globalização, a instabilidade financeira espalha-se entre os diferentes países. Uma depreciação de ativos em um determinado mercado, rapidamente espalha-se entre as diferentes partes do globo. A maior alavancagem financeira e a maior participação da riqueza financeira na riqueza total (financeirização da riqueza - maior carregamento de ativos financeiros pelos agentes econômicos) e o maior entrelaçamento entre instituições, potencializam os efeitos nefastos de uma crise financeira. Com a liquidez crescente da riqueza, os governos vão tornando-se réfens dos movimentos da riqueza privada. Dado as vinculações internacionais, o risco de uma crise mundial torna-se cada vez mais uma possibilidade<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Sobre esta noção de risco sistêmico ver Aglietta, M. (1990).

Além dos maiores riscos, acima descritos, alguns outros problemas se colocam neste processo. Em primeiro lugar tem-se a maior instabilidade cambial com vários impactos negativos em termos de comércio internacional e mesmo de investimentos<sup>15</sup>. Em segundo lugar, há uma perda de autonomia na condução da política econômica pelos países. O final dos anos 80 e início dos anos 90 é muito ilustrativo quanto a estes problemas.

No que concerne à questão cambial, as tentativas de se retomar sistemas de taxa de câmbio fixas acentuam o processo especulativo, como ficou comprovado na crise do Sistema Monetário Europeu. Em momentos de convergência de opiniões dos agentes privados quanto a necessidade de desvalorização de alguma moeda, isto implica ou em taxas de juros proibitivas para tentar manter-se os recursos no país, ou a fuga da moeda acaba efetivando a desvalorização - movimentos especulativos contra as moedas. Este fato, mostra a dificuldade de se repensar um sistema monetário internacional em um mundo dominado por grande fluxo de capitais especulativos e onde a capacidade de intervenção dos bancos centrais é extremamente limitada dada a relação existente reservas/fluxos internacionais<sup>16</sup>.

Este ponto leva a complexas decisões em termos de necessidade de coordenação de políticas econômicas<sup>17</sup> e da autonomia dos países em fazer política, esta só seria possível a partir de um reordenamento do sistema monetário internacional com um maior grau de controle sobre o fluxo de capitais privados. O custo para qualquer país intervir na atual realidade em termos de reservas é impensável. A política econômica dos países tende a ser determinada pelo fluxo de capitais.

Estas questões estão na ordem do dia e nenhum país inserido no fluxo internacional pode desconsiderar estas preocupações. O risco sistêmico existe e as crises financeiras hoje tendem cada vez mais a se dar em escala mundial. Com isso, do discurso da desregulamentação, hoje percebe-se a necessidade da re-regulamentação como forma de aumentar o controle sobre os fluxos de capitais. Algumas propostas tem surgido, como por

---

<sup>15</sup> A respeito dos efeitos deletérios da instabilidade cambial ver Krugman, P. (1989).

<sup>16</sup> O volume de reservas dos bancos centrais europeus envolvidos na defesa do câmbio no ataque de setembro de 1992 era em torno de US\$ 270 bilhões enquanto as transações internacionais superavam a casa dos trilhões (US\$ 2,5 trilhões a nível mundial, Goldstein, M., et.alli, 1993).

<sup>17</sup> A partir da segunda metade dos anos 80 intensificaram-se às ações integradas de governos com vistas a obter determinados resultados. Destacam-se, neste sentido, as intervenções nos mercados cambiais realizadas pelos governos alemão, japonês e norte-americano para uma desvalorização controlada do dólar frente as demais moedas, acordadas, nos Encontros do Plaza (1985) e do Louvre (1987). A respeito da necessidade de coordenação entre as políticas econômicas nacionais para conter a instabilidade decorrentes dos intensos fluxos de capital, ver Webb (1991) e Frenkel, J.A. (1988).

exemplo, a criação de um imposto sobre os fluxos internacionais<sup>18</sup> ou as tentativas do BIS em ampliar os controles sobre as operações do sistema bancário: critérios de classificação de riscos, homogeneização dos padrões contábeis entre os países, limites a alavancagem dos bancos, exigências de capitalização, etc<sup>19</sup>. Enquanto isso, vários países já estão adotando maiores controles sobre os capitais, como por exemplo, os países integrantes do SME<sup>20</sup>, ou buscando uma maior coordenação entre as políticas econômicas nacionais de modo a lidar com a maior instabilidade dos fluxos de recursos.

#### 4.3.2. - LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL E REINserÇÃO INTERNACIONAL.

No final da década de 80, as regiões em desenvolvimento, ou os chamados “mercados emergentes”, passaram a ser mais atrativas ao capital financeiro internacional, como pode ser observado pela tabela abaixo, pelo crescimento significativo dos saldos da conta capital a partir de 1989, tanto para a região asiática como para a América Latina e Caribe.

TABELA II.4.3  
BALANÇO DE PAGAMENTOS SINTÉTICO: ÁSIA E AMÉRICA LATINA/CARIBE.  
(US\$ BILHÕES, 1986/93)

ANOS	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>ASIA</b>								
Conta Corrente	1.7	18.2	7.3	-0.6	-2.5	-4.0	-5.6	-25.0
Balança Bens e Serv. n. Fatores	3.8	21.6	11.2	4.0	0.5	-1.6	-5.1	-19.4
Conta de Capital *	22.3	21.2	7.9	12.0	20.1	41.2	30.4	61.1
Investimento Direto	4.9	6.3	7.1	4.9	9.8	16.7	21.8	40.7
Varição de Reservas**	-24.1	-39.4	-15.2	-11.4	-17.6	-37.2	-24.8	-36.1
<b>AMERICA LATINA E CARIBE</b>								
Conta Corrente	-18.2	-11.4	-11.3	-9.7	-4.8	-20.2	-37.2	-47.0
Balança Bens e Serv. n. Fatores	13.5	17.2	19.8	25.5	24.8	5.6	-14.1	-20.7
Conta de Capital *	10.3	15.6	5.8	12.7	19.0	39.1	62.2	68.6
Investimento Direto	2.6	3.5	7.1	7.2	6.9	11.2	12.8	14.1
Varição de Reservas**	7.9	-4.2	5.5	-3.0	-14.2	-18.9	-25.0	-21.6

FONTE: FMI/ Balance of Payments Statistics Yearbook, 1994, citado em Pellegrini, J.A. (1995: 14)

\* A conta de capital inclui transferências oficiais, investimento direto, investimento em carteira, outros capitais, erros e omissões e financiamento excepcional

\*\* O sinal negativo da variação de reservas indica um aumento das mesmas.

<sup>18</sup> Esta proposta tem sido caracterizada como o “Imposto Tobin”, economista defensor da proposta, que utilizando-se de uma proposta de Keynes para limitar a instabilidade dos mercados de capitais com base na criação de custos de transação (taxas), estende o raciocínio para movimentos de capitais entre os países, no objetivo de alongar os prazos e diminuir a instabilidade. .

<sup>19</sup> A respeito do Acordo de Basiléia e das tentativas de controle do BIS, ver Cornford, A. (1993).

<sup>20</sup> A respeito dos controles impostos por alguns países ver Goldstein, M. et.alli (1993). Sobre a organização do SME, suas regras e a coordenação de políticas para limitar a instabilidade cambial ver Giavazzi, F. e Giovannini, A. (1991).

Os países da América Latina, que ainda conviviam com problemas inflacionários crônicos e restrições ao crescimento econômico, crises fiscais e elevadas dívidas externas que iam sendo renegociadas, poderiam minorar seus problemas com a entrada de recursos externos. Assim, a liberalização financeira e cambial seriam necessárias para dar a oportunidade de reinserção no fluxo voluntário de capitais, em um contexto de excesso de liquidez internacional possibilitado pelas amplas transformações que se verificaram no SFI e pela reversão nas taxas de crescimento dos países desenvolvidos no final da década de 80<sup>21</sup>.

Iniciaram-se programas liberalizantes com vistas a adaptarem-se à máxima das finanças internacionais: a melhor maneira para estimular a entrada de capitais é permitir que ele saia. Com isso observou-se uma entrada significativa de recursos na maior parte dos países região: Brasil, Chile, México, Argentina, Venezuela, Colômbia, Peru, entre outros. O volume de reservas internacionais acumuladas pelos países, passou a ser um trunfo de fundamental importância para as políticas de estabilização adotadas e para viabilizar a retomada do crescimento.

A tabela anterior nos permite visualizar alguns pontos importantes. Em primeiro lugar, percebe-se que a crise da dívida externa teve um maior impacto na América Latina, que manteve níveis de transferências de recursos ao exterior (Saldo da Balança de Bens e serviços não-fatores) mais elevados do que no caso da Ásia e, ainda assim, obteve piores resultados em termos de saldos em transações correntes, que foi negativo ao longo de todo o período da tabela, enquanto na Ásia, até 1989 apresentou-se superavitário, o que mostra o maior volume de renda líquida enviada ao exterior (principalmente pagamento de juros sobre a dívida externa)<sup>22</sup>. Considerando-se ainda que a Ásia manteve níveis de entrada de capital superiores à América Latina, sendo que, inclusive, durante alguns anos a entrada de capital nesta última região foi inferior ao déficit em Transações Correntes, temos que, enquanto a primeira ia acumulando reservas ao longo da década, a segunda fosse perdendo. Estes fatos podem explicar a maior instabilidade da América Latina na última década e seu atraso relativo.

---

<sup>21</sup> Houve um amplo processo expansivo de 1984/89, liderado pela economia norte-americana. No início dos anos 90 as taxas de crescimento nas economias centrais sofreram forte retração.

<sup>22</sup> Um fator importante, neste sentido, é que a dívida externa dos países asiáticos era mais concentrada em agências oficiais do que no sistema financeiro privado, ao contrário dos países da América Latina, o que fez com que o impacto da elevação das taxas de juros internacional, no início dos anos 80, fosse maior nestes últimos, levando a uma maior ampliação do endividamento nos primeiros anos da década, apenas com a rolagem dos juros. A este respeito ver Baer, M. (1993).

Quando da retomada do fluxo de recursos externos, percebe-se em ambas regiões uma profunda reversão nos saldos da transferência líquida de recursos ao exterior, que passou a se tornar profundamente deficitária. Isto se deve tanto a maior folga de liquidez decorrente do acentuado movimento de capitais e da maior abertura comercial, em um contexto de retomada do crescimento econômico, nos países da América Latina. Note-se que a partir de 1992 o fluxo de recursos para esta última região passou a superar o da primeira. Mas percebe-se que, enquanto na Ásia 2/3 dos recursos correspondem a investimento direto, nos dois últimos anos da tabela, na América Latina esta participação é de apenas 20% do total.

Várias podem ser as explicações para a expressiva entrada de recursos que se verificou nos países da América Latina no período recente. Alguns autores atribuem este fenômeno a uma maior confiança dos investidores nestes países, em resposta a adoção de políticas consistentes de ajuste econômico: redução do papel do Estado, ajuste fiscal, maior abertura ao exterior, evolução na regulamentação sobre direitos de propriedade, tratamento ao capital estrangeiro, etc. Nesta visão, atribui-se um papel preponderante a gestão econômica destes países, o sistema financeiro internacional apenas premia as boas ações. Esta concepção está em consonância com aquela que vê a ruptura do fluxo de recursos aos países do continente a partir de 82 a erros na condução da política econômica dos países, e, que bastaria o ajustamento para os recursos voltarem. De acordo com esta visão teria ocorrido uma melhora nos chamados fundamentos econômicos dos países da região e, por isso, os recursos estariam voltando<sup>23</sup>.

Uma explicação alternativa seria aquela em que os países da região, novamente, vem mostrando uma certa passividade em relação a dinâmica financeira internacional. Neste sentido, a principal razão para a reinserção seria o excesso de recursos (liquidez) gerado a partir das transformações ocorridas no cenário internacional. Como os países, na busca do ajuste externo e do combate inflacionário, adotavam políticas econômicas ortodoxas, com a manutenção de elevadas taxas de juros reais, apesar de ainda persistirem elevados riscos, o

---

<sup>23</sup> Segundo Pellegrini, J.A. (1995), este seria o argumento oficial, onde os países que foram se adequando as propostas políticas do chamado Consenso de Washington, foram sendo melhor avaliados pela comunidade financeira internacional e, portanto, passaram a ser receptores de capital. Utilizando indicadores de solvência (Dívida Externa Líquida (DEL)/PIB) e de liquidez (DEL/Exportações) como representantes dos chamados fundamentos analisados pelos investidores institucionais, não houve uma melhora que explique esta retomada. De acordo com trabalho de Calvo, G.A.; et.alli. (1992), as condições econômicas iniciais no momento de reingresso no fluxo internacional de capitais nos anos 90 eram piores do que as vigentes antes do início do endividamento externo nos anos 70.



retorno mais do que os compensava. Seriam, portanto, capitais especulativos em busca de um ganho rápido dado o diferencial de juros existente, que a qualquer alteração nas condições de rentabilidade interna ou externa poderiam refluir.

Note-se, que da perspectiva do investidor analisa-se a seguinte condição de arbitragem para decidir-se sobre a aplicação dos recursos:

$$R = R^* + \exp \Delta e + \text{risco do título} + \text{custo de transação}$$

Onde:

$R$  = taxa nominal de juros na moeda em que o título é expresso (no caso taxa interna de juros)

$R^*$  = taxa básica de juros em um título com característica semelhantes com risco zero em termos de moeda do país de origem do aplicador (no caso taxa de juros do título do governo norte-americano)

$\exp \Delta e$  = expectativa de desvalorização da moeda de denominação do título em relação a moeda externa (US\$)

Se o lado direito da equação for maior que o esquerdo tem-se entrada de recursos no país. O inverso ocorrerá se for menor. Assim, uma série de fatores pode alterar o fluxo externo de recursos: (i) uma queda em  $R^*$ ; (ii) um aumento de  $R$  (para fins de estabilização, por exemplo); (iii) uma expectativa de apreciação cambial:  $\Delta e < 0$ <sup>24</sup>; (iv) uma redução no risco percebido pelos agentes quer pela implementação de políticas econômicas consistentes, quer pelos acordos de renegociação das dívidas externas, quer pela própria queda das taxas de juros internacionais que diminuiria o peso das transferências; (v) redução nos custos de transação, associados às políticas de liberalização<sup>25</sup>.

Bacha (1993) enumera quatro razões para a volta dos recursos externos para a América Latina:

“o rápido crescimento de formas de empréstimos securitizados (tais como bonds, CDs e CPs) vis à vis empréstimos bancários, e o papel crescente assumido pelos investidores institucionais (como fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos) no mercado internacional de capitais tem levado a uma maior diversificação geográfica do investimento, que favoreceu a América Latina, particularmente

<sup>24</sup> Esta era uma possibilidade real no final da década de 80, pois uma série de países latino-americanos envolveram-se em políticas de ajustamento externo, frente a crise da dívida externa, com o que passaram a ter que gerar superávits nas respectivas contas comerciais. Para tal recorreu-se intensamente a processos de desvalorização real das respectivas moedas. Neste caso, com várias moedas sobre-desvalorizadas poder-se-ia esperar uma apreciação, em especial para facilitar os processos de estabilização.

<sup>25</sup> Estes pontos são levantados por Steiner, R (1994).

porque estes movimentos foram mais pronunciados nos Estados Unidos. (...) Em segundo lugar, a rápida sequência de acordos de reestruturação das dívidas dos países da região com os bancos comerciais, estão reestabelecendo a normalidade dos pagamentos da dívida externa da região, limpando o caminho para novos fluxos de dívida privada. Os bancos comerciais são os participantes mais relutantes deste novo influxo, tanto pelas suas perdas nos empréstimos passados, como pelas maiores restrições de capital e reservas, devido ao Acordo de Basiléia e aos requerimentos de provisão contra os refinanciamentos dos países. Participantes do mercado de títulos (...) estão livres de restrições de capital e requerimentos de provisão em seus países de origem, e, portanto, muito mais desejosos e capacitados para lucrar das novas oportunidades de investimento na América Latina. Em terceiro lugar, a queda abrupta das taxas de juros nos EUA deu um forte incentivo para a repatriação do capital que fugiu da América Latina e estava no sistema financeiro nos EUA. (...) Participantes do mercado estimaram que até 1991 entre 60 e 70 por cento dos investimentos em instrumentos da América Latina vieram de capital que fugiu, e 20 a 25 por cento de fundos de investimentos e investidores *high yield*. (...) Finalmente, as privatizações e outras reformas econômicas liberalizantes na região, tanto real como prospectiva, ampliaram as oportunidades lucrativas para investidores externos e, portanto, estimulou o influxo de capital externo. Para a região como um todo, os influxos parecem se distribuir da seguinte forma: 1/3 para o mercado de ações, 1/3 para os mercados *hot money* e 1/3 para investimento direto. Países mais avançados no processo de estabilização e reforma econômica, como o Chile e o México, dispõem uma maior parcela de investimento direto e dívida de médio prazo, enquanto países atrasados, como o Brasil e Peru, a maior parte dos influxos é de curto prazo.” (Bacha, E.L.; 1993: 7).

De acordo com o trabalho de Calvo, G.A. et alli (1992), “enquanto as reformas econômicas e políticas que tiveram lugar em um número destes países foi instrumental na reinserção da América Latina no mercado de crédito internacional, a evidência sugere que as condições econômicas nos Estados Unidos desempenharam um papel importante na alteração dos padrões de influxo de capitais para a América Latina em ambos episódios.” (Calvo, G.A. et alli; 1992: 19)<sup>26</sup>

Neste sentido, retomando o que já foi dito no capítulo anterior, estaríamos assistindo a uma nova captura dos países da região em um novo transbordamento do SFI devido a queda nas oportunidades lucrativas de investimento nos países centrais. Quanto a esta passividade, é interessante observar, que é “justamente nos períodos de melhora na performance das exportações que os países da América Latina mais tomam emprestado no

---

<sup>26</sup> Os autores estão se referindo aos processos de endividamento da América Latina dos anos 70 e início dos anos 90.

exterior” (Calvo, G.A., et alli; 1992: 16). Neste sentido, o fluxo de capitais aparece em momentos em que as necessidades de transações correntes não se colocam.

No caso brasileiro, a entrada de recursos se deu, principalmente, a partir de 1991, em meio a um quadro de profunda instabilidade econômica e política, e sem que se tivesse definido qualquer projeto futuro para o país, mas já se encaminhando uma série de reformas liberalizantes. A liberalização cambial, por exemplo, iniciou-se em 1988 com a introdução do câmbio flutuante que ampliava a flexibilidade para determinadas transações: viagens de negócios, despesas com saúde e educação, uso de cartão de crédito internacional, etc.. A partir desta medida o processo intensificou-se, e “ ocorreu uma verdadeira revolução normativa na área externa do Banco Central, documentada no fato de que no período 1988/93 houve cinco vezes mais resoluções e circulares na área cambial do que nos 18 anos precedentes acumulados.” (Barros, O. e Mendes, A.P.; 1994: 185) Segundo os autores o Banco Central divulgou no período 140 resoluções no sentido da liberalização cambial, enquanto no período anterior (1970/87) foram apenas 28.

Nesse processo, foi se ampliando o grau de mobilidade de capitais na economia brasileira. Um fato marcante neste sentido foi a permissão para não-residentes operarem na compra e venda de divisas através do mecanismo da CC5 (Carta Circular nº5). “A CC5 permite, através de uma conta específica dos bancos chamada de Depósitos Domiciliados no Exterior, que não-residentes abram contas (em moeda nacional) em bancos nacionais e tenham livre movimentação dessas contas. Assim, a movimentação da conta-corrente pode ser feita para a compra de dólares no segmento de câmbio flutuante com o propósito de remessa para o exterior. Neste caso, um residente pode simplesmente fazer um DOC para a conta-corrente do não-residente, que lhe gera um crédito correspondente no exterior. Desta forma, criou-se um mecanismo de estímulo à repatriação e ao investimento externo.” (Gonçalves, R.; 1996: 139).

A partir de 1991, intensificou-se o processo de liberalização do movimento de capitais. As principais alterações na regulamentação referem-se a permissão para aplicações por investidores institucionais estrangeiros em Bolsa de Valores no país (Anexo IV - Resolução 1832 de 31/05/1991), a regulamentação sobre o lançamento de recibos de

depósitos de ações no exterior (os DRs - Depository Receipts: ADR e IDR<sup>27</sup> - Resolução 1927 de 18/05/1992, que corresponde ao Anexo V) e a criação e regulamentação dos fundos de renda fixa -capital estrangeiro através da Resolução 2028 (25/11/1993)<sup>28</sup>.

Estas regulamentações são um prosseguimento natural de tentativas anteriores de tornar o país mais atraente aos investimentos de portfólio estrangeiros, especialmente a partir da Resolução 1289 (20/03/1987). Nessa medida, regulamentou-se a atuação das Sociedades de Investimento (Capital Estrangeiro) e dos Fundos de Investimento (Capital Estrangeiro) através dos Anexos I à III, "Tais fundos mantiveram o prazo mínimo de permanência de 90 dias, bem como critérios rígidos de diversificação, com um máximo de 5% para cada ação individual dentro do portfólio, o que exigia uma composição mínima de 20 ações. O fundo devia ser registrado na CVM, assim como a entrada ou saída de divisas implicava registro no Banco Central. (Ferreira, C.K.L.; 1996: 141).

A atratividade destes fundos foi relativamente baixa, com a entrada de recursos via Bolsas de Valores só ganhando maior dinamismo com o Anexo IV<sup>29</sup>. "Os estímulos concedidos referem-se, principalmente, à redução de restrições quanto à composição de carteiras, prazos mínimos de permanência no país e flexibilidade de movimentação do capital externo no mercado de capitais brasileiro, incluindo a possibilidade de operar com instrumentos de *hedge* com derivativos financeiros."(Gonçalves, R.; 1996: 141-142) Esta última, permissão para operar futuros de ações, juros e câmbio refere-se a Resolução 1935/92. Com a possibilidade de trabalhar com derivativos viabiliza-se que investimentos em renda variável transformem-se em renda fixa, contornando as restrições impostas em determinados momentos para estas operações, fazendo com que os investidores estrangeiros possam se

---

<sup>27</sup> Os DR's são certificados representativos de valores mobiliários de empresas estrangeiras cotados e negociados em dólares no mercado de valores internacional. São emitidos por bancos americanos - "depositários" - com o objetivo de facilitar a compra e venda desses valores por investidores em seus mercados locais. Estes podem ser emitidos sobre valores mobiliários negociados no mercado secundário, ou representarem emissões novas. Existem diferentes níveis de operação e local de negociação, que devem preencher diferentes requisitos junto ao SEC (Securities Exchange Commission).

<sup>28</sup> A respeito do avanço da liberalização cambial e do processo de liberalização do movimento de capitais no Brasil ver Gonçalves, R. (1996), Carneiro, D.D. e Garcia, M.G.P. (1995) e Freitas, C.E. (1996).

<sup>29</sup> Deve-se destacar que a Resolução 1289 veio no ano em que o Brasil decretou a moratória, e em um momento onde o fluxo de recursos para os países em desenvolvimento continuavam baixos. Já o anexo IV, oferecia maiores liberdades e surgiu em um contexto onde o país já havia reingressado no fluxo internacional.

beneficiar das elevadas taxas de juros pagas no mercado interno<sup>30</sup>. Os fundos de capital estrangeiro devem trabalhar em conjunto com administradores nacionais que respondem pelas atividades do fundo.

Com a adaptação da regulamentação verificou-se um ingresso significativo de recursos externos na economia brasileira, a partir de 1991, acompanhando a tendência dos demais países da região e dos demais "mercado emergentes", apesar de um relativo atraso, neste sentido.

A Tabela abaixo mostra a composição das captações brasileiras no início da década, por modalidade de operação.

TABELA II.4.4  
CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS- BRASIL 1990/96

(US\$ milhões correntes)

MODALIDADE	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>2</sup>
EMPRESTIMOS EM MOEDA	1045	4408	7979	11031	8756	15883	15851
Empréstimos Intercompan	405	470	922	769	1053	2170	1806
Empr. Bancários (Res. 63)	-	6	856	597	201	817	337
Financ. Rural Direto (2.148)	-	-	-	-	-	1067	2721
Commercial Papers	586	1783	1190	338	182	381	586
Bônus e Títulos	54	1507	4833	7598	5961	9650	9847
Securitização de Exportações	-	278	30	675	261	494	207
Renovação de Títulos	-	364	148	1054	1098	1304	342
PGTO Antecip de Exportações	-	85	1119	1421	1908	4273	4743
INVESTIMENTOS	688	1455	5188	15928	27214	28010	21920
Direto Tradicional	517	695	1325	877	2241	3285	4508
no Merc de Capit (Portfólio)	171	760	3863	14971	21600	22559	15610
F.Renda Fixa e Privatização	-	-	-	80	3373	2166	788
FINANCIAMENTOS	2882	4160	2332	3282	4353	4576	4532
Registrados	813	858	447	449	630	1074	1034
Autorizados	2069	3302	1885	2833	3723	3502	3498
LEASING <sup>1</sup>	752	1519	1173	1005	842	1143	1331
TOTAL	5367	11627	17791	32667	43073	53885	48372

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

1 - Não existe efeito sobre ingresso de divisas

2 - Acumulado até agosto

<sup>30</sup> A este respeito ver Carneiro, D.D. e Garcia, M.G.P. (1995: 8). Com uma operação chamada *box*, isto é um conjunto de quatro opções (2 vendas e 2 compras), transforma-se títulos de renda variável em um com rendimento conhecido.

TABELA II.4.4.1  
CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS- BRASIL 1990/96

## PARTICIPAÇÃO %

MODALIDADE	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
EMPRESTIMOS EM MOEDA	19.5	48.0	44.8	33.8	20.3	29.5	32.8
Empréstimos Intercompan	7.1	4.0	5.2	2.4	2.4	4.0	3.7
Empr. Bancários (Res. 63)	0.0	0.1	4.8	1.8	0.5	1.5	0.7
Financ. Rural Direto (2.148)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	5.6
Commercial Papers	10.9	15.3	6.7	1.0	0.4	0.7	1.2
Bônus e Títulos	1.0	13.0	27.2	23.2	13.8	17.9	20.4
Securitização de Exportações	0.0	2.4	0.2	2.1	0.6	0.9	0.4
Renovação de Títulos	0.0	3.1	0.8	3.2	2.6	2.4	0.7
PGTO Antecip de Exportações	0.0	0.7	6.3	4.4	4.4	7.9	9.8
INVESTIMENTOS	12.8	12.5	29.2	48.8	63.2	52.0	45.3
Direto Tradicional	9.6	6.0	7.5	2.7	5.2	6.1	9.3
no Merc de Capit (Portfólio)	3.2	6.5	21.7	45.8	50.2	41.9	32.3
F.Renda Fixa e Privatização	0.0	0.0	0.0	0.2	7.8	4.0	1.6
FINANCIAMENTOS	53.7	35.8	13.1	10.1	10.1	8.5	9.4
Registrados	15.2	7.4	2.5	1.4	1.5	2.0	2.2
Autorizados	38.5	28.4	10.6	8.7	8.6	6.5	7.2
LEASING	14.0	13.1	6.6	3.1	2.0	2.7	2.7
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FONTE: BANCO CENTRAL, elaborada com base na tabela II.4.4

O fato mais marcante na tabela acima é o crescimento dos investimentos de portfólio, em mercado de capitais, que em 1994 atingiram 50% das captações. O aumento no volume total de recursos fez com que a participação das agências oficiais (compões o item financiamentos) despencasse, uma vez que o incremento se deu basicamente de fontes privadas. O contexto recessivo é um dos fatores a explicar a queda absoluta dos *supplier credits* (também aparece no item financiamentos), juntamente com a instabilidade inflacionária e a ausência de um projeto desenvolvimentista explicam também a baixa participação dos investimentos diretos tradicionais.

Nos primeiros anos percebe-se que a principal forma de captação externa foram os títulos securitizados. Destaca-se a colocação de *commercial papers*, cujo crescimento já se dá em 1990, ampliando significativamente em 1991; mas retraindo-se a partir daí<sup>31</sup>. Já no período 1991/93 assistiu-se à ampliação dos títulos securitizados (bônus e títulos). “Convém

<sup>31</sup> Segundo Barros, O. e Mendes, A.P.F. (1994), as colocações de *commercial papers* não significaram uma volta efetiva ao mercado internacional pois refere-se basicamente a colocações privadas, isto é, junto a tomadores pré-estabelecidos. Neste sentido, acabou por substituir a transferência de fundos ou o investimento direto, de uma matriz para sua filial por um instrumento de crédito securitizado. Assim, refere-se, basicamente, a uma relação inter-companhia.

notar que a captação externa via dívida securitizada passou a assumir importância na razão de quatro fatores básicos: a) o diferencial de taxas de juros mais do que justifica a captação externa a custos internacionalmente elevados, permitindo uma margem de repasse considerável ou uma vantajosa arbitragem contra títulos do Tesouro; b) baixo grau de endividamento das empresas privadas no Brasil com projetos de investimento ou com requerimentos de capital de giro que justificam a captação direta no mercado internacional a taxas inferiores às obtidas no mercado doméstico de crédito; c) necessidade das empresas em alongar e/ou baratear o custo de seus passivos domésticos; e d) menor seletividade observada no mercado de *eurobonds*, permitindo que instituições financeiras de segunda linha e empresas não-líderes passem a lançar papéis no exterior a custos cadentes.”(Barros, O. e Mendes, A.P.F.; 1994: 187).

Existe uma ampla discussão sobre os benefícios da liberalização e da volta dos recursos externos. Em geral, as vantagens são associadas ao maior potencial de crescimento e investimento que possibilitam e as desvantagens a maior volatilidade dos mercados cambiais e de ativos. Quanto às vantagens temos: “em primeiro lugar, criam-se oportunidades para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, inclusive, através da especialização na produção e importação de serviços financeiros. A expansão das transações gera economias de escala e estimula a concorrência e, conseqüentemente, a produtividade do setor. O maior acesso ao mercado financeiro internacional permite que, principalmente em uma situação de escassez de créditos de longo prazo, as empresas tenham uma fonte alternativa de financiamento e, inclusive, uma redução do custo de financiamento. Para empresas e indivíduos, o acesso ao mercado internacional permite uma diversificação de portfólios que os protege de flutuações econômicas domésticas.”(Gonçalves, R.; 1996: 144).

Quanto às desvantagens, já discutimos anteriormente, que a liberalização traz consigo maiores riscos de crises financeiras, tanto pela volatilidade que imprime a determinados preços básicos na economia, o que é acentuado quando os movimentos de capitais representam busca de ganhos rápido e estejam muito atrelados a expectativas de curto prazo dos agentes, como pelo fato de facilitar a repercussão de crises externas na economia nacional (a introdução do risco sistêmico). Além disso, no que se refere a maior eficiência na utilização dos recursos, também vimos que a entrada de capitais pode levar a sinalizações erradas para os agentes econômicos, por exemplo, uma apreciação cambial que se segue a

uma entrada significativa de recursos pode retirar recursos do setor exportador e penalizar a indústria nacional frente a concorrência internacional, com impactos negativos sobre a atividade e o investimento. A valorização de determinados papéis, pode descolar-se ainda mais dos chamados “fundamentos setoriais” levando a alocações distorcidas dos recursos na economia<sup>32</sup>. Além disso, a maior instabilidade do nível de reservas e da taxa de câmbio pode tornar-se contraditória com o objetivo de equilíbrio interno da economia limitando as possibilidades de uso das políticas monetária e fiscal<sup>33</sup>.

Esta discussão sobre as vantagens e desvantagens do processo acaba transformando-se em uma questão de qual é o tipo de capital externo desejável. Os recursos de investimento direto e os empréstimos de longo prazo podem efetivamente colaborar para a retomada do investimento e do crescimento com estabilidade dos países. O problema que se coloca, é que pelos dados apresentados acima, os recursos ingressantes são essencialmente de curto prazo, investimentos de carteira, geradores da instabilidade inerente aos movimentos de capitais no atual contexto. No caso brasileiro, por exemplo, a principal modalidade de entrada de recursos é o Anexo IV.

A questão que se coloca é o que fazer com os recursos de curto prazo? O dilema pode ser entendido por esta longa citação extraída do trabalho de Bacha (1993):

“Porque os influxos de curto prazo são indesejáveis? Basicamente porque eles são voláteis e imprevisíveis. Eles também provocam distúrbios na política monetária induzindo variações indesejáveis na taxa de câmbio com efeitos negativos nas políticas de promoção de exportações. Ainda mais, lidar com influxos de curto prazo sem controles requer a acumulação de grande quantidade de reservas internacionais, o que envolve perda substancial nas operações de esterilização.

Porque, por outro lado, não se quer interferir com os influxos de curto prazo? Basicamente, ao que parece, para construir credibilidade para que o capital de longo prazo venha. Os governos podem também querer promover a expansão do mercado doméstico de ações, e, neste caso, não há substituto para os investimentos de portfólio do exterior. Naturalmente, os fundos que as autoridades devem estar procurando são os dos investidores estabelecidos - fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos não compromissados. Mas estes fundos só virão se eles forem livres para sair como quiserem. Também é muito difícil permitir a entrada apenas de investidores institucionais e excluir os especulativos. Existem, porém, alternativas financeiras para companhias bem estabelecidas, como o

<sup>32</sup> A respeito dos impactos da liberalização cambial em termos de instabilidade financeira ver Akýuz, Y (1992 e 1993), Diaz-Alejandro, C. (1985), entre outros já citados no capítulo I da tese. Sobre outras desvantagens do processo ver Gonçalves, R. (1996), Pellegrini, J.A. (1995) e Bacha, E.L. (1993).

<sup>33</sup> A este respeito ver Lerda, J.C. (1996).



lançamento de ações diretamente no mercado financeiro internacional, através do mecanismo dos recibos de depósitos, que só podem ser negociados no exterior, portanto não afeta o mercado de câmbio doméstico.

Fundos de curto prazo também possuem outros sinais positivos: eles podem instalar maior concorrência no mercado financeiro doméstico, e ajudar a repatriar capital para o país. O ponto é que o país tem que começar por algum lugar sua reinserção no processo, e os recursos de curto prazo pode ser a única porta disponível.” (Bacha, E.L.; 1993: 8-9)

A questão sobre ser a única porta de entrada é bastante discutível, e, aceitar com passividade estes movimentos sob esta alegação é mais ainda. A experiência com a crise da dívida externa nos anos 80 mostra os elevados custos associados a uma ruptura do fluxo voluntário de recursos em um contexto de elevado endividamento externo<sup>34</sup>. Deve-se notar que, pelas novas características assumidas pelo fluxo de recursos externos, a vulnerabilidade externa das economias receptoras de capital é maior do que no período anterior: menor participação de recursos de agências oficiais e de empréstimos com prazos fixos (o prazo de permanência da maior parte dos recursos é incerto), custos variáveis, etc..Assim, os “indicadores de endividamento externo sugerem que a maior parte dos países da América Latina estão mais vulneráveis a um choque externo adverso, por exemplo, na forma de um aumento nas taxas de juros internacionais, nos anos 90 do que nos 70.” (Calvo, G.A. et alli; 1992: 9)

O custo associado à paralisia do fluxo de recursos externos e a uma saída, pode ainda ser agravado pelas reversões de sinais provocadas por esses fluxos, enquanto estão entrando, que podem fazer retroagir ajustamentos produtivos do passado com vistas a reduções na vulnerabilidade externa das economias em desenvolvimento<sup>35</sup>. A crise da dívida externa nos anos 80 levou uma série de países a promover programas de ajustamento que implicaram anos de recessão e instabilidade inflacionária. Mas nesse processo, conseguiu-se em vários casos, quer devido ao redirecionamento do investimento (por exemplo, resultado dos projetos do II PND, no Brasil) quer pelas desvalorizações reais da taxa de câmbio, ou ainda, pelos incentivos governamentais (subsídios, etc), melhorar o desempenho do setor exportador, inclusive com diversificação da pauta, permitindo o aparecimento de superávits persistentes em Transações Correntes. A reinserção do país no fluxo voluntário de recursos

<sup>34</sup> Ver Baer, M. (1993) e Pellegrini, J.A. (1995).

<sup>35</sup> Estes argumentos contra os capitais de curto prazo encontram-se em Calvo, G. et alli (1992).

externos traz consigo pressões no sentido da apreciação cambial<sup>36</sup> e uma maior volatilidade da mesma. Estes dois fatos afetam seriamente os setores *tradeables*, exportadores e substituidores de importações, percebidos por distúrbios em transações correntes no curto prazo, e mais grave, pela perda de competitividade destes setores, no longo prazo, ao sacrificar suas taxas de rentabilidade e incentivos ao investimento.

A entrada excessiva de recursos ainda pode provocar outros efeitos deletérios, como por exemplo, detonar bolhas especulativas no mercado de ativos, ampliando a instabilidade financeira, a ineficiência e disfuncionalidade da intermediação financeira, que pode descolar-se totalmente do processo produtivo. Esta maior instabilidade financeira pode decorrer da maior dolarização dos passivos das instituições financeiras, tornando-as mais vulneráveis ao comportamento da taxa de câmbio, pela maior alavancagem financeira permitida pela colocação de títulos no exterior e pela maior expansão das operações ativas pois o controle sobre os recursos externos (compulsórios, por exemplo) são menores podendo ampliar a especulação nos mercados. Um outro problema que se coloca, é que a facilidade de obtenção de recursos pode ser um desestímulo a políticas que visem corrigir os desequilíbrios econômicos existentes, como por exemplo, hiatos de recursos profundos que podem ser cobertos com crescimento das importações e déficits públicos que podem ser financiados no exterior<sup>37</sup>. Intervenções governamentais no sentido de evitar os efeitos deletérios dos capitais de curto prazo, por exemplo, a apreciação cambial através de esterilizações da entrada de recursos, podem ser contra-producentes pelos efeitos fiscais que geram - endogeneização do crescimento da dívida pública. No caso brasileiro, o custo da acumulação de reservas pode ser visto na tabela abaixo:

---

<sup>36</sup> A entrada de recursos externos pressiona a demanda agregada tanto nos setores *tradeables* como nos *non-tradeables*, forçando tanto a elevação do produto como dos preços. Em um ambiente de abertura comercial, a elasticidade da oferta dos *tradeables* é maior, o que faz com que aumente o preço relativo *non-tradeable/tradeable*, apreciando o câmbio. Tanto pelo aumento da renda como pela apreciação cambial deteriora-se o saldo em Transações Correntes. A este respeito ver Calvo, G.A. (1994).

<sup>37</sup> Alguns autores defendem que a possibilidade aberta aos EUA para financiar ao longo de toda a década de 80 o duplo desequilíbrio: fiscal e externo, fez com que este país ficasse relutante a medidas que visassem a sua correção, aprofundando-os.

TABELA II.4. 5  
CUSTO DA ACUMULAÇÃO DE RESERVAS<sup>38</sup>

(US\$ milhões)

	1992	1993	1994 (jan-jun)	jan/92 - jun/94
A. Custo Mensal	205	155	534	251
B. Custo no Período	2460	1858	3202	7522
C. PIB	417000	443680	225300	1076000
Impcato (B/C) (%)	0.59	0.43	1.42	0.70

FONTE: Gonçalves, R. (1996: 152)

No período 1991/junho de 1994, o governo evitou a apreciação cambial, seguindo uma política de manutenção da taxa de câmbio real fixa, esterilizando o acúmulo de reservas com operações de mercado aberto - endividamento público (títulos tanto do Tesouro Nacional como do BACEN). Naquele momento, justificava-se o acúmulo de reservas como uma necessidade para ampliar a credibilidade do país, preparar o terreno para uma estratégia de estabilização, etc. O problema é que o elevado diferencial de juros ampliava o problema de fluxo na superação da crise fiscal (maiores gastos com o pagamento de juros sobre a dívida interna), enquanto a elevação na relação Dívida Pública/PIB, ampliava a vulnerabilidade financeira do setor público. No pós-Real, passou-se a permitir uma apreciação cambial tanto como estratégia de estabilização como para permitir a diminuição do ônus fiscal decorrente do acúmulo de reservas. A consequência foi a deterioração do saldo em Transações Correntes voltando uma política de câmbio administrado que não resolveu, de forma adequada, o desequilíbrio em transações correntes nem freiou o processo de acúmulo de reservas e endividamento interno até fins de 1995<sup>39</sup>.

E por fim, os "influxos de 'hot money' podem ser revertidos rapidamente, levando a uma crise financeira interna. Em um ambiente de assimetria de informações, uma saída repentina de capital pode induzir os emprestadores a concluírem que o país sofreu um choque negativo de oferta, mesmo quando o choque não tenha ocorrido. Isto pode trazer a descontinuidade de projetos de investimento eficientes, provocando uma perda de peso-morto que pode ser equivalente a um choque negativo de oferta. Assim, este exemplo de profecia

<sup>38</sup> Para calcular o custo mensal da acumulação de reservas, o autor calculou o diferencial entre o juro interno e externo, multiplicando-o pelo nível de reservas internacionais. O diferencial de juros foi obtido pela diferença entre a taxa real de juros do over em relação a variação cambial  $((1 + \text{taxa over}) / (1 + \text{variação cambial}))$  e a libor mensal.

<sup>39</sup> Algumas destas variáveis são, em geral, utilizadas como indicadores para avaliar o risco do país. Como exemplo destes indicadores temos: Dívida Pública/PIB; Saldo em Transações Correntes/PIB, entre outros que já discutimos. O influxo excessivo de recursos leva a deterioração destes indicadores podendo levar a reversão dos fluxos com fortes efeitos desestabilizadores.

auto-realizável dá uma outra razão para intervenção.”(Bacha, E.L.; 1993: 11). Esta possibilidade será tanto maior quanto mais atrelado ao sistema financeiro internacional estiver o financiamento da economia e o sistema financeiro doméstico.

Com base nesta série de considerações, “é importante observar que os fluxos mais expressivos de capital externo para o Brasil iniciam-se precisamente quando a economia está em uma situação de profunda recessão. Para ilustrar, a taxa de crescimento das importações de bens de capital é negativa entre o terceiro trimestre de 1991 (caracterizado por uma grave crise cambial, com reservas de US\$ 7 bilhões) e o primeiro trimestre de 1993 (reservas internacionais de US\$ 18 bilhões). Somente no segundo semestre de 1993 é que a taxa de investimento (ainda baixa - 15,2%) volta aos níveis de 1990 e começa a se verificar um aumento significativo da demanda por importações de bens de capital. Entretanto, neste momento, as reservas internacionais já se aproximavam de US\$ 25 bilhões. Neste sentido, os recursos externos não favoreceram uma fonte complementar de financiamento do investimento doméstico.”(Gonçalves, R.; 1996: 158)

Isto não é particularidade brasileira, “para a região como um todo, é seguro concluir que o presente fluxo de capital não tem financiado aumentos no investimento privado ou público.” (Calvo, G.A. et alli; 1992: 13-15) A questão que se coloca, neste sentido, é como se garantirá o pagamento destes recursos no futuro. O chamado indicador de solvência que consideramos tende a se deteriorar a longo prazo.

Os recursos que para cá fluíram buscavam basicamente os elevados ganhos de arbitragem que o diferencial de juros permitia. “A margem média de arbitragem foi de 26,37% no período de janeiro de 1992-junho de 1994. Esta margem é particularmente elevada em 1992, reduz-se em 1993, mas volta a aumentar no primeiro semestre de 1994. Levando-se em consideração todo o período de janeiro de 1992 a junho de 1994, verifica-se que a taxa média (anualizada) de juro interno foi 8,21 vezes a taxa de juro internacional. Isto é, o investidor estrangeiro ganhava no Brasil em 6 semanas e meia o que ganharia em aplicação no mercado internacional durante todo um ano!”(Gonçalves, R.; 1996: 146)

Este elevado diferencial permitia elevados ganhos de arbitragem que justificavam a captação externa independente de qualquer projeto para utilização dos recursos. Para os bancos, as captações externas, por exemplo, permitiam elevados spreads para repasses via Operação 63, como pode ser visto pela tabela abaixo.

TABELA II.4.6  
SPREAD DOS BANCOS DE PRIMEIRA LINHA

(taxas mensais ponderadas)

MES	APLIC. OPER.63	CUST.CAPT.BANCOS	SPREAD BANCARIO
ABR/92	16.15	10.80	5.35
MAI	16.61	11.02	5.59
JUN	16.15	10.86	5.29
JUL	17.77	10.73	7.04
AGO	16.79	10.67	6.12
SET	15.80	10.61	5.19
OUT	17.89	9.42	8.47
NOV	16.99	10.75	6.24
DEZ	17.32	9.78	7.54
JAN/93	18.66	10.17	8.49
FEV	20.00	10.36	9.64
MAR	19.02	10.55	8.47
ABR	17.79	10.44	7.35
MAI	16.24	9.06	7.18
JUN	18.18	10.45	7.73
JUL	16.35	9.24	7.11
AGO	17.59	9.48	8.11
SET	17.94	8.75	9.19
OUT	17.20	8.60	8.60
NOV	18.01	8.75	9.26
DEZ	19.00	8.90	10.10
JAN/94	20.07	8.70	11.37
FEV	21.18	9.70	11.48
MAR	23.53	10.60	12.93

FONTE: Barros, O. e Mendes. A.P.F. (1994: 195)

O elevado *spread* conseguido pelos bancos nas operações com recursos externos fizeram com que estes se transformassem nos agentes mais atuantes na captação de recursos externos. A principal modalidade utilizada pelos bancos para captarem no exterior é a colocação de títulos - dívida securitizada<sup>40</sup>. Ao longo do período jul/91 - ago/93, os bancos foram responsáveis por 52,7% das captações via títulos, enquanto o setor não financeiro respondeu pelo resto. O segmento mais importante foi o de bancos nacionais (22,2%) seguidos pelos bancos nacionais com participação estrangeira (11,2%) e bancos estrangeiros (11%); os bancos públicos representaram 8,3% no período. Dos recursos captados pelos bancos, os autores citados estimam que, em média,  $\frac{3}{4}$  foram repassados para tomadores finais e  $\frac{1}{4}$  direcionaram-se para títulos públicos, sendo que em ambos os casos o *spread* é bastante elevado.

<sup>40</sup> Os dados apresentados nos próximos parágrafos foram obtidos no texto de Barros, O e Mendes, A.P.F. (1994: 192-197).

Já no segmento não financeiro, o predomínio foi das empresas públicas que captaram 18,7%, seguidas das empresas privadas nacionais (14%), nacionais com participação estrangeira (7,4%) e estrangeiras (7,2%). A colocação de títulos de empresas não financeiras é em geral arquitetada por um banco de negócios, bancos de investimentos, corretoras ligadas a bancos, que ainda colaboram para ampliar a rentabilidade do setor bancário.

Deve-se destacar que na retomada do processo de captação externa, em 1991, a liderança coube as empresas estatais (Petrobrás, Telebrás e CVRD) e bancos públicos (BNDES e Banco do Brasil), os chamados papéis soberanos, que praticamente abriram o mercado externo para as colocações brasileiras. Neste primeiro ano, a participação do setor financeiro foi de apenas 18,6%, em 1992 praticamente dividiu as captações com o setor produtivo e em 1993 responderam por 2/3 das captações.

Em termos de custos<sup>41</sup> e prazos de captação observou-se o seguinte comportamento:

“No que se refere precisamente aos papéis ditos sobreanos, ou seja, de empresas estatais (...) observou-se um processo gradual e firme de redução no ‘risco-Brasil’ e no *yield* oferecido aos investidores externos, assim como um alongamento dos prazos dos empréstimos contraídos. Ao final de 1991, os rendimentos oferecidos aos investidores (*yield*) gravitavam entre 13 e 14%, o que traduzia um *spread* em relação aos títulos do Tesouro norte-americano em torno de 650 a 800 pontos de base com prazos entre dois e três anos e meio. (...) O encaminhamento oferecido à negociação da dívida externa, apesar da permanência do quadro de instabilidade macroeconômica, restaura-se em parte a confiança dos investidores internacionais na economia brasileira, legitimada em *yields* entre 7 e 8% ao ano para papéis de primeira linha, com *spreads* médios em torno dos 300 pontos de bases e prazos superiores a quatro anos em dezembro de 1993. (...) Se tomarmos as condições de captação das empresas privadas em geral, indústrias e serviços não-bancários, observa-se nos últimos anos uma tendência a sucessivas quedas nos *spreads* e nos rendimentos oferecidos aos investidores externos, além de mudanças no perfil de amortização dos empréstimos obtidos. Em fins de 1991, o *yield* pago situava-se em torno de 14%, o que correspondia a um *spread* médio de 900 pontos de base e prazo médio de dois anos. Dois anos depois, estas condições já configuravam rendimentos abaixo de 11% com *spread* variando entre 600 e 650 pontos de base e prazo médio de quatro anos. Em termos de instituições financeiras, também se confirma um barateamento dos custos de captação. Ao final

<sup>41</sup> Os custos, rendimentos pagos por um determinado título, podem ser divididos em dois componentes: o primeiro corresponde a chamada taxa básica, ou o rendimento de um título similar isento de risco, e o *spread* que mede o risco do emissor que comporta tanto o risco da empresa como do país de origem do emitente. Como os títulos emitidos são, em geral, denominados em dólar, a comparação do *spread* é feito frente a títulos do Tesouro norte-americano de prazos similares que são considerados isentos de risco. Este *spread* é medido na forma de pontos de base, que é obtido pela diferença entre a taxa de juros paga pelo título e a taxa de juros do título do governo americano multiplicado por 100.

de 1991, os rendimentos oferecidos aos investidores externos oscilavam entre 13 e 14 %, com *spread* médio de 800 pontos de base e prazo médio de três anos. Em 1993, os *yields* pagos já se situavam abaixo de 10%, com *spreads* em torno de 500 pontos de base e prazos um pouco acima de três anos." (Barros, O e Mendes, A.P.F.; 1994:196-197)

Apesar da melhora, em termos gerais, das condições de colocação no período analisado pelos autores acima, estas são extremamente oscilantes, dependendo não apenas do comportamento dos chamados fundamentos da economia emissora, mas das condições nos demais mercados, dos humores dos agentes atuantes no mercado, das notícias - mesmo que muitas vezes não tenham qualquer vinculação com os fundamentos econômicos -, enfim de uma série de fatores que tornam aleatória as tendências sobre as condições de colocação dos títulos. Assim, em meio ao processo de *impeachment* do presidente Collor verificou-se uma profunda piora nos custos e prazos de captação. No início de 1994, quando o candidato do PT estava na frente das pesquisas de intenção de voto para presidência, voltaram a piorar as condições. Com a crise mexicana, como alguns alegam que a América Latina é uma só, ocorreram novas deteriorações nas condições de colocação. As condições de captação podem ser vistas na tabela abaixo.

TABELA II.4.7

SPREAD DAS CAPTAÇÕES EXTERNAS<sup>1</sup>: PONTOS BÁSICOS<sup>2</sup>.

TRIMESTRE	TOTAL	S.PRIV.FINANC.	S.PRIV.N-FINAN	SET. PUBLICO
1992/II	568	674	554	437
III	532	597	487	512
IV	614	639	576	606
1993/I	704	757	60	602
II	713	749	633	621
III	609	593	638	395
IV	534	563	510	460
1994/I	497	499	488	-
II	453	478	476	358
III	526	535	517	-
IV	490	486	507	-
1995/I	436	437	435	-
II	527	561	505	483
III	529	549	563	404

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

1 - Lançamento de títulos autorizados pelo Banco Central nas seguintes modalidades: *Floating Rate Notes*, *Fixed Rate Notes*, *Floating Rate Certificates of Deposit*, *Fixed Rate Certificates of Deposit* e bônus de colocação pública ou privada.

2 - Diferença entre o custo da operação e a cotação do *U.S. Treasury Notes* de prazo similar.

Considerando-se o próprio período analisado pelos autores (Barros, O. e Mendes, A.P.F.) não existiu nenhuma melhora em termos de fundamentos na economia brasileira que possa justificar a melhora nas condições de captação: a dívida pública era crescente, o PIB estagnado, a taxa de inflação extremamente elevada, o acordo da dívida externa impondo um aumento dos pagamentos ao país, enfim, não havia nada que justificasse um incremento da confiança no país. A única variável que apresentou melhora no período em análise foi o nível de reservas internacionais, mas este já é decorrência da decisão do capital internacional de reinserir o Brasil no fluxo voluntário de recursos. Desta forma tudo pareceria como uma grande bolha especulativa: recursos ociosos (especulativos) no sistema financeiro internacional sentem-se atraídos pelo enorme diferencial de juros na economia brasileira, esta entrada inicial amplia as reservas do país e a confiança de novos capitais especulativos que vão se direcionando ao país, permitindo reduções no custo de captação, e assim sucessivamente. O problema é que assim como existe o efeito “manada” para a entrada, a qualquer alteração no cenário internacional ou uma notícia interpretada de forma negativa pelos agentes, ou a simples análise dos reais fundamentos da economia brasileira pode provocar o efeito “manada” ao inverso.

Além de colocar uma alternativa ao financiamento das empresas brasileiras via colocação de títulos no mercado externo, tanto empresas não-financeiras como do sistema financeiro, com o que podem ampliar suas operações internas, a reinserção do Brasil no fluxo voluntário de recursos externos, trouxe uma série de impactos para o mercado de capitais interno. Como dissemos antes, a principal modalidade de captação bruta tem sido o Anexo IV, as aplicações de investidores institucionais estrangeiros em títulos e valores mobiliários brasileiros através das Bolsas de Valores. A tabela abaixo nos permite ver o comportamento deste fluxo de recursos.

TABELA II.4.8

## VOLUME DE INVESTIMENTOS EXTERNOS: ANEXO IV

(US\$ milhões)

ANO	INGRESSO	ACUMULA	RETORNO	ACUMULA	SALDO	ACUMULA
1991	782.40	782.40	96.10	96.10	386.30	386.30
1992	2966.82	3749.22	1652.44	1748.54	1314.38	1700.68
1993	14614.09	18363.31	9136.46	10885.00	5477.63	7178.31
1994	20532.41	38895.72	16778.24	27663.24	3754.17	10932.45
1995	22026.63	60922.35	21498.36	49161.60	528.27	11460.72
1996*	7087.09	68009.44	5682.36	54843.96	1404.73	12865.48

FONTE: Informativo CVM abril de 1996. \* dados até abril



A legislação, quanto a estes recursos, não impõe regras de diversificação de portfólios nem prazos mínimos de permanência dos recursos. A tabela abaixo mostra a composição das carteiras desses fundos:

TABELA II.4.9

## COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS - ANEXO IV

MÊS	PERCENTUAL (%)					(US\$ MILHÕES)
	AÇÕES	DERIVATIV	DEBENTUR	OUTROS	M.PRIVATI	VOLUME
abr/95	84.87	2.32	6.80	0.77	5.24	15.078,76
mai	85.84	1.24	7.89	0.64	4.39	16.994,40
jun	85.19	2.13	7.61	0.65	4.42	16.923,08
jul	84.78	2.96	7.57	0.57	4.12	18.583,45
ago	86.46	3.19	5.94	0.66	3.75	20.634,34
set	86.35	3.01	6.02	0.50	4.12	19.751,42
out	86.51	1.89	7.22	0.59	3.79	18.969,70
nov	88.95	1.28	5.75	0.30	3.72	18.810,14
dez	89.46	1.09	5.54	0.23	3.68	19.650,33
jan/96	90.84	0.04	4.72	0.88	3.52	20.711,54
fev	90.33	0.04	4.46	1.03	4.14	20.588,06
mar	89.79	0.09	4.75	1.05	4.32	19.439,97
abr	89.13	0.09	5.79	1.04	3.92	19.834,29

FONTE: INFORMATIVO CVM abr/96

As tabelas acima ainda chamam a atenção para “um fato geralmente negligenciado na discussão sobre o movimento de capital, a saber, a diferença entre o saldo líquido (ingresso menos retorno) e o valor atualizado de mercado dos ativos internos de propriedade de não-residentes”. (Gonçalves, R.; 1996: 152). Pode-se perceber que enquanto o primeiro valor era de US\$ 12,9 bilhões em abril de 1996, o segundo era de US\$19,8, o que significa que o passivo externo efetivo era em torno de 55% superior ao ingresso líquido de recursos. Desta forma, em o capital estrangeiro conseguindo dinamizar a Bolsa de Valores e estimular a transferência de poupança interna para este mercado, maior tende a ser o seu ganho, e maior será a dívida externa do país, independentemente destes recursos terem gerado investimentos paralelos que produzissem as condições de pagamento.

Os dados da tabela acima também mostram a elevada concentração destes recursos em ações. Considerando os valores de ingresso e saída de recursos destes fundos conclui-se que eles são os grandes responsáveis pelo crescimento do volume negociado nas Bolsas brasileiras no período recente.

TABELA II.4.10  
VOLUME NEGOCIADO - BOVESPA

(US\$ milhões)

PERÍODO	A VISTA	TOTAL	A VISTA (diário)	TOTAL (diário)
1991	7416	8532	30	35
1992	16167	18290	65	74
1993	30398	38554	123	157
1994	70059	88206	286	360
1995	57367	69447	234	283
1996 (até julho)	47764	54713	332	380

FONTE: Informativo CVM e Revista da Bolsa

Deve-se notar que os “mercados de capitais latino-americanos são tipicamente pequenos, voláteis e particularmente vulneráveis aos desenvolvimentos no mercado de capitais internacionais. Enquanto a capitalização de mercado tem crescido universalmente no passado recente para todos os maiores mercados latino-americanos, isto foi primariamente induzido por um aumento nos preços dos ativos.” (Calvo; G.A. et alli (1992:15)) Não houve um aprofundamento significativo, mas na realidade um aumento da volatilidade, não percebendo-se, por exemplo, nenhuma clara tendência ao aumento no número de empresas listadas em Bolsa, que poderia sinalizar uma maior vinculação do setor produtivo com este mercado.

TABELA II.4.11

## NÚMERO DE COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS EM BOLSAS NO BRASIL.

(dezembro)

ANO	1992	1993	1994	1995	1996*
Nº Cias Abertas	861	840	846	874	888

FONTE: CVM

\* posição em abril

Os dados apresentados nas tabelas anteriores mostram que efetivamente houve um aumento das transações em Bolsa, mas que, por outro lado, percebe-se uma profunda oscilação nos indicadores, como pode ser visto pelas médias diárias negociadas e pelo comportamento do IBOVESPA no período recente. A importância dos investidores estrangeiros na Bolsa pode ser vista na tabela abaixo.

TABELA II.4.12

## PARTICIPAÇÃO (%) DOS INVESTIDORES NO MERCADO: BOVESPA

DATA	Pessoas Físicas	Inv. Institucion.	Inv. Estrangeir.	Inst. Financeira	Empresas
JUNHO/94	10.9	17.2	20.4	42.7	8.7
JUNHO/96	10.3	13.0	23.4	50.5	2.7

FONTE: REVISTA DA BOLSA

Apesar do maior volume de negociações com a ampliação da liquidez propiciada pelos investidores estrangeiros, este mercado ainda permanece extremamente concentrado em algumas ações como pode ser visto na tabela abaixo. Percebe-se que, no período recente, o grau de concentração até se elevou, com a ação mais negociada passando a responder isoladamente mais de 70% do volume negociado. E, além disso, a tabela nos permite visualizar a persistência de duas características que já destacamos no capítulo anterior: o predomínio das empresas estatais e das ações preferenciais.

**TABELA II.4.13**  
**GRAU DE CONCENTRAÇÃO DAS 10 AÇÕES MAIS NEGOCIADAS NA BOVESPA**  
(ACUMULADO - %)

AÇÃO	JUNHO/94 (%)	AÇÃO	JUNHO/96 (%)
Telebrás PN	51.85	Telebrás PN	71.15
Petrobrás PN	59.19	Eletróbrás PNP	75.05
Eletróbrás PNP	65.30	Telebrás ON	78.50
Eletróbrás ON	69.52	Petrobrás PN	81.30
Vale Rio Doce PN	73.31	Eletróbrás ON	83.39
Aracruz PN	76.42	Usiminas PN	85.07
Telesp PN	78.16	Vale Rio Doce PN	86.54
Banco Brasil PN	79.67	Telesp PN	87.62
Cemig PN	81.05	Brahma PN	88.62
Usiminas PN	82.35	Cemig PN	89.59

FONTE: REVISTA DA BOLSA

O predomínio das estatais também pode ser avaliado pelo valor de mercado das empresas negociadas na BOVESPA. O aumento verificado no valor de mercado das empresas reflete os aumentos nos preços das ações decorrentes do maior volume de negociações.

**TABELA II.4.14**  
**VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA**  
(US\$ MILHÕES)

EMPRESAS	OUT/92	JUN/94	JUL/96
TELEBRAS	4939	11194	21790
ELETROBRAS	2480	11145	15001
PETROBRAS	1739	7857	9883
TELESP	1157	4270	9720
VALE DO RIO DOCE	2806	4786	8070
SUB TOT. - IBOVESPA	29870	74890	123732
TOTAL GERAL	45601	105918	189206

FONTE: REVISTA DA BOLSA

No mercado de capitais, os recursos que efetivamente se direcionam para a atividade produtiva, isto é, para o financiamento empresarial, quer seja para capital de giro quer para investimento são os captados a partir de emissões primárias de títulos. As negociações no mercado secundário significam uma simples transferência de propriedade sem

gerar recursos adicionais. Pela tabela abaixo podemos perceber que a maior liquidez propiciada no mercado secundário estimulou um maior lançamento de títulos no mercado primário, como pode ser visto pela tabela abaixo.

TABELA II.4.15

## EMISSÃO REGISTRADA DE AÇÕES E DEBÊNTURES POR TIPO

ANO	AÇÕES			DEBÊNTURES		(US\$ milhões)	
	ORDINAR	PREFERE	TOTAL	SIMPLES	CONVERS	TOTAL	TOTAL
1993	408.11	161.99	570.10	2577.10	476.94	3054.04	3624.14
1994			2590.65			3303.84	5894.49
1995	653.34	1458.33	2111.87	6561.97	1011.98	7573.95	9685.82
1996*	152.48	203.72	356.20	1627.96	568.87	2196.83	2553.03

FONTE: CVM.

\* até abril

Percebe-se que entre os períodos 1993/94 e 1994/95 houve aumentos de respectivamente 63% e 64% nas emissões primárias, sendo que comparando 1995 frente a 1993 observou-se um crescimento de 167% nas emissões. Apenas para efeitos de comparação pode-se perceber que em 1995, considerando-se que o crescimento do estoque de haveres financeiros na economia em 1995 foi de US\$ 50769 milhões - US\$ 258.152 (milhões) em dezembro/95 frente à US\$207.383 milhões em dezembro de 1994<sup>42</sup> -, a emissão primária de ações mais debêntures correspondeu à 19% do fluxo de poupança financeira. A emissão primária de títulos no mercado de capitais foi praticamente igual aos desembolsos do BNDES em 1994, e superou este último em 1995, quando os desembolsos do Banco situou-se na faixa dos US\$ 7,5 bilhões.

Deve-se destacar, porém, que a taxa de investimento da economia, apesar de uma pequena retomada em 1995, ainda continua bastante deprimida. A dificuldade é saber até que ponto os recursos assim captados pelas empresas direcionaram-se a projetos de investimentos ou tratou-se de meros processos de reestruturações de dívidas e capitalizações de empresas em um contexto de taxas internas de juros bastante elevadas, ou ainda, de readequações patrimoniais (fusões e incorporações de empresas): processos que não significam ampliação da capacidade produtiva da economia.

Outra forma aberta às empresas para captarem recursos no exterior é o lançamento de recibos de depósitos de ações (DRs) que foi regulamentado pelo Anexo V. “Embora do ponto de vista cambial as duas operações tenham o mesmo impacto, os anexos

<sup>42</sup> Dados obtidos em ANDIMA: Retrospectiva 1995 p. 91.

IV e V são concorrentes entre si. O primeiro busca atrair recursos para a bolsa nacional enquanto o segundo exporta ações para as bolsas e mercados estrangeiros. O Anexo IV aumenta o volume de negócios e a liquidez das bolsas brasileiras, enquanto o contrário ocorre com o anexo V. (...) para o investidor estrangeiro há fortes motivos para a preferência pelo recibo de depósitos. O investimento não envolve risco país e risco cambial, além do investidor estrangeiro ser mais habituado com a mecânica de transação do mercado de seu país, em termos de procedimentos operacionais e prazos de liquidação." (Ferreira, C.K.L.; 1996: 142-144)

Apenas as melhores empresas conseguem realizar este tipo de operação: tanto pelo nome, situação financeira e por conseguirem cumprir as exigências do SEC (Securities and Exchange Commission). Neste sentido pode-se esvaziar o mercado de capitais no Brasil, exportando as negociações das melhores empresas, ampliando o risco e a volatilidade do mercado nacional, ao se concentrar em empresas de segunda linha.

A tabela abaixo mostra os lançamentos realizados de DR até o momento. Percebe-se que os valores são expressivos, correspondendo a 66% do volume de emissão primária em 1995. Um dado interessante da Tabela refere-se a participação de aproximadamente 61% do lançamento da Telebrás no total de lançamentos. As empresas do setor elétrico respondem por aproximadamente 16% do total, a Vale do Rio Doce em torno de 4,5% e as siderúrgicas privatizadas por aproximadamente 7%. Esta distribuição reflete, em primeiro lugar, a forte dependência em relação às estatais, o que pode ser explicado pela tendência de privatização destes setores, como por significarem menores riscos e como dissemos serem empresas de maior porte. A Telebrás, dado o interesse existente no setor de telecomunicações, representa mais da metade das negociações nas Bolsas nacionais e comanda o processo de inserção de empresas brasileiras em bolsas no exterior.

Pelos dados apresentados nesta seção percebe-se que os recursos externos podem efetivamente contribuir para a dinamização do mercado interno de capitais e que podem constituir importante fonte de recursos para o financiamento de um novo processo de desenvolvimento. A questão que se coloca é quais recursos podem contribuir para isso. Os recursos de curto prazo que são predominantes no caso brasileiro, desempenham um importante papel que é ampliar a liquidez do mercado. Mas por outro lado, a instabilidade que estes geram em termos de volatilidade do preço dos ativos, e seus impactos sobre a política

cambial e sobre as finanças públicas coloca dúvidas sobre o efeito líquido de sua presença ao diminuir a poupança tanto do setor público como dos setores *tradeables*.

Conforme destacado por Pellegrini, J.A. (1995), a opção não é afugentar os recursos externos, mas ampliar o grau de controle sobre os mesmos e facilitar o manejo da política econômica. Para tal, deve-se melhorar a qualidade dos recursos ingressantes, em termos de prazo e destino, financiando investimentos e não simplesmente provocando valorizações instáveis de papéis. O autor citado destaca a necessidade de alterar as modalidades de acesso aos recursos externos privilegiando, por exemplo, o *project financing*, os DRs e as dívidas securitizadas de longo prazo. Além disso vê a possibilidade da introdução de algumas restrições a determinados tipos de operações e defende a necessidade da maior coordenação de políticas e uma maior participação dos países em desenvolvimento nos órgãos internacionais, que teriam um papel ampliado para lidar com o fluxo mais intenso de recursos internacionais<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> Estas últimas propostas também aparecem no trabalho de Bacha, E.L. (1993), onde o autor propõe entre outras coisas a participação dos países em desenvolvimento nas decisões do G-7 e o fortalecimento de agências como o FMI e o BIS.

TABELA II.4.16  
LANÇAMENTOS DE RECIBOS DE DEPÓSITOS.

COMPANHIA	TIPO DE AÇÃO	QTDE AÇÕES	VOLUME US\$ M
Aracruz	PNB	17569800	311.9
Telebrás	PN	7190530600	3866.1
Votorantin Cel	PN	30888200	5.8
COPENE	PNA	5192300	26.0
CEMIG	PN	1923073300	481.8
CSN	ON	441073600	123.7
Suzano	PN	101500	3.8
Eucatex	PN		0.0
Teka	PN	1500000	0.0
Vale do Rio Doce	PN	1550900	281.9
CESP	PN	457998900	140.3
Alpargatas	PN	1414600	1.3
Alpargatas	ON	40500	0.0
Iochpe-Maxion	PN	10657200	11.5
Bombril	PN	16089600	2.7
CTM Citrus	PN	85000	0.0
Refripar	PN	1729294000	42.5
Agroceres	PN		0.0
Acesita	PN	673741500	28.2
Acesita	ON	78173800	3.0
CELESC	PNB	49400	0.3
USIMINAS 144 A	PN	11567300	131.1
USIMINAS - Reg S	PN	12384800	140.3
Ceval	PN	117555600	13.1
Tubarão	PNB	59427300	11.8
Klabin	PN	1539600	15.1
Rhodia-Ster	ON	6443400	53.0
Eletrobrás	PNB	109551600	268.3
Eletrobrás	ON	84265300	200.8
Bahia Sul	PNA	12000	0.0
Makro	ON	5064200	38.6
Lojas Americanas	PN	100034400	23.0
Pão de Açúcar	PN	728104900	109.4
Lojas Arapuã	PN	167557000	17.1
Petrobrás Distribuidora	PN	25420500	5.3
Belgo Mineira	PN		0.0
TOTAL		14007952600	6385.9

FONTE: CVM

Apesar de concordarmos com as colocações acima, a implementação das mesmas envolve uma série de dificuldade. Tanto a maior coordenação como o fortalecimento de agências supranacionais envolvem questões políticas, como ficou exemplificado nas tentativas de intervenção coordenada dos bancos centrais alemão, japonês e norte-americano, na década de 80, nas políticas de desvalorização e defesa do dólar. A assimetria de poder, ainda existente entre os países desenvolvidos, dificultam a emergência de um jogo cooperativo onde os

interesses coletivos se sobreponham aos interesses individuais. Isto dificulta o fortalecimento de instâncias supra-nacionais, onde os países teriam que abrir mão da autonomia a favor destas instâncias. E dificulta ainda mais incorporar os interesses dos países em desenvolvimento.

Quanto a melhorar os instrumentos de captação, a dificuldade que se coloca é aquela já levantada por Bacha: como separar o bom do ruim? Para aumentar a participação dos recursos de mais longo prazo, uma necessidade que se coloca é a retomada do crescimento, que melhore as perspectivas dos investimentos, estimulando tanto a entrada de recursos voltada para as atividades produtivas por parte de investidores estrangeiros, como as firmas brasileiras a buscarem recursos no exterior para financiarem expansão de capacidade produtiva e não para obterem ganhos de arbitragem. Portanto, fazê-lo em um contexto recessivo é extremamente difícil.

Dada a instabilidade do fluxo de recursos externos não é possível ancorar um novo padrão de financiamento nestes recursos. Os riscos de saída colocam como uma necessidade para se evitar flutuações profundas no investimento a constituição de uma base interna de recursos, utilizando-se a captação de recursos externos de forma complementar, mas não como agente principal. Isto é uma necessidade, inclusive porque as empresas brasileiras apesar de captarem no exterior a um custo bastante inferior ao que obteriam internamente ainda pagam taxas elevadas se comparadas internacionalmente, o que as coloca em condições desfavoráveis frente a concorrência. Logo, torna-se necessário desenvolver fontes internas de recursos, onde as empresas consigam captar recursos em condições semelhantes as enfrentadas pelas empresas dos demais países.

#### **4.4 - OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: OS FUNDOS DE PENSÃO.**

Em termos de fontes internas de recursos destaca-se o crescimento verificado nos chamados investidores institucionais. Vimos na seção anterior que este grupo vem assumindo cada vez mais um papel de destaque a nível mundial. A retração dos bancos e do modelo baseado na intermediação financeira em favor do mercado de capitais (endividamento direto) tem aumentado a importância destas instituições.

Além disso, em todas as economias que possuem mercado de capitais desenvolvidos, estas instituições apresentam um papel de destaque principalmente enquanto



estabilizadores de mercado devido ao seu comportamento, em geral, anti-cíclico e pelo fato de se constituírem praticamente em mercados cativos para as ações e para os títulos de longo prazo. Destacam-se entre os investidores institucionais os fundos de pensão (entidades de previdência privada) as companhias de seguro e os fundos mútuos.

No Brasil as entidades de previdência privada fechada, juntamente com os fundos administrados pelos bancos, são as mais representativas dentro do grupo dos investidores institucionais. As seguradoras ainda são de pequenas dimensões, como pode ser visto na tabela abaixo.

**TABELA II.4.17**  
**VALOR DAS CARTEIRAS DE APLICAÇÕES DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS**  
Saldos em US\$ bilhões - posição de dezembro

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
EFPP	8.7	7.6	10.5	15.9	16.1	18	22	32.6	53.9
FACP		3.3	8.1	20.9	6.4	9.6	10.7	7.8	6.1
SEG.	1.1	0.9	1.7	1.5	0.7	nd	nd	nd	3.0
FMRF	0.9	0.9	1.5	1.5	0.4	1.9	2.6	5.8	7.0
FMA	2.1	0.6	0.8	1.1	0.3	0.6	0.6	2.5	3.0
FC	-	-	-	-	-	-	5.2	8.7	17.3
EPPA	0.6	0.2	1.0	0.7	0.2	nd	nd	1.5	1.6
IIE	-	-	-	-	-	-	2.2	10.4	13.0
TOT.	13.4	13.5	23.6	41.6	24.1	30.5	44.5	69.3	105

FONTE: BANCO CENTRAL

Onde: EFPP (Entidades Fechadas de Previdência Privada) - a partir de 1991 dados da ABRAPP; FACP (Fundo de Aplicação de Curto Prazo, a partir de 1991 corresponde aos recursos do FAF); SEG (companhias de seguros); FMRF (Fundo Mútuo de Renda Fixa); FMA (Fundo Mútuo de Ações); FC (Fundo de Commodities); EPPA (Entidades de Previdência Privada Abertas); IIE (Investidores Institucionais Estrangeiros - Resolução 1289)

OBS: Os dados referentes a 1994 são de diferentes meses: EFPP (out); EPPA e SEG (jun) e o resto maio. O total de recursos é menor que o apresentado na Tabela, pois por exemplo, os IIE aplicam parcela no Fundo e em outros fundos, o mesmo vale para as EFPP e para as demais. Assim, existe uma certa dupla contagem.

A expectativa é que estes dois grupos apresentem um grande crescimento no futuro, em decorrência da crise da seguridade social no Brasil e de uma série de propostas que visam limitar o grau de cobertura e a abrangência da proteção pública; abrindo maior espaço para a participação do setor privado. Nesta seção faremos uma pequena análise do desenvolvimento recente dos fundos de pensão, suas perspectivas e seu comportamento quanto a aplicação dos recursos.

A previdência é colocada em vários modelos econômicos como o motivo que justifica a poupança, como por exemplo, no modelo do Ciclo de Vida de Modigliani, os indivíduos poupam quando são jovens para consumirem quando forem velhos. Isto é, faz-se

poupança para enfrentar uma queda previsível no nível de renda, ou seja, a previdência é um mecanismo inter-temporal de proteção da renda individual. Para que isto seja possível, deverá haver, no momento em que a pessoa estiver abandonando a força de trabalho, um excedente de produto que possa ser transferido dos indivíduos ativos para os inativos. Neste sentido, a previdência é, sempre, uma transferência inter-geracional de renda, independentemente da forma como seja organizado o sistema<sup>44</sup>.

Esta transferência pode ser de distintas maneiras. Os dois principais tipos são: o Sistema de Repartição Simples (SRS) e o Regime de Capitalização (RC). O primeiro baseia-se no fluxo de caixa: as contribuições de hoje financiam os benefícios de hoje. Mostra-se com toda clareza, a transferência inter-geracional. Neste regime, há uma maior dificuldade em fazer com que os benefícios reflitam o esforço de contribuição, pois os benefícios parecem depender da contribuição dos outros e não da própria. Neste sentido, torna-se necessário a presença de um agente "legal" (coerção), que dê garantias à geração contribuinte de hoje, que no futuro haverá uma geração disposta a contribuir para pagar-lhes os benefícios, ou que este agente possa responsabilizar-se pelos encargos na inexistência de contribuintes. Assim, segundo alguns autores, pelo fato de perder-se de vista a relação contribuição-benefício neste sistema, e, pelo benefício parecer garantido *a priori*, cria-se um desestímulo à poupança<sup>45</sup>. Neste regime, a alíquota de contribuição depende da relação entre o valor do benefício médio e o salário médio; da relação entre o número de beneficiários e o número de contribuintes. Sendo assim, a saúde financeira do sistema depende de fatores conjunturais que determinam o nível de emprego e de salário; de fatores institucionais que determinam as condições de acesso aos benefícios (idade, por exemplo) e de fatores estruturais, como a estrutura etária da população e as condições do mercado de trabalho, por exemplo, o grau de informalidade da força de trabalho.

No segundo tipo, o RC, as contribuições dos indivíduos vão sendo acumuladas em um fundo e capitalizadas, cujo resultado final determinará o tamanho do benefício, ou seja, depende diretamente do esforço de contribuição dos indivíduos e do rendimento do fundo<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup> Já a Assistência Social é uma transferência tanto intra como inter geracional.

<sup>45</sup> Isto ocorreria mesmo que só tivesse direito ao benefício quem contribuiu. O indivíduo sempre terá um estímulo a contribuir menos, na expectativa de que o valor presente dos benefícios supere o das contribuições.

<sup>46</sup> Estamos considerando planos de contribuição definida, onde os indivíduos sabem qual será o valor da contribuição mas não do benefício. Outro tipo de plano é o de benefício definido, onde o valor da contribuição passa a ser incerta de acordo com o rendimento do fundo.

Neste caso, como o benefício reflete o esforço individual, alega-se haver um maior incentivo a poupança neste sistema<sup>47</sup>. Esta poupança teria uma vantagem adicional, que é constituir-se recursos de longo prazo, uma vez que os indivíduos contribuem durante vários anos, para só após este tempo, receberem os benefícios. Como o objetivo dos administradores de fundos é obter o máximo rendimento possível, a tendência é aplicar em ativos de longo prazo, que são compatíveis com a estrutura de captação e com as necessidades de pagamentos dos fundos. É pela aplicação destes recursos que os fundos de pensão assumem um papel de destaque no financiamento dos investimentos da economia.

Se no SRS tem-se a aparência de não existir vínculo contribuição-benefício, no RC perde-se a idéia de que a previdência é, sempre, uma transferência inter-geracional. O benefício no caso do RC corresponde a uma venda de ativos acumulados, assim, para que ele exista, deve haver indivíduos (contribuintes) dispostos a comprar estes ativos. No SRS o problema demográfico é sentido diretamente na relação contribuintes/beneficiários. No RC, este problema pode aparecer através de uma depressão no preço dos ativos financeiros, quando o envelhecimento populacional pode provocar um excesso de oferta de ativos financeiros; neste momento, aquilo que julgava-se ser um poder de compra real, não se verifica pela descapitalização dos ativos.

O RC possui um problema adicional em sociedades com alta concentração de renda, que é excluir grande parte dos indivíduos do sistema por não conseguirem ao longo de toda a vida ativa acumular um fundo suficiente para garantir uma renda mínima na aposentadoria. Já no SRS é mais fácil introduzir-se elementos redistributivos - por exemplo, contribuição sobre o total de rendimentos mas benefício limitado a determinado teto.

No Brasil, o sistema previdenciário foi concebido originalmente para ser do tipo capitalização. Com o tempo, conforme foi se ampliando a cobertura do regime (universalização), o sistema foi introduzindo uma maior dosagem de elementos redistributivos passando para o regime de repartição. O sistema entrou em profunda crise na década de 80, tanto por alterações demográficas como pela recessão - diminuição no emprego, queda dos salários, maior informalidade da mão de obra e sonegação.

É interessante observar, que crises nos sistemas previdenciários, ocorreram em todo mundo devido ao envelhecimento populacional que tem se verificado. Com isso, várias

---

<sup>47</sup> Eliminar-se-ia os efeitos *free-rider* e o *moral-hazard*.

reformas vem se efetivando, em diversos países, com vistas a conviver com a nova realidade. A tendência geral destas reformas têm sido a elevação da idade mínima para aposentadoria, que no caso dos países desenvolvidos passou para a faixa dos 65-70 anos, e diminuição no grau de cobertura oferecido pela previdência pública básica com desenvolvimento paralelo de formas de previdência complementar. Este foi o caso dos EUA, Inglaterra, Alemanha, Itália, etc.

O exemplo mais radical de reforma foi o chileno. Neste país, a reforma adotada em 1980, substituiu o antigo sistema de previdência de administração pública, baseado no regime de repartição, por um regime de capitalização com administração privada. Esta substituição sustenta-se na crença de que no regime de capitalização não ocorram déficits<sup>48</sup>, uma vez que o total de benefícios corresponde ao total de contribuições acumuladas, e por outro lado que este sistema seria mais “barato” para os indivíduos, uma vez que a administração privada, sob os auspícios da concorrência levaria a uma maior eficiência<sup>49</sup>. E, além disso, colaboraria com o incremento da poupança de longo prazo, para o financiamento da acumulação, e com a redução do déficit público para a estabilização. É a crença na superioridade do mercado.

Alguns pontos merecem ser analisados na sequência da reforma. A transição de um sistema para outro, implicou um grande aumento do déficit público, uma vez que o Estado deveria arcar com os antigos beneficiários e repassar aos indivíduos que se encontravam na

---

<sup>48</sup> Este é outro ponto que merece análise mais detalhada. O resultado deste regime depende do comportamento dos mercados de ativos. Um fato recente nos EUA, no final da década de 80, mostrou que os fundos não estão imunes a crises. A ocorrência de problemas na capitalização, em fundos de benefícios definidos, faz com que estes possam não conseguir honrar seus compromissos. Com as crises no mercado imobiliário que ocorreram naquele país, após uma bolha especulativa, e o crack da Bolsa, fizeram com que os fundos ficassem descobertos e, para evitar a quebra do sistema, o Tesouro teve que transferir recursos para o sistema. No Chile, apesar de o sistema ser privado, o Estado funciona como garantidor em última instância.

<sup>49</sup> A crença de que o regime de capitalização é melhor do que o de repartição também dominou os analistas brasileiros. No que diz respeito aos custos para os contribuintes nos dois sistemas, algumas simulações mostram não haver diferença entre os dois, no caso brasileiro. Para que o benefício reponha 80% do salário médio do indivíduo tem-se o seguinte: (I) para o regime de repartição, considerando-se uma taxa de desemprego de 5% e a idade de aposentadoria 60 anos, a contribuição deveria ser de 12,63% do salário e (ii) no regime de capitalização, considerando-se 40 anos de contribuição e uma taxa de capitalização de 3% a.a., a contribuição deveria ser de 12,79% do salário. Algumas hipóteses simplificadoras foram adotadas na simulação, para que chegassemos nos dois sistemas funcionando em termos ideais. A adoção de uma taxa de capitalização de 3% a.a. deve-se ao fato de que no longo prazo esta não pode superar a taxa de crescimento do produto, assim considerando-se o atual estágio da economia brasileira, trabalhar com uma taxa de capitalização de 6% a.a. para um período de 40 anos, como fazem algumas análises é um grau excessivo de otimismo. Para maiores detalhes e para outras simulações comparando os dois regimes, ver Toneto Jr, R., Gremaud, A.P. e Ishikawa, S. (1993).

posição de contribuintes, o valor das contribuições realizadas, sendo que agora, não contava mais com a receita, só com a despesa. No Chile, este problema foi minorado, pois no momento da reforma previdenciária, já havia ocorrido uma reforma fiscal e o governo apresentava vultosos superávits primários, apesar disso foi bastante grave, e o impacto imediato foi a redução da poupança nacional. Um segundo ponto, é que como dissemos, a sustentabilidade de um regime baseado na capitalização, depende da existência de mercados de capitais organizados, para viabilizar a acumulação e valorização das reservas. No caso chileno, isto não existia, assim, ao longo da década de 80, o principal destino dos recursos acumulados pelas AFP (administradoras de fundos de pensão) foram os títulos públicos colocados para viabilizar a transição. Como o acúmulo de reservas nos fundos é muito maior do que a economia chilena consegue suportar em termos de acumulação de capital, iniciou-se um processo de liberalização, permitindo aos fundos a aquisição de ativos no exterior. Percebe-se, portanto, que para que a poupança gerada internamente seja utilizada no próprio país, o estado deve incorrer em constantes déficits, caso contrário, para garantir a valorização da poupança é necessário permitir a sua fuga para o exterior, o que é complicado se pensarmos o nível de desenvolvimento do país. Caso não haja um aumento do investimento estes recursos podem simplesmente alimentar processos especulativos sem gerar condições futuras de pagamento.

No Chile, ao longo da década de 80 houve uma grande valorização dos ativos financeiros tanto pelo direcionamento da poupança previdenciária para o mercado de capitais como pelo ingresso de recursos externos. Isto coloca sérias dúvidas sobre a capacidade futura dos fundos honrarem seus compromissos uma vez que caso não haja um crescimento contínuo na demanda por ativos financeiros, estes podem sofrer uma depreciação fazendo com que o poder de compra que se julgue acumulado não garanta a renda esperada. No último ano, por exemplo, os fundos previdenciários chilenos apresentaram valorização negativa (-3,7% acumulado até outubro). (Gazeta Mercantil 05/12/95: Relatório Previdência Privada, p.10). Caso isto se verifique, e o indivíduo não consiga acumular um fundo que lhe garanta um renda mínima estipulada pelo Estado, o último garante a diferença. Ainda neste relatório apresentam-se dois dados que mostram os limites do modelo chileno. Em primeiro lugar a taxa administrativa cobrada pelas AFPs chega a 20% do valor das contribuições, o que supera o custo administrativo do antigo modelo estatal que girava em torno de 10%. Este valor

extremamente elevado é viabilizado pelo elevado grau de concentração do mercado, com as AFPs sendo ligadas aos grandes grupos financeiros (bancos, seguradoras, etc). A alta taxa cobrada pelas AFPs, fazem com que o grau de adesão ao sistema seja relativamente baixa, restringindo-se a 56% da força de trabalho, basicamente assalariados do setor formal, que não possuem como escapar à compulsoriedade da aplicação. Desta forma, os que não fazem parte do regime irão no futuro pressionar o gasto estatal. Assim, apesar do regime ter permitido um grande desenvolvimento do mercado de capitais no Chile, percebe-se uma baixa cobertura e uma alta insegurança quanto ao valor do benefício futuro do contribuinte que só conta com a garantia estatal. Neste sentido significou uma profunda transferência compulsória de renda aos administradores.

No caso brasileiro, acredita-se em um profundo desenvolvimento das entidades de previdência privada, devido a crise vivida pelo sistema oficial e pelas propostas de limitá-la forçando os indivíduos a buscarem mecanismos complementares de previdência.

Apesar deste ser um segmento de regulamentação recente no Brasil, já haviam tentativas anteriores neste sentido: os chamados montepios e as caixas de pecúlios. Estas foram tentativas frustradas por estas instituições não terem conseguido cumprir suas promessas.

O documento básico que regulamentou o setor foi a Lei 6.435 de 15/07/1977. A partir da regulamentação observou-se um crescimento sistemático do número de instituições. De acordo com a regulamentação, as entidades de previdência privada são divididas em fechadas e abertas. As entidades fechadas (EFPP) são aquelas destinadas aos empregados e dirigentes de uma empresa ou grupo de empresas. Estas entidades não podem ter fins lucrativos e são constituídas em sociedades ou fundações, baseando-se em contribuições tanto dos empregados como dos empregadores<sup>50</sup>. As entidades abertas (EAPP) são aquelas que podem ou não ter fins lucrativos. Quando possuem fins lucrativos devem ser organizadas na forma de Sociedades Anônimas, e quando não possuem devem ser organizadas na forma de Sociedade Civil ou fundação. Estas entidades tem por finalidade a instituição de planos de concessão de pecúlios ou de rendas. Estas entidades são abertas a qualquer pessoa. O funcionamento destas instituições dependia de autorização da SUSEP (Superintendência de Seguros Privados).

---

<sup>50</sup> As regras de constituição e funcionamento das EFPP estão definidas no Decreto Lei 81.240 de 1978.

As entidades que cresceram e se desenvolveram pós-regulamentação foram, basicamente, as fechadas. As abertas por várias razões tiveram um pequeno crescimento: baixo nível de renda da população, associação das companhias abertas aos antigos montepios e caixas de pecúlio, falta de tradição deste mercado no Brasil, questões relacionadas ao mercado de trabalho (instabilidade do emprego, grande mercado informal, nível salarial, etc). Em 1990, por exemplo, 95% dos recursos do segmento estavam concentrados nas EFPP.

Este quadro pode ser explicado por vários motivos. As entidades abertas sem fins lucrativos são uma continuidade dos antigos montepios e padecem da imagem que estes formaram junto ao público. A má imagem destas instituições vem do fato de várias delas não terem conseguido honrar seus compromissos devido a erros de gestão, ou pelo fato de apresentarem planos de aposentadoria sem regime de capitalização, isto é, sem nenhum seguro contra a inflação, o valor dos benefícios eram dados em termos nominais e, portanto, corroídos pela inflação. Além disso, houve vários casos de irregularidades na gestão dos recursos, o que levou a necessidade de intervenção do governo em vários deles.

Vem-se buscando a modernização e uma nova imagem para o setor. Para aumentar a confiabilidade no setor tem-se por um lado vinculado estas instituições a empresas de seguro e, por outro lado, aumentado o capital mínimo necessário para que estas possam entrar em operação. Estas medidas deverão levar a uma concentração no setor. Recentemente, vários bancos começaram a oferecer planos previdenciários em antecipação a possível reforma que ocorrerá no setor. Com a entrada destes, acredita-se que, devido a maior capilaridade de sua rede de agências e poder de penetração junto ao público, o setor deverá apresentar um rápido crescimento nos próximos anos.

A instabilidade inflacionária era uma das principais dificuldades ao desenvolvimento das entidades abertas pois aumenta o risco das aplicações de longo prazo e do cálculo atuarial envolvido nestes planos. Com isso, estas empresas precisam elevar o preço do produto para poderem se proteger do risco, o que diminui a demanda, pois o retorno do capital aplicado nestes planos é menor do que o de outros ativos financeiros<sup>51</sup>. Como consequência tem-se um pequeno número de empresas de menor porte que oferecem estes

---

<sup>51</sup> Como dissemos antes, este tipo de plano constitui-se em um ativo alternativo para a alocação da poupança.

benefícios a seus funcionários e uma pequena demanda pelos indivíduos que preferem outras formas de poupança. Neste sentido, as EFPP oferecem uma maior atratividade.

O papel de vanguarda no desenvolvimento das EFPP coube às empresas públicas<sup>52</sup>. Em 1970 já havia sido criada a PETROS. Em 1978 haviam 4 entidades, as 4 ligadas ao setor público. Em 1980, das 99 entidades existentes, 66 eram do setor público. Ao longo da década de 80 observou-se um crescimento do número de entidades ligadas ao setor privado, sendo que em 1989 estas superaram (em quantidade) as do setor público; de um total de 235 entidades, 122 eram privadas e 113 públicas. Em 1993 haviam 272 entidades, sendo 162 do setor privado e 110 do setor público<sup>53</sup>.

TABELA II.4.18

## NÚMERO DE ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA PRIVADA FECHADA

ANO	SETOR PÚBLICO		SETOR PRIVADO		TOTAL
	NUMERO	PART. %	NUMERO	PART. %	
1978	4	100	0	0	4
1979	48	72	19	28	67
1980	66	67	33	33	99
1981	77	65	41	35	118
1982	84	65	45	35	129
1983	86	63	51	37	137
1984	89	62	55	38	144
1985	93	58	66	42	159
1986	97	56	75	44	172
1987	106	57	80	43	186
1988	112	52	105	48	217
1989	113	48	122	52	235
1990	114	47	130	53	224
1991	113	45	143	55	256
1992	110	41	156	59	266
JUN/1993	110	40	162	60	272

FONTE: ABRAPP.

Esta participação do setor privado em termos de número de entidades nos diz muito pouca coisa, uma vez que a maior parte do patrimônio está concentrado nas entidades públicas: a PREVI do Banco do Brasil é a maior entidade, sendo seguida à distância pela FUNCEF (Funcionários da Caixa Econômica Federal) e pela PETROS.

Este é um setor extremamente concentrado, onde a maior instituição detém isoladamente mais de 20% do patrimônio total do segmento, e as 5 maiores representam algo

<sup>52</sup> Isto também se verificou nos EUA, não é um caso típico do Brasil.

<sup>53</sup> A retração no número absoluto de fundos patrocinados por empresas públicas se refere ao fato de que algumas empresas públicas foram privatizadas, assim mudou-se a classificação, por exemplo, o fundo da USIMINAS.



em torno de 50% do total. Considerando-se as 20 maiores supera-se os 75% do total. O patrimônio das entidades patrocinadas pelo setor público respondia em 1990 por 88% do total, contra apenas 12% do setor privado.

A maior parte dos planos são do tipo benefício definido (algo em torno de 80% do total). O regime financeiro destas entidades é o de capitalização, diferentemente do sistema oficial que é o SRS. Dado que este sistema ainda não atingiu a maturidade, a criação ainda é recente, houve um grande crescimento das reservas destas instituições ao longo da década de 80. Estas passaram de US\$ 4,4 bilhões em 1983 para algo em torno de US\$ 53 bilhões em 1994. Deve-se notar que este valor oscila muito conforme o comportamento do mercado de ativos.

Apesar do rápido crescimento tanto do número de entidades, como do patrimônio total das EFPP, este setor ainda é relativamente pequeno no Brasil. Em termos de número de participantes, abrange menos de 3% da População Economicamente Ativa (PEA). As estimativas da ABRAPP sobre o potencial dos fundos para o ano 2000 apresentam os seguintes valores: o número de participantes pode atingir 8.700.000 o que corresponderia a 7,77% da PEA; os ativos dos fundos podem saltar para 18% do PIB, superando os US\$100 bilhões; o número de empresas patrocinadoras pode saltar para 7.000 (que corresponde ao universo de empresas com mais de 1.500 empregados) com 1.200 entidades<sup>54</sup>. É sobre o potencial de crescimento destas entidades, que vários analistas acreditam no mercado de capitais como forma adequada de desenvolvimento de um financiamento de longo prazo para a economia.

Iniciou-se um processo de mudança no tratamento tributário destas entidades e das contribuições, aproximando-se da experiência internacional neste aspecto, qual seja: isentar as contribuições das empresas considerando-as como despesas e, portanto, abatendo-as da renda (lucro) tributável; e também isentar os ganhos de capital, fazendo com que os impostos só incidam sobre os benefícios, quando estes superem o limite de renda tributável, visando estimular seu desenvolvimento.

É importante salientar que, mesmo que todas as empresas aptas a criarem fundos de pensão o façam, o universo dos trabalhadores cobertos por estes fundos ainda será muito pequeno frente a População Economicamente Ativa do país, pois a maior parte dos

---

<sup>54</sup> A este respeito ver ABRAPP (1992).

trabalhadores estão vinculados à pequenas e médias empresas, além de todos os problemas existentes no mercado de trabalho brasileiro: instabilidade do emprego, informalidade, etc..

Um outro fator que deve limitar o crescimento destas entidades no futuro refere-se ao fato de o crescimento até o momento ter-se centrado especialmente em fundos ligados a empresas públicas. Durante muito tempo, as contribuições das empresas superaram em larga margem a contribuição dos funcionários. Recentemente havia sido limitada a relação 2 para 1, para as contribuições empresas/funcionários. Desta forma, pode-se dizer que grande parte do crescimento do setor tem sua origem última em recursos fiscais, fonte que é eliminada com o processo de privatização das empresas estatais.

Em alguns países desenvolveram-se regimes previdenciários complementares geridos pelo setor público (Inglaterra), e contas de poupança (previdenciária) individuais, com as mesmas vantagens fiscais dos fundos, como uma alternativa de aplicação para os indivíduos (as IRA - *individual retirement account* - nos Estados Unidos que são custodiadas por instituições financeiras). Estes mecanismos seriam os que teriam maiores condições de se desenvolverem no caso brasileiro devido as condições do mercado de trabalho e o baixo nível de renda da maior parcela da população. Poder-se-ia pensar em cadernetas de poupança vinculadas à aposentadoria, ou fundos de poupança programadas, com garantia do principal e de rentabilidade mínima pelo Estado, com administração feita por agências financeiras estatais, ou regulamentada pelo Estado, cujos recursos seriam direcionados para setores prioritários, em especial para a geração de emprego<sup>55</sup>.

A aplicação dos recursos das EFPP e das EAPP era extremamente regulada no caso brasileiro. O governo estipulava tanto limites máximos como mínimos por tipo de instrumento financeiro. Esta era uma das maiores queixas dos administradores de fundos de pensão, sob alegação de que ao estipular limites mínimos, o governo oficializa alguns "cartórios de poupança", que muitas vezes visavam objetivos conjunturais, sacrificando a rentabilidade dos fundos e sua saúde financeira a longo prazo, ou seja, capacidade de honrar os benefícios prometidos.

Até recentemente, as normas vigentes tinham por base a Resolução 1.362 de 30/07/1987 do BACEN, alterada parcialmente pelas Resoluções: 1.503 (28/7/88), 1.612

---

<sup>55</sup> Poderia ser um mecanismo semelhante à poupanças postal no Japão. A respeito deste instrumento ver BNDES (1993).

(23/6/89), 1.721 (27/6/90), 1.730 (13/7/90), 1.808 (27/3/91) e 1.860 (28/8/91). Tinha-se o seguinte quadro:

i) EFPP patrocinadas pelo setor público: a) 25% no mínimo em: OFND (Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento) e/ou títulos de emissão do BNDES - observado o mínimo de 15%; debêntures conversíveis em ações de emissão da SIDERBRÁS, inegociáveis, e debêntures conversíveis em ações de empresas estatais - observado o limite máximo de 10%; b) 25% no mínimo em ações de emissão de companhias abertas, observado o mínimo de 75% desse total em ações de companhias abertas controladas por capitais privados nacionais. Podem ser ações da mantenedora (desde que sejam companhias abertas) e as participações nas privatizações estão incluídas neste item; c) 5% no mínimo em letras hipotecárias de emissão da CEF, com prazo mínimo de um ano de emissão, e juros de 6,5% a.a. mais a atualização equivalente aos depósitos de poupança; d) 20% no máximo em imóveis de uso próprio ou não, e/ou subscrição de cotas de sociedades em conta de participação que tenha como objetivo a realização de empreendimentos imobiliários; e) 17% no máximo em empréstimos e/ou financiamentos aos participantes; f) Os recursos remanescentes, desde que respeitados os mínimos acima, poderão ser aplicados em: BBC's, NTN's, LFTE's (Letras Financeiras dos Tesouros Estaduais), LFTM's (Letras Financeiras dos Tesouros Municipais), TDA (Títulos da Dívida Agrária), CDB, Letras de Câmbio, Quotas de Fundos (FAF, Renda Fixa, etc), operações compromissadas (recompra/revenda), debêntures, cédulas hipotecárias, letras imobiliárias, letras hipotecárias, ou, ainda, em disponibilidades.

ii) EFPP patrocinadas pelo setor privado: a única diferença em relação às EFPP do setor público refere-se ao item a: 25% no mínimo, isolada ou cumulativamente em: OFND, LTN, LFT, Títulos da Dívida Pública Estadual, títulos de emissão do BNDES e demais bancos de desenvolvimento, TDA, cédulas hipotecárias e letras hipotecárias.

Percebe-se que a regulamentação era bastante restritiva, o que levou a um frequente desrespeito da mesma pelas entidades<sup>56</sup>. O não cumprimento das regulamentações é justificado pelas instituições como uma necessidade para a obtenção da remuneração mínima exigida às EFPP que é de atualização equivalente aos depósitos de poupança, ou seja, em média 6% reais a.a..

---

<sup>56</sup> Muitas vezes os próprios limites foram alterados por pressões das entidades que não seguiam a regulamentação.

Em 1994, as principais aplicações dos fundos eram as ações e os imóveis, que em conjunto respondiam por mais de 50% das carteiras dos fundos. Outra aplicação de destaque eram os depósitos à prazo, com uma participação de 18,5% no total de ativos das EFPP, sendo que para as do setor privado esta participação era bem mais elevada, atingindo 27% do total enquanto nas do setor público respondem por 16,8%. Esta situação revela algumas diferenças em relação à prevaescente ao longo da década de 80. A primeira constatação é a diminuição na importância (participação) dos títulos públicos. Enquanto na década de 80 estes situaram-se em praticamente todos os anos acima dos 30% (sendo que em alguns anos se aproximaram dos 40%), na década de 90 estes vem reduzindo sistematicamente a participação, estando agora abaixo dos 10%. A alta participação destes na década anterior não corresponde a um fenômeno restrito aos fundos de pensão, mas é um movimento da economia como um todo, em que a maior parte dos recursos ociosos corria para o financiamento do setor público e encontrava nestes títulos um abrigo garantido para a valorização dos recursos com uma alta rentabilidade.

Quanto às ações e aos imóveis, não é possível observar uma tendência, ou uma estabilidade na participação destes ao longo da década de 80. Um dos motivos para as profundas alterações nestas participações decorre do fato destes serem avaliados ao valor de mercado, grande parte das oscilações pode ser atribuída a estes movimentos meramente nominais, que se acentuaram com a sequência de planos econômicos no país. A constatação que podemos tirar com certeza é que, a partir do início da década de 90, estes tornaram-se as principais aplicações das entidades, e ao que parece vem apresentando um crescimento real, o que pode ser percebido pela grande participação dos fundos nos principais empreendimentos imobiliários e nos leilões de privatização, que são utilizados para as entidades se livrarem do estoque de títulos públicos que a regulamentação impunha que carregassem. Este último processo colaborou para reduzir a participação dos títulos públicos e ampliar a das ações.

Sendo as ações o principal instrumento de aplicação das EFPP já limita-se em muito o escopo das empresas que tem acesso a estes recursos, restringindo-se às companhias abertas, em geral as grandes empresas, marginalizando a maior parte das empresas nacionais de capital fechado e as pequenas e médias empresas, que são pela própria estrutura, as mais necessitadas de recursos e as que tem maiores dificuldades de obtê-los por outros meios. A importância que assume as EFPP no mercado acionário pode ser facilmente percebida. Em

primeiro lugar, estas contituem-se no maior ramo dos chamados investidores institucionais. O total de aplicações em ações destas instituições correspondia a aproximadamente 12% do total de ações negociadas nas Bolsas brasileiras. Desta forma o crescimento verificado no mercado de capitais brasileiro na década de 90 não se deve exclusivamente à volta dos recursos externos, mas ao crescimento das EFPP.

No mercado imobiliário, os investimentos concentram-se basicamente nos grandes empreendimentos: shopping centers e escritórios de alto padrão. Segundo dados apresentados na Gazeta Mercantil em 1/2/93, os fundos foram responsáveis em 1991 por cerca de 75% do valor negociado de escritórios de alto padrão em São Paulo. Em termos de metros quadrados úteis, os investimentos dos fundos corresponderam a algo em torno de 90% do total dos negócios em imóveis para escritório. A concentração neste tipo de negócios não contribui em praticamente nada para resolver a questão do financiamento imobiliário no Brasil.

Observa-se pela atuação dos fundos de pensão em seus dois principais segmentos de aplicação, o que poderíamos denominar de caráter não democrático, ou seja o acesso aos recursos destas entidades limita-se a uma pequena elite. Isto torna-se um problema ao pensarmos no volume de recursos existentes no país para o financiamento de longo prazo e compararmos com o volume de poupança gerada por estas entidades. O fluxo de recursos destas entidades se encontra no mesmo nível dos desembolsos feitos pelo BNDES. Ou seja, torna-se necessário utilizar estes recursos para ampliar o *funding* para financiamento de longo prazo no país, mas estes devem ser utilizados de forma menos discriminatória, isto é, deve-se ampliar o acesso das empresas com menores chances e para a infra-estrutura, de modo a colaborarem efetivamente com a retomada do desenvolvimento do país. Esta questão torna-se ainda mais relevante, se pensarmos no potencial de crescimento das mesmas, com a crise previdenciária e as pressões do governo por limitar o grau de cobertura da previdência pública.

TABELA II.4.19  
CARTEIRA CONSOLIDADA - FUNDOS DE PENSÃO.

APLICAÇÕES	DEZ/94 (US\$ Milhões)	DEZ/94 PART. %	NOV/95 (US\$ Milhões)	NOV/95 PART. %
AÇÕES	21537	39.1	14615	30.3
IMOVEIS	7929	14.4	7007	14.5
DEPÓSITOS A PRAZO	6320	11.5	8109	16.8
FUNDOS DE INVESTIMENTO	6847	12.4	3902	8.1
EMPRESTIMOS A PARTICIPANTE	1051	1.9	939	1.9
FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO	2541	4.6	3355	7.0
DEBENTURES	1021	1.9	2457	5.1
TÍTULOS PÚBLICOS	2098	3.8	2410	5.0
OUTROS1	1423	2.6	989	2.1
SUBTOTAL	50767	92.2	43783	90.8
OPERAÇÕES COM PATROCINAD.	4315	7.8	4449	9.2
TOTAL	55082	100.0	48232	100.0

FONTE: ABRAPP

“Em setembro de 1994 a resolução 2109 estabeleceu nova regulamentação para as aplicações financeiras das entidades fechadas de previdência privada, eliminando os limites mínimos. As aplicações em renda fixa (depósitos à prazo, letras hipotecárias, poupança e outros) não podem superar 80% das reservas técnicas, exceção feita a títulos públicos federais que não têm limite máximo. Os investimentos em ações ficaram limitados a 50% do total, enquanto o nível máximo para imóveis ficou em 20%. Operações com patrocinadoras dos fundos e compromissadas terão limite de 30%. Estipulou-se o prazo de 12 meses para a adequação dos fundos a estes novos parâmetros.” (Ferreira, C.K.L.; 1996: 159)

É importante ressaltar que a experiência mundial nos mostra que a forma de atuação, aplicação dos recursos, dos fundos de pensão se pauta pelas condições existentes, eles não criam novos mecanismos mas se adaptam ao que existe. A própria característica da poupança previdenciária faz com que os fundos de pensão tendam a adquirir ativos de longo prazo. Os pagamentos a serem efetuados pelos fundos são previsíveis e são de longo prazo, assim, podem manter uma pequena parcela de seus ativos na forma líquida, pois o risco de iliquidez é muito baixo. Os dois tipos de riscos que os fundos correm são erros de cálculo atuarial, quer devido a erros nas estimativas da taxa de mortalidade e de esperança de vida, quer por um retorno dos ativos menor do que a taxa utilizada no cálculo das contribuições e benefícios. Com esta característica, os fundos tendem a buscar ativos de longo prazo que possibilitem um maior retorno, pois o risco que este correm não é o de iliquidez. Neste sentido, percebe-se que um dos maiores entraves na economia brasileira, para os fundos

desempenharem seu papel de financiadores do desenvolvimento, é a existência de ativos de curto prazo com alta rentabilidade, liquidez e segurança. Assim, enquanto a estrutura de taxas de juros na economia estiver invertida, ou seja, o curto prazo com um retorno superior ao longo, não haverá vocação que fará os fundos de pensão aplicarem no longo prazo.

Uma proposta<sup>57</sup>, neste sentido, é a criação de um título de longo prazo a ser negociado pelas instituições financeiras, que os venderia junto aos fundos e repassaria os recursos às empresas de acordo com os critérios usuais de concessão de crédito. Esses financiamentos seriam oferecidos a uma taxa de TR + 12%a.a., com prazo de carência de 3 anos. Os bancos receberiam uma comissão (taxa) pela intermediação, digamos de 2%, e o restante seria a remuneração do título, aproximadamente TR + 10%a.a, o que estaria de acordo com a rentabilidade atuarial estipulada aos fundos. A atratividade desta proposta está em que este título não seria público, sendo da instituição financeira que o lança, devendo esta garantir a rentabilidade e o pagamento do título. Alguns atrativos adicionais poderiam ser colocados na proposta, como por exemplo, priorizar a empresa patrocinadora na hora da concessão do financiamento, oferecer o financiamento em melhores condições, quer de taxa ou de prazo para a patrocinadora, etc.

Surgiram uma série de propostas para que parcela dos recursos das EFPP fossem utilizados por agências financeiras ligadas oficiais. O BB, por exemplo, chegou a propor que estes recursos ampliassem o *funding* para o crédito agrícola, o que poderia ser feito ou direcionando-os para a poupança rural ou ainda para a aquisição de títulos lastreados em *commodities* agrícolas. Outra proposta é que parcela dos recursos seja utilizada para a aquisição de letras hipotecárias emitidas pela CEF ou outras instituições financeiras para a concessão de crédito imobiliário na faixa não subsidiada do mercado.

Ainda neste sentido, Pinheiro, A.C. (1994) desenvolveu um interessante trabalho, no qual busca mostrar formas viáveis, não compulsórias, de uma maior parceria entre o BNDES e as entidades. Segundo o autor, um dos grandes gargalos à retomada do crescimento é a infra-estrutura, e o BNDES contando apenas com recursos do Tesouro e do FAT teria dificuldade em atender a necessidade de recursos que se coloca. O banco precisaria buscar outras fontes para aumentar o volume de recursos, o que poderia ser conseguido por

---

<sup>57</sup> Apresentada em estudo elaborado pela Secretaria de Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo na gestão de Delben Leite.

meio de uma maior solidariedade com os fundos de pensão. Para isso, o banco deve limpar sua imagem do FND (Fundo Nacional de Desenvolvimento) do qual é o gestor e significou grandes prejuízos para as entidades, além de alterar-se a estrutura de taxas de juros na economia, acabando com a moeda financeira. As alternativas para a parceria são: aquisição de títulos do BNDES pelos fundos (se daria de forma individual); os fundos fornecendo um aporte periódico de parte de seus recursos para o BNDES (seria necessário alterar a regulamentação e só seria possível na forma de contrato coletivo com todos participando); e, os fundos como co-financiadores em projetos, juntamente com o BNDES, que seria o certificador da qualidade do empreendimento, a partir das análises de seus técnicos. Para viabilizar a canalização da poupança privada ao investimento em infra-estrutura, complementando os recursos públicos, torna-se necessário alterar a legislação, de modo a oferecer maiores garantias aos investimentos privados (o que independe do BNDES) e criar os mecanismos, que seriam os descritos acima.

A grande preocupação que deve se ter com a destinação de recursos das entidades de previdência privada é que estes sejam efetivamente direcionados para o incremento do investimento e não se percam em processos de valorização financeira em conjunto com os recursos externos, contribuindo para instabilizar ainda mais o mercado de ativos. A criação de um grande sistema de previdência administrado por uma entidade pública, que atuasse de forma contra-cíclica, poderia amenizar a flutuação dos mercados de ativos. Um fundo deste tipo ainda seria interessante, tanto por garantir o acesso de todos os indivíduos a este mecanismo de poupança como para forçar a concorrência entre os fundos privados, evitando os abusos realizados no caso chileno. Pela magnitude que assumiria este fundo ele serviria como indutor do comportamento dos demais, facilitando o melhor direcionamento dos recursos.



#### 4.5 - PRIVATIZAÇÃO, CONCESSÕES DE SERVIÇO DE UTILIDADE PÚBLICA E AJUSTE PATRIMONIAL DO ESTADO

O terceiro ponto elencado na reconstituição de um padrão de financiamento para a economia brasileira refere-se à privatização das empresas estatais. A privatização tem sido justificada em vários níveis, desde posições meramente doutrinárias *a la* Hayek<sup>58</sup> até discussões do ponto de vista técnico: (i) quanto a eficiência do setor privado frente ao setor público, em especial, pela introdução da concorrência, que permitiria melhorar a qualidade dos produtos e diminuir os custos ampliando o bem-estar social<sup>59</sup>, além do fato de que viabiliza-se o maior controle dos gerentes pelos acionistas (*take-overs*) e pelo crivo do mercado (falências); (ii) incapacidade do Estado prosseguir os investimentos necessários, dado a crise fiscal-financeira e as novas demandas que tem se colocado na forma de provisão, com preocupações ambientalistas, por exemplo, que ampliam os custos do investimento - a privatização viabilizaria tanto a continuidade de investimentos como a redução do estoque de dívida pública e uma melhora em termos de fluxo de recursos para o Estado diminuindo o déficit público; (iii) democratização da propriedade e maior controle sobre as empresas, o que muitos alegam ser a desprivatização do Estado, pela quebra de poder da burocracia e de seus vínculos com os interesses privados. Do ponto de vista da tese nos interessa a segunda razão apontada para justificar a privatização.

No caso brasileiro, apesar de iniciar-se no governo Sarney, a idéia de privatização só ganhou força no governo Collor, quando juntamente com o lançamento do Plano Brasil Novo - Collor I - instituiu-se o Programa Nacional de Desestatização (PND), que ficaria sob o comando do BNDES. Entre os objetivos do programa, "por ordem de importância, podem ser destacados: a) reordenamento estratégico do Estado; b) redução da dívida pública; c)

---

<sup>58</sup> "É usual justificá-la (a privatização) por meio de princípio doutrinário: de que ao Estado só cabe cuidar da justiça, segurança educação e saúde, devendo ser excluído das demais atividades que exerça. Este argumento é tão defensável (ou discutível) quanto o seu oposto: de que o Estado deve estar presente em todas as atividades que digam respeito ao 'interesse público', conceito este cuja elasticidade permite amplas variações em seu conteúdo. Evidentemente, neste plano - doutrinário - é difícil qualquer avanço crítico em relação ao problema da privatização." (Johnson, B.B., et alli, 1996: 113).

<sup>59</sup> Quanto a este aspecto, deve-se notar que o fator fundamental é a introdução da concorrência e não a propriedade privada. Transformar um monopólio público em privado em nada garante o maior bem-estar social, apenas substitui-se o agente apropriador do excedente, portanto justifica-se neste caso, em havendo a privatização, a ação reguladora do Estado que busque preservar os interesses sociais.

retomada de investimentos; d) modernização da indústria; e e) fortalecimento do mercado de capitais.”(IESP/FUNDAP; 1993(b): 90)

O programa foi colocado, inicialmente, junto com o programa de estabilização econômica, como uma importante fonte para reduzir as pressões fiscais, facilitando a reversão do profundo déficit público no último ano do governo Sarney, possuindo, portanto, um caráter eminentemente fiscalista<sup>60</sup>. Com o passar do tempo, deixou de ser um adendo ao objetivo macroeconômico ganhando autonomia em si mesmo, com o fortalecimento da razão de modernização econômica.

Quanto à forma de venda das estatais, pretendia-se, inicialmente, a colocação compulsória, junto a instituições financeiras, de títulos públicos usados única e exclusivamente para a aquisição de estatais: os certificados de privatização (CPs). Além destes títulos poderiam ser utilizados cruzeiros, cruzados novos (retidos no Banco Central) e dívidas vencidas da União, as chamadas “moedas podres” - debêntures siderbrás, títulos da dívida agrária (TDA), OFNDs, títulos da dívida externa (MDFA), sendo que, enquanto os primeiros seriam aceitos pelo valor de face nos leilões, para os últimos exigia-se um deságio de 25%. A proposta inicial dos CPs era de que as instituições o comprassem pagando em dinheiro. Várias queixas foram se colocando por parte do Sistema Financeiro, que eram agravadas, principalmente, no contexto de falta de liquidez pós-Plano Collor. O avanço do processo foi no sentido de permitir que as instituições utilizassem qualquer tipo de crédito que possuíssem contra a União (empresas da administração direta ou indireta).

Assim, o avanço do projeto de privatização foi acompanhado por um processo de securitização de dívidas da União. “A securitização de dívidas existentes tem uma dupla dimensão. Envolve inicialmente uma renegociação da dívida original em termos de valor do principal, prazo e juros, em que o Tesouro busca apropriar um ganho (desvalorização da dívida) em função da maior liquidez que terá a dívida após completado o processo. Em seguida, a dívida é transformada em um título com características de homogeneidade, divisibilidade, transparência e negociabilidade em mercado secundário, sendo então registrada no Sistema Securitizar da Cetip/Andima. A partir daí o título se torna uma “moeda”, que pode ser utilizada na liquidação financeira dos leilões de privatização”(Ferreira, C.K.L; 1996: 123).

---

<sup>60</sup> Colocava-se como objetivo no primeiro ano do processo arrecadar aproximadamente US\$ 9 bilhões com a venda de estatais (2,5% do PIB), o que contribuiria para gerar um superávit público de 2% do PIB em 1990. A respeito da evolução do PND no governo Collor ver IESP/FUNDAP (1993(b): 90-93).

Ao permitir esta operação reconstituiu-se um mercado para estes papéis viabilizando sua venda àqueles que desejassem participar dos leilões, permitindo ajustes patrimoniais de grandes detentores de dívidas contra a União. Percebe-se que “o processo de privatização brasileiro, no governo Collor, evoluiu de enfoque inicial centrado no ajuste compulsório, via Certificados de Privatização, para um esquema voluntário de troca patrimonial. Ao final do ano de 1991, estava legalmente definido um elenco de passivos públicos internos e externos - a chamada “cesta de moedas” - habilitados a se converterem em ações de estatais.” (IESP/FUNDAP; 1993(b): 103) Esta possibilidade, por um lado, tornava mais atrativo o processo de privatização e ampliava a flexibilidade, para os agentes interessados no processo. Como vimos no capítulo anterior o BNDES recorreu a este expediente para se desfazer de parcela dos ativos podres que carregava, substituindo estes títulos por créditos contra o setor privado. Com este expediente, a situação patrimonial e a qualidade dos ativos do BNDES melhoraram significativamente, facilitando a captação de recursos. Mas por outro lado, a utilização de “moedas podres”, levantou uma série de suspeitas quanto à justiça do processo, quanto à sua eficácia em termos de ajuste patrimonial do setor público e seu impacto sobre o déficit público, provocando um intenso debate sobre a utilização da cesta de moeda podres.

O primeiro aspecto a considerar neste último sentido, é o destino dado aos recursos obtidos com as vendas das estatais. Se os recursos forem direcionados para o financiamento de déficit público corrente estará se abrindo mão de um ativo sem que se resolva o problema: “reduziu-se o ativo estatal (e portanto a renda potencial derivada desse ativo) sem que houvesse qualquer redução dos gastos futuros (pois a receita da privatização foi utilizada para cobrir gastos correntes)” (Johnson, B.B. et alli; 1996: 117). Pode-se argumentar, entretanto, que, caso não houvesse a receita da privatização, o governo teria que financiar seu déficit no mercado e, caso a taxa de juros paga nos títulos da dívida pública fosse superior à receita decorrente da posse dos ativos das empresas estatais, a situação seria ainda pior. Assim, o ponto importante a se analisar é a comparação entre a receita proveniente de um dado ativo e o custo associado ao financiamento estatal quer na forma de dívida existente quer de dívida potencial. De acordo com o trabalho supra citado, os impactos da privatização sobre o déficit público devem ser de pequena magnitude (Johnson, B.B. et alli; 1996: 118).

A utilização de “moedas podres” no processo de privatização, isto é, o recurso à securitização da dívida pública para sua utilização na aquisição das estatais já garante o

cancelamento de dívidas com a venda dos ativos, mas como vimos, só isso não garante uma melhora na situação, dependendo da comparação que se faça entre o fluxo de despesas associado a este passivo e o fluxo de receitas associado ao ativo. “Moedas podres”, como a própria denominação coloca, é um título ao qual seus detentores associam baixas possibilidades de recebimento, tanto é assim, que aceitam desfazer-se deles com profundos deságios. Assim, nesta análise sobre o déficit público, deve-se destacar um ponto importante: o preço de venda de estatais. “Trata-se de saber se houve, na venda, ganho ou perda patrimonial considerando o valor ‘econômico’ das empresas, ou seja, o valor presente do fluxo de caixa que a empresa geraria como parte do patrimônio público.”(Johnson, B.B., et alli; 1996: 118) Esta questão está diretamente relacionada ao deságio embutido no valor das moedas aceitas como pagamento das estatais, uma vez que o fluxo de receitas (pagamentos por parte do governo) associados às mesmas era relativamente baixo, ou seja, o ganho do governo decorreria da diferença entre o valor do ativo e do passivo cancelado.

Na fase inicial da privatização a aceitação das “moedas podres” levou a uma série de constatações que centravam-se nos seguintes argumentos: “1) no nível dos segmentos não-especializados, havia uma percepção difusa de que a admissão das chamadas “moedas podres” no processo era prejudicial ao interesse das finanças públicas; 2) no nível dos técnicos e especialistas, existia a afirmação de que a forma específica adotada pelo governo - conversão pelo valor de face, sem especificar o deságio - levaria a ganhos de capital tidos como injustificados para os detentores daquelas moedas.(...) A questão das ‘moedas’ só pode ser adequadamente analisada no contexto global do processo de troca patrimonial pelo qual se opera a privatização. Mais precisamente, ela deve ser analisada em conjunto com a fixação do preço dos ativos ofertados e com a regulamentação dos seus mecanismos financeiros.”(IESP/FUNDAP; 1993(b): 103).

Ainda de acordo com o relatório do IESP/FUNDAP, o governo disporia de três alternativas para controlar o nível de deságio: “a) o governo fixa as taxas de deságio na conversão para cada ‘moeda’, estabelecendo *ex ante* seu ganho mínimo na transação no nível de cada moeda; b) o governo fixa preço mínimo - VM + SP, sendo SP (sobrepço) o seu ganho global na transação; c) o governo desdobra o processo em dois tipos de leilões, criando o que chamaríamos de Certificados de Conversão: um título que é adquirido em leilão contra as ‘moedas’ autorizadas, e passa a ser o único título aceito, pelo valor de face, no leilão de

venda das empresas estatais.” (IESP/FUNDAP; 1993(b): 110). Deve-se notar que na fase inicial do processo estudou-se todas as possibilidades e caminhava-se para a terceira alternativa, contra a qual ocorreram várias queixas, uma vez que os detentores das “moedas podres” sofreriam um deságio inicial na aquisição dos títulos aceitos, depois os utilizariam pelo valor de face mas sujeitos as concionalidades impostas pelos governos às regras dos respectivos leilões das estatais. Conforme o governo foi se fragilizando politicamente, as condições da privatização foram sendo facilitadas de acordo com os interesses dos demandantes e dos detentores dos títulos negociáveis, chegando-se a uma situação em que o mercado passou a determinar o deságio sem qualquer controle por parte do governo: este simplesmente definia o valor mínimo e as moedas eram aceitas pelo valor de face, o sobrepreço, isto é, o tamanho do deságio só seria conhecido *ex-post*<sup>61</sup>. As alterações que passaram a ser introduzidas, em especial, a partir do governo Itamar Franco, foram determinações quanto à parcela mínima de moeda corrente necessária para a aquisição das empresas.

---

<sup>61</sup> A este respeito ver IESP/FUNDAP (1993(b): 113-116).

TABELA II.4.20  
SÍNTESE DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

EMPRESA	SETOR <sup>1</sup>	DATA	PREÇO MÍNIMO <sup>2</sup>	AGIO (%)	PRINC. MOEDA <sup>3</sup>
USIMINAS	SID	24/10/91	974.1	14.2	SIDR
COSINOR	SID	14/11/91	12.0	13.8	CPs
AÇOS FINOS PIRATINI	SID	14/02/92	42.0	153.0	CPs
CST (1º LEILÃO)	SID	16/07/92	294.8	0.2	DVR
CST (2º LEILÃO)	SID	23/07/92	36.9	0.0	DVR
ACESITA	SID	23/10/92	347.6	29.5	OFND
CSN	SID	12/04/93	1056.6	0.0	DVR
COSIPA	SID	20/08/93	166.3	98.8	SIBR
AÇOMINAS	SID	10/09/93	296.4	87.0	DVR
INDAG	FERT	23/01/92	6.8	0.0	CPs
FOSFERTIL	FERT	12/08/92	139.3	27.1	DVR
GOIAS FÉRTIL	FERT	08/10/92	12.7	0.0	TDA
ULTRAFÉRTIL	FERT	24/06/93	204.4	0.0	DVR
ARAFÉRTIL	FERT	15/04/94	10.7	0.0	DVR
PETROFLEX	PEQUI	10/04/92	178.4	20.8	CPs
COPEL	PEQUI	15/05/92	617.0	29.2	DVR
ALCALIS	PEQUI	15/07/92	46.6	0.0	DVR
NITRIFLEX	PEQUI	06/08/92	26.2	0.0	DVR
POLISUL	PEQUI	11/09/92	56.9	0.0	CPs
PPH	PEQUI	29/09/92	25.2	62.2	CPs
CBE	PEQUI	03/12/92	10.9	0.0	DVR
POLIOLEFINAS	PEQUI	19/03/93	87.1	0.0	CPs
OXITENO	PEQUI	15/09/93	53.9	0.0	MDFA
PQU	PEQUI	24/01/94	270.0	0.0	DVR
ACRINOR	PEQUI	16/08/94	12.1	0.0	nd
COPERBO	PEQUI	16/08/94	26.0	0.0	nd
CIQUINE	PEQUI	17/08/94	23.7	0.0	nd
POLIALDEN	PEQUI	17/08/94	16.8	0.0	nd
POLITENO	PEQUI	18/08/94	44.9	0.0	nd
COPENE	PEQUI	15/08/95	253.8	0.0	DVR
CPC	PEQUI	29/09/95	99.9	10.5	SIBRE
SALGEMA	PEQUI	05/10/95	139.2	51.3	DVR
CQR	PEQUI	05/10/95	0.0	13800	DVR
CBP	PEQUI	05/12/95	0.035	50.0	nd
NITROCARBONO	PEQUI	05/12/95	28.6	0.0	DVR
PRONOR	PEQUI	05/12/95	61.5	0.6	DVR
POLIPROPILENO	PEQUI	01/02/96	82.5	0.0	DVR
KOPPOL	PEQUI	01/02/96	6.3	0.0	DVR
POLIBRASIL	PEQUI	27/08/96	393.1	0.0	nd
EDN	PEQUI	26/09/96	9.4	ND	nd
ESCELSA	ELETR	11/07/95	334.9	11.8	Moeda Corrente
LIGHT	ELETR	21/05/96	2270.9	0.0	Moeda Corrente
CELMA		01/11/91	72.6	25.0	SIBR
MAFERSA		11/11/91	18.5	161.1	OFND
SNPB		14/01/92	7.8	54.7	SIBR
MINERAÇÃO CARAÍBA		28/07/94	5.8	0.0	DVR
EMBRAER		07/12/94	181.5	0.3	DVR
RFFSA/M. OESTE		05/03/96	61.1	3.6	Moeda Corrente
RFFSA/M. CENTRO-LES		14/06/96	316.1	0.0	Moeda Corrente
RFFSA/M.SUDESTE		20/09/96	88.9	0.0	Moeda Corrente

FORNE: INDICADORES IESP 1 - SID (SIDERURGICO), FERT(FERTILIZANTES), PEQUI (PETROQUIMICO), ELETR (ELETRICO) 2 - US\$ MILHÕES 3 - SIBR (DEBÊNTURES SIDERBRÁS), CPs (CERTIFICADOS DE PRIVATIZAÇÃO), DVR (DÍVIDA VENCIDA RENEGOCIADA), OFND (OBRIGAÇÕES DO FUNDO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO), TDA (TÍTULOS DA DÍVIDA AGRÁRIA), MDFA (TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA).

A tabela acima permite visualizar que a maior parte das privatizações fez-se com um valor próximo ao preço mínimo estabelecido. Ao não incorporar-se no preço mínimo o deságio desejado pelo governo, e considerando-se que o valor de mercado dos títulos utilizados é significativamente inferior ao valor de face, pode-se concluir que houve perda

patrimonial nas negociações, supondo que o preço mínimo tenha sido corretamente avaliado. Se este último corresponde ao valor do fluxo de receita futura do ativo e considerando-se o valor de mercado dos títulos, o fluxo de receita que seus detentores esperavam de sua posse, conclui-se que o receio de que, da forma como se organizara, a privatização significaria um ganho de capital aos detentores de ativos em detrimento da receita potencial que o setor público poderia obter, acabou se verificando, sacrificando os efeitos potenciais que poderia ter em termos de redução do déficit público.

**TABELA II.4.21**  
**MOEDAS UTILIZADAS NOS LEILÕES DE PRIVATIZAÇÃO**  
(US\$ MILHÕES)

SETORES	SIBR	DVR	OFND	CPs	TDA	MDFA	MOEDA	CEF	TOTAL
SIDERÚRGIC	1177	1598	443	662	366	7	1038	289	5582
FERTILIZANT		315		36	23		42	0	418
PETROQUIMI	320	1082	125	587	151	60	196	11	2536
ELETRICO		705	0	0	208	0	1756	0	2670
OUTROS	100	151	52	9	35	0	775	0	1124
TOTAL	1597	3852	621	1296	786	68	3809	301	12333

FONTE: INDICADORES IESP

A tabela acima mostra a distribuição em termos de valor das principais moedas utilizadas no processo de privatização até o momento. Percebe-se, em primeiro lugar, que a participação de moeda corrente restringiu-se a 30% do total, concentrando-se nos leilões do setor elétrico, realizados recentemente. Esta baixa participação deve-se ao fato de aceitar-se os títulos de dívida pelo valor de face, portanto era muito mais interessante adquiri-los com deságio no mercado secundário, ou ainda financiado em condições vantajosas do que utilizar moeda diretamente. A participação que ainda se verifica de numerário deve-se à imposição de um mínimo de pagamento em moeda em determinadas privatizações. Um segundo fator que chama a atenção é a baixa participação dos títulos da dívida externa que restringiram-se a menos de 1%, o que se deve ao deságio estipulado de 25% no valor de face dos mesmos para sua utilização. Deve-se destacar, conforme mencionado no relatório IESP/FUNDAP já citado, que esta decisão reflete claramente uma questão política, pois é mais fácil legitimar perante a sociedade que uma dívida do Estado junto ao setor externo não possui valor do que uma dívida interna. A aceitação das debêntures siderbrás, dos títulos da dívida agrária, das dívidas vencidas renegociadas, tinha entre outros objetivos garantir o sucesso do programa em seu estágio inicial de modo a que ele pudesse deslançar. Como grande parte destes títulos encontrava-se nas mãos dos fundos de pensão (a maior parte dos quais vinculados a empresas

estatais) e dos bancos oficiais, facilitava-se o avanço do processo de privatização, mesmo na ausência do capital estrangeiro.

Isto pode ser percebido pela forte presença das entidades de previdência privada nos leilões. Deve-se notar que pelo vínculo existente com o setor público a atuação destas consegue ser manejada, utilizando-se as generosas contribuições como poder de barganha. Esta presença se faz sentir, por exemplo, na Mafersa adquirida pela REFER (fundo de pensão da RFFSA), na Acesita onde a PREVI (Banco do Brasil) e a SISTEL (Telebrás) estão entre os maiores compradores. Além disso, percebe-se a presença marcante de alguns conglomerados financeiros, em especial nas privatizações do setor siderúrgico: Bamerindus (CSN), Bozano Simonsem (Usiminas e CST) Unibanco (CST). As próprias estatais participaram no processo como a CVRD na CST e a COPENE em empresas do setor petroquímico, o que foi muitas vezes colocado como forma de garantir o leilão, como por exemplo, a atuação do BNDES no caso recente da LIGHT. E, por fim, percebe-se a presença de alguns grandes grupos privados em uma estratégia de integração horizontal, ampliando a concentração e o domínio de um determinado mercado, como por exemplo, o Grupo Gerdau que adquiriu duas siderúrgicas com áreas afins de atuação, como grupos em busca de integração vertical, buscando o controle de fontes de matérias-primas: Brastubo, Rhodia, Union Carbide, Hoechst, Ipiranga, etc.

Ainda em relação as moedas utilizadas, percebe-se que algo em torno de 30% correspondem a Dívidas Vencidas Renegociadas, cujo principal detentor era o BNDES. Discutimos, ao analisar a estratégia de ajustamento que atravessou o banco no período recente, que a venda de "moedas podres" pelo valor de face, financiadas em condições generosas, foi uma das formas utilizadas pelo Banco para se afastar do setor público, trocando estes ativos por créditos contra o setor privado. Isto permitiu melhorar a qualidade dos ativos, trazendo melhores perspectivas de receita futura e maior facilidade para a captação de recursos de terceiros.

Analisando a atitude do BNDES, pode-se pensar em fazer o mesmo para uma série de outras instituições financeiras públicas que possuem seus ativos imobilizados comprometidos com empresas estatais ou governos. Ferreira, C.K.L. (1995: 123-128) propõe uma série de mecanismos pelos quais os bancos públicos poderiam substituir seus ativos. Dentre as propostas podemos citar a venda dos créditos contra as empresas estatais,



por exemplo do setor elétrico, ou com deságio ou pelo valor de face, mas financiada com taxas de juros favorecidas e por prazo longo, a usuários de energia que poderiam utilizar este crédito das empresas para o pagamento das contas. Proposta semelhante é feita para dívidas dos Tesouros que seriam vendidas ao setor privado e utilizadas para o pagamento de impostos. O grande atrativo para o setor privado, seria o prazo do financiamento concedido para a aquisição dos títulos, viabilizando, inclusive estratégias de alongamento de dívidas do setor privado, que podem comprar os títulos financiados pelo valor de face, vendê-los à vista com deságio nos mercados secundários e quitar suas dívidas de curto prazo.

“Este conjunto de possibilidades significa na prática vincular parte dos recebimentos futuros do setor público (impostos, venda de patrimônio e receitas de serviços) à liquidação de sua dívida bancária securitizada (ou outras), com uma garantia efetiva ao seu cumprimento, via conversão em ativos reais (privatização) ou mudança de risco (troca por dívida junto ao setor privado). Na prática, o pagamento da dívida fica vinculado a alguma forma de entrada de recursos para os Tesouros ou empresas públicas, fortalecendo o processo de saneamento.”(Ferreira, C.K.L; 1996:128) Note-se que para estas propostas tornarem-se vantajosas para o setor público, ou deve haver um ganho patrimonial na transformação das dívidas apropriando-se de um deságio sobre as dívidas antigas, ou uma redução no custo de rolagem dos novos títulos, pois caso contrário em nada contribuirá para resolver o problema fiscal, uma vez que estará se sacrificando parcela da receita podendo ter a necessidade de voltar a recorrer ao endividamento. Para os bancos oficiais, assim como foi para o BNDES, não significaria uma melhora das condições de liquidez no curto prazo, podendo tão somente significar uma melhora no risco e melhores condições de captação.

As propostas de securitização como forma de se fazer o ajustamento também tem sido pensada para as chamadas dívidas sociais, com destaque para o FGTS, que como vimos enfrenta dois tipos de problemas: o não recebimento (imobilização) de seus ativos - é o maior credor do FCVS e possui vários créditos contra estados e municípios de difícil recebimento - e o retorno negativo em outras aplicações.

No caso do FCVS tem-se a seguinte composição da dívida:

**TABELA II.4.22**  
**COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DO FCVS**

(US\$ BILHÕES)

ORIGEM	DÍVIDA CARACTERIZ.	DÍVIDA VENCIDA	TOTAL
FGTS	5.2	7.1	12.3
COHABs	2.2	3.0	5.2
INST. PÚBLICAS	2.3	3.1	5.4
INST. PRIVADAS	0.7	1.0	1.7
CADERN. POUPANÇA	4.7	6.4	11.1
INST. PÚBLICAS	2.6	3.6	6.2
INST. PRIVADAS	2.1	2.8	4.9
<b>TOTAL</b>	<b>9.9</b>	<b>13.5</b>	<b>23.4</b>

FONTE: ABECIP (1994(b): 19)

Percebe-se pela tabela acima, enquanto fonte de recursos o FGTS é o maior credor final do FCVS. Enquanto agentes intermediários destacam-se as instituições financeiras públicas, que no caso dos financiamentos baseados em recursos da caderneta de poupança, possuem 55% dos créditos frente ao FCVS. Este não pagamento pela União faz com que o patrimônio do FGTS seja insuficiente para pagar todos os depositantes e, por outro lado, amplia o risco de iliquidez das instituições ligadas ao SBPE.

Uma primeira proposta refere-se a securitização da dívida da União com o FCVS. Segundo seus proponentes, isto “faz-se necessário a fim de não só melhorar o perfil da dívida do Fundo, como também permitir às instituições financiadoras e ao FGTS recompor suas disponibilidades para poder destinar recursos para novos financiamentos habitacionais. Isto se tornará possível na medida em que os créditos resultantes da dívida securitizada sejam utilizados no Programa Nacional de Desestatização ou no pagamento de dívidas no âmbito do SFH. Deste modo, haverá uma redução também da necessidade de aportes de recursos do Orçamento Geral da União ao FCVS, já que esta é, por lei, a garantidora das dívidas do Fundo.”(ABECIP; 1994(b): 20).

Ainda, segundo este trabalho, a securitização traria uma série de vantagens: (a) estancar o crescimento da dívida do FCVS devido a existência de uma série de contratos habitacionais que se encontram com amortizações negativas; (b) alongar o prazo da dívida do FCVS que se encontra fortemente concentrada até o ano 2000, distribuindo linearmente os vencimentos ao longo do novo prazo; (c) reduzir a dívida do FCVS, assumindo-se que poderá contemplar-se um deságio na troca de títulos; (d) desvincular o seguro habitacional do FCVS, permitindo a redução do prêmio aos novos mutuários; (e) gerar novas moedas a serem

utilizadas no Programa Nacional de Desestatização, contribuindo para aumentar o preço das ações nos leilões; (f) reduzir o endividamento dos estados, permitindo aos bancos estaduais utilizar os novos títulos para quitar suas dívidas com o FGTS ou trocá-los por títulos estaduais, com os estados utilizando-os para pagar o FGTS ou dívidas com a União; (g) permitir a melhora do patrimônio do FGTS; quer através da posse de um ativo com prazo e juros certos ou trocando-os por ações de estatais; (h) aumentar o financiamento habitacional, tanto pelo retorno dos fundos do FGTS, como pelo fato de diminuir-se o comprometimento das instituições do SBPE com crédito habitacional, forçando-as a retomar os financiamentos. (ABECIP; 1994(b): 23-26)

A campanha a favor da securitização desta dívida e de adesão da parcela do FGTS a esse processo acentuou-se no período recente. Associam-se múltiplas vantagens ao processo de transformar as dívidas do FGTS em moeda de privatização: "(i) saneamento do endividamento do Tesouro, livrando-o de dívida existente, mas não contabilizada no Orçamento da União; (ii) aumento da rentabilidade para os cotistas do FGTS; (iii) possibilidade de uso dos recursos do FGTS para que trabalhadores adquiram ações das empresas desestatizadas em que trabalham; (iv) possibilidade de uso do mesmo modelo para reduzir outros passivos sociais da União, como frente ao PIS/Pasep e, principalmente, para apoiar a reforma da previdência."(Ferreira, C.K.L; 1996: 124).

Desta forma, criar-se-ia um fundo cujo dotação inicial seriam moedas a serem utilizadas nos leilões de privatização. "O novo fundo funcionaria nos moldes de um fundo de investimento de renda variável, com sua rentabilidade sendo determinada em função da valorização das ações constantes de sua carteira. O trabalhador poderá optar ou não por aplicar seus recursos depositados junto ao FGTS no novo fundo. Os trabalhadores que preferirem permanecer como depositários do atual FGTS, por serem avessos ao risco, terão sua vontade respeitada. Estes depósitos continuarão sendo atualizados monetariamente e rendendo juros de 3% ao ano."(ABECIP; 1994(b): 36). Propostas intermediárias referem-se ao trabalhador poder decidir de que forma preferirá aplicar, por exemplo, 50% de suas contribuições.

Uma série de discussões paralelas acompanham esta proposta. Em primeiro lugar seria um fundo único ou promover-se-ia o desmembramento do FGTS. Neste último caso existem propostas semelhantes à reforma previdenciária chilena, em que instituições

financeiras poderiam credenciar-se a gerir estes fundos, com os trabalhadores escolhendo em qual fundo aplicar, de modo a introduzir a concorrência neste segmento. Neste caso várias questões ficariam por ser definidas: qual o período de carência para um trabalhador poder mudar de administrador, existiria algum critério de descredenciamento de administradores por mau desempenho ou ficaria ao arbítrio do mercado, existiria regulamentação sobre a taxa de administração a ser cobrada ou também ficaria para o mercado; quais seriam as regras para o trabalhador resgatar suas cotas e transformá-las em liquidez, etc. Em sendo um fundo único, quem seria o gestor: o Conselho Curador do FGTS assessorado por alguma instituição financeira pública, por exemplo, o BNDES; e várias das questões acima mencionadas: existiria garantia de rentabilidade mínima, etc. Em ambos os casos, uma série de riscos são colocados: no primeiro, a concentração do mercado financeiro, como no caso chileno, pode levar a abusos de poder econômico por parte dos administradores, o CADE teria que ter um papel ativo no sentido de evitá-lo; no segundo, a existência de um grande fundo público destas dimensões, poderia dominar/afetar todas as tendências de mercado tornando os demais atores participantes reféns de suas decisões.

Algumas questões devem ser consideradas quanto a justiça e adequação destas propostas aos interesses sociais dos trabalhadores. Em primeiro lugar, percebe-se pela regressividade dos empréstimos habitacionais feitos no âmbito do SFH, que grande parte da dívida do FCVS decorre de subsídios dados as classes de renda média e alta. Como tal, qual é a justiça de se impor um deságio, mesmo que aceitando-se a dívida ao FGTS pelo valor de face, na conversão em ações pelo montante envolvido e considerando-se que amplos setores já foram privatizados, restando basicamente a CVRD, telecomunicações, petróleo e energia, isto deverá provocar profundos ágios nos leilões, o que não ocorreu até o momento, com as outras moedas utilizadas, significando profundas perdas aos trabalhadores. Neste sentido, o mais justo não seria levar estas moedas aos leilões, mas fazer a doação direta ao patrimônio do fundo de ativos, a escolha do Conselho Curador do FGTS em montante equivalente a dívida existente. Uma outra proposta seria dar um tratamento à dívida com o FGTS semelhante a que é dada a dívida mobiliária, incluindo no Orçamento recursos para a sua quitação; ou ainda, criar um imposto específico sobre patrimônio, principalmente sobre aqueles que se beneficiaram das benesses do financiamento imobiliário vinculando-o a recuperação patrimonial do FGTS. Em segundo lugar tem-se o argumento de que trabalhador

quer emprego, salário e condições adequadas de vida: habitação, saúde, saneamento, etc., e não ações. Os recursos do FGTS, neste sentido deveriam ser direcionados para novos investimentos que pudessem contrarestar a tendência de diminuição de emprego que vem se verificando, tentando manter os salários reais. Se a transformação em fundo de investimento for inevitável, que seja um fundo único cuja administração respeite as deliberações do Conselho Curador do FGTS, de modo a facilitar a fiscalização e controle por parte dos trabalhadores<sup>62</sup>, e/ou que garanta-se um rendimento mínimo ao fundo e crie-se critérios de repartição da valorização excedente. Portanto, vários cuidados devem ser tomados nestas propostas de securitização das chamadas dívidas sociais, pois, pode-se cair numa situação, onde apenas nestas tenha-se o aparecimento dos deságios e a realização de perdas a seus detentores.

Um último ponto que merece destaque dentro das discussões e tendências atuais é a questão da privatização dos serviços de utilidade pública. Como vimos, o processo de privatização no Brasil avançou até agora em duas etapas distintas. A primeira no governo Sarney referiu-se a desfazer das empresas da chamada conta-hospital, que constituíram-se públicas por acaso, por exemplo, pelo não pagamento das respectivas dívidas junto ao Sistema BNDES, que já discutimos anteriormente. A segunda iniciada no governo Collor refere-se a privatização do Setor Produtivo Estatal, propriamente dito, o setor de bens intermediários que foi estatizado no Brasil no contexto desenvolvimentista em que o setor privado não tinha condições ou interesse em assumi-lo mas que se constituía uma demanda para o avanço do processo de industrialização. Este processo avançou significativamente no período recente graças ao processo de securitização das dívidas da União e a permissão para que os interessados utilizem as moedas podres, podendo desfazer-se das mesmas sem a ocorrência de perdas significativas na transformação dos ativos, com vimos, ainda nesta seção.

Este processo enquadra-se dentro do objetivo de redefinição do papel do Estado: quais serão suas atribuições, em quais áreas atuará, como se relacionará com o setor privado, etc.. A terceira etapa na onda privatizante teve início recentemente, referindo-se ao setor de

---

<sup>62</sup> Nesta intensificação do debate sobre a securitização do FGTS, tem aparecido uma série de artigos em jornais que alegam que isto significa a real defesa dos interesses dos trabalhadores. Entre outras coisas, colocam-se como argumentos favoráveis a mudança de cultura que significaria introduzir uma preocupação de investidor (aplicador) no trabalhador. Entre outras matérias, isto foi citado no artigo de Luis Nassif, Folha de São Paulo (27/10/96). Note-se que estas vantagens alegadas terão que transformar o trabalhador em um leitor da Gazeta Mercantil, o que é totalmente "compátivel" com suas funções, seu tempo e seus recursos.

utilidade pública<sup>63</sup>. As pressões pela privatização dos serviços de infra-estrutura são várias a nível mundial. De acordo com o Banco Mundial, com a propriedade monopolista estatal no setor alegada pelas características da produção e pelo interesse público, em vários aspectos, “o desempenho foi decepcionante. Os investimentos em infra-estrutura foram mal-allocados - verbas demais para novos investimentos e de menos para manutenção; verbas demais para projetos pouco prioritários e de menos para serviços essenciais. A prestação de serviços ficou prejudicada por ineficiência técnica e flagrante desperdício. E pouquíssimas foram as decisões quanto a investimento e fornecimento de serviços que levaram em conta o atendimento dos diversos tipos de demanda dos diversos grupos de usuários, ou as consequências sobre o meio-ambiente” (Banco Mundial; 1994: 4). Ainda de acordo com o mesmo relatório, os problemas decorrem dos “mecanismos institucionais que atuam na provisão dos serviços de infra-estrutura e nos incentivos que regem essa provisão. (...) Primeiro, a prestação de serviços de infra-estrutura geralmente se dá em estruturas de mercado com uma característica dominante: a ausência de concorrência. (...) Segundo, raramente se concede aos responsáveis pela prestação de serviços de infra-estrutura a autonomia administrativa e financeira de que necessitam para trabalhar bem. (...) Mas há o reverso da medalha, raramente esses fornecedores e prestadores de serviços públicos são responsabilizados pelos seus atos. (...) E muito frequentemente, ao invés de reprovar a ineficiência, premiam-na com transferências orçamentárias. Terceiro, os usuários da infra-estrutura - reais e potenciais - não estão em condições de explicitar suas demandas. (...) como os preços dos serviços de infra-estrutura não refletem os custos, perde-se essa valiosa fonte de informações.” (Banco Mundial; 1994: 7) A superação dos problemas existentes e a obtenção de maior eficiência requer maior concorrência, utilização de critérios de mercado na provisão dos serviços, com maior participação do setor privado e dos usuários<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> Sobre as definições de privatização, as formas possíveis de ser realizada, seu avanço a nível mundial e nacional e defesas do processo, ver Moreira, T. (1994; 98-111):

<sup>64</sup> A defesa da privatização em várias áreas acaba muitas vezes sendo dogmática, recorrendo a uma maior eficiência inerente ao setor privado cuja atuação se pauta pela maximização do lucro, sem atentar para as condições necessárias para que se possa ampliar a eficiência: condições sem as quais pode atingir-se um resultado pior do que o monopólio estatal. Segundo as palavras de um defensor da privatização e da desregulamentação, “um número de condições devem ser encontradas para que os ganhos potenciais de eficiência da privatização sejam realizados. Primeiro e mais importante é o requerimento de que o máximo possível de concorrência deva ser injetado no mercado, seja através de concorrência à concessão ou através da abertura do mercado a operação de rivais. É também vital para o sucesso da privatização que uma mudança na responsabilidade administrativa seja efetuada e que pelo menos uma parcela do risco (seja custo do capital ou risco operacional) seja transferida ao novo contratante, proprietário ou operador. Terceiro, e

O outro argumento para a maior participação do setor privado refere-se ao estrangulamento fiscal frente a maior demanda que se coloca por serviços de infra-estrutura. De acordo com Kay, J.(1993: 56). “os anos 80 viram os orçamentos públicos sob pressão como uma reação política e econômica frente a expansão dos anos 60 e o inícios dos 70. Com isso, veio uma ansiedade por remover ou reduzir o impacto dos gastos com infra-estrutura nos orçamentos públicos. Isto era visto tanto como um meio de diminuir o endividamento público como uma forma de preservar os gastos em infra-estrutura economicamente necessários mas politicamente dispensáveis das pressões orçamentárias gerais.” Percebe-se, portanto que a privatização era vista como uma forma de manter os investimentos em infra-estrutura, passando a margem dos problemas fiscais do Estado, agravados, especialmente, por problemas nos respectivos sistemas previdenciários.

A atuação do setor privado sempre foi rechaçada sob os argumentos de difícil precificação (característica de bem público), economias de escala (monopólios naturais), elevados custos de capital e *sunk costs* elevados (irreversibilidade dos investimentos que se dão antes de que o projeto entre em operação), essencialidade, etc. Estes fatores, quer pelo risco envolvido nos projetos, quer pela necessidade de garantir a provisão e proteger os usuários eram alegados para a presença marcante do setor público. E um outro ponto, ainda neste sentido, é que o retorno social dos projetos superava o retorno privado, logo justificavam-se os investimentos, por exemplo, saneamento - rede de água e esgoto - em um bairro de baixa renda na periferia. Com este argumento não só colocava-se a necessidade do setor público como o seu monopólio de modo a permitir o recurso ao chamado subsídio cruzado, onde as faixas de alta renda pagariam tarifas adicionais para financiar as populações de baixa renda<sup>65</sup>.

---

mais genérico, privatização frequentemente precisa ser acompanhada por mudanças no ambiente regulatório que encorage competição, acesso mais aberto aos mercados e preços racionais.” (Stevens, B. e Michalski, W.; 1993: 11) Deve-se notar porém que nem o Banco Mundial descarta a necessidade de regulamentação sobre preços e lucros, uma vez, que a tendência destes mercados ainda é ficar longe de um mercado tipo concorrência pura, logo algum mecanismo de proteção ao consumidor faz-se necessário. Sob o fato de privatização não significar desregulamentação ver Johnson, B.B. et alli (1996: 110-119). Sobre as propostas do Banco Mundial para ampliar a eficiência ver BANCO MUNDIAL (1994: 119-132). Sobre novas técnicas de gestão de empresas públicas: aplicação de princípios comerciais, métodos de gestão e avaliação de desempenho ver Johnson, B.B. et alli (1996: 124-137).

<sup>65</sup> Sobre a definição de serviços de utilidade pública ver Kay, J. (1993: 55-56) e sobre os motivos para a intervenção do Estado ver Banco Mundial (1994: 23-27).

Segundo os defensores da privatização nenhum destes argumentos permanecem válidos no momento. Inovações tecnológicas tem permitido o desmembramento de atividades e tornado viável plantas de menores escalas que podem concorrer em termos de eficiência com maiores plantas (por exemplo, usinas termoeletricas frente a hidroeletricas). Na questão do preço, alega-se a existência de novas técnicas de precificação que permitem identificar com maior precisão os usuários retirando a característica de bem público, por exemplo, estradas com pedágio. As inovações financeiras na década de 80, o crescimento dos investidores institucionais - fundos de pensão e seguradoras - além do amplo desenvolvimento do mercado de derivativos tem permitido ao setor privado levantar maiores somas de capital e suportar o risco inerente aos projetos, principalmente pela utilização de técnicas financeiras adequadas, no caso o *project finance* - financiamento de projeto específico<sup>66</sup>. Quanto à questão do atendimento a população de baixa renda, segundo o relatório do Banco Mundial, dada a ineficiência do setor público que não consegue expandir de forma adequada a provisão dos serviços, a situação dos pobres acaba ficando pior pois ficam sujeitos a atravessadores privados, pagando um valor mais alto do que se a provisão fosse feita pelo setor privado<sup>67</sup>.

O modelo até então vigente de financiamento de obras de infra-estrutura centrava-se em recursos fiscais ou de endividamento, interno e externo - quer de agências multilaterais quer do sistema financeiro privado -, pelo setor público. "A principal vantagem do atual sistema é que, em muitos países, o governo é a entidade com maior capacidade creditícia e pode contrair empréstimos à taxas mais baixas, possibilitando assim projetos de infra-estrutura que de outra forma não seriam financeiramente viáveis."(Banco Mundial; 1994: 99)<sup>68</sup> Este menor custo de captação do governo deve-se ao poder de arrecadação de impostos dos mesmos, ou seja, emitem as chamadas dívidas soberanas. Neste sentido é de se supor que a entrada do setor privado significaria maiores custos de capital.

Neste sentido, "porque o custo da dívida tanto para o governo como para as firmas privadas é influenciado predominantemente pelo risco percebido de *default* mais do que pela qualidade dos retornos de um investimento específico. Empréstamos para os governo

---

<sup>66</sup> A respeito destas alterações ver Ferreira, C.K.L. (1996: 175-180)

<sup>67</sup> Ver Banco Mundial (1994: 32-34)

<sup>68</sup> Segundo o próprio banco, esta vantagem acabava por desaparecer devido ao aparecimento de sobrecustos na construção e ainda atrasos na entrega dos projetos devido ao relaxamento no controle da execução da obra. Com isso, não só o montante de capital se eleva, como a maior demora para entrar em operação faz com que se pague juros durante um período maior (capitalizando a dívida) antes de começar amortizá-la, o que eleva o custo para o consumidor.



mesmo se pensássemos que ele podia queimá-lo ou jogá-lo no espaço, e nós emprestamos para eles por ambos motivos. Não é relevante para a avaliação do projeto que o capital seja relativamente barato para o governo porque ele é um bom risco de crédito e que este risco não possui relação com o risco do projeto. Quando a introdução do setor privado não altera nem a alocação do risco associado aos projetos públicos ou a firma ou o incentivo dos administradores, ela levará a uma ampliação dos custos desses projetos.” (Kay, J.; 1993 63)

O aumento do custo decorre de alterações nas garantias dadas ao financiamento, isto é, o *recourse* do credor em caso de fracasso do projeto, são de fundamentais importância para se definir as condições de financiamento. Existem três tipos de projetos (financiamentos), neste sentido: (i) *full-recourse* - aquele que conta com o aval do Tesouro, constituindo-se garantia soberana (fundada, em última instância, em um fluxo de receita de impostos) o que diminui o risco do empréstimo uma vez que independe da qualidade do projeto e do seu retorno; (ii) *non-recourse* - onde a única garantia que os credores possuem é o próprio fluxo de caixa do projeto, neste caso, um amplo estudo de viabilidade econômica (perspectivas de receitas e custos, capacidade operacional e tecnológica dos patrocinadores, etc) deve ser considerado na concessão do crédito; (iii) *limited-recourse* - que refere-se mais propriamente ao *project finance*, é algo intermediário entre os dois anteriores, não havendo garantia plena do Tesouro, mas onde a estrutura contratual faz com que as garantias não se limitem ao fluxo de caixa mas haja uma repartição do risco entre os diversos atores envolvidos<sup>69</sup>.

Neste sentido o avanço do setor privado no setor de infra-estrutura está diretamente relacionado a constituição de mecanismos adequados de financiamento, que viabilizem custos de capital adequados e possibilitem a administração e assunção dos riscos, na ausência de garantias públicas. A forma de financiamento que tem se mostrado adequada para este fim é o *project financing*. “O *project financing* ou *limited recourse* busca justamente superar este constrangimento, alterando a natureza do risco e repartindo-o entre acionistas, contribuintes, operadores, construtores e empresas de seguro. É necessário que haja um melhor monitoramento da execução e operação do projeto, com aumento de transparência do fluxo de informações a ele associado. A credibilidade do projeto repousa em sua base contratual, cuja montagem busca garantir que a empresa que opera o empreendimento (a sociedade de propósito específico ou sociedade concessionária) assuma

---

<sup>69</sup> A este respeito ver Ferreira, C.K.L. (1996: 184-185)

apenas o risco comercial do projeto, ou seja, aquele associado à operação técnica do empreendimento (risco operacional) e à comercialização do produto ou serviço resultante (risco de mercado). Por extensão, os bancos credores ficam também somente expostos ao risco comercial.”(Ferreira, C.K.L; 1996: 188).

Note-se, que neste arranjo, o próprio projeto torna-se uma pessoa jurídica à parte do patrocinador. Com esta cisão entre projeto e empresa, o financiamento não depende do suporte de crédito dos patrocinadores do projeto, mas da expectativa de receita a serem geradas pelo projeto ao longo do tempo. Os patrocinadores, por seu lado, comprometem-se com os financiadores apenas no montante do capital envolvido (comprometido) no projeto, constituindo-se, portanto, uma operação fora-balanço. Os ativos à disposição dos financiadores, em caso de inadimplência de um empréstimo são os contratos que geram o fluxo de receitas - bens tangíveis e intangíveis (máquinas e equipamentos, direitos imobiliários, autorizações, licenças técnicas, etc). Assim, o projeto e seu fluxo de caixa, com toda base contratual de suporte, são as garantias do financiamento.

Para entender-se a crise de financiamento do setor de infra-estrutura no Brasil podemos recorrer as observações de Ignácio Rangel. De acordo com o autor, "aos diferentes enquadramentos institucionais dos serviços de utilidade pública corresponderam diferentes esquemas de financiamento. De início, tivemos os serviços concedidos a empresas privadas estrangeiras que buscavam no mercado internacional de capitais os recursos para os investimentos a serem realizados no Brasil. A partir de 1930, por múltiplas razões internas e externas, esse esquema se inviabiliza e vai sendo progressivamente substituído por outro em que os serviços de utilidade pública passam para a administração direta do Estado. Neste caso o financiamento se fez tipicamente por meio de recursos fiscais correntes." (Johnson, B.B. et. alli; 1996: 120)

O modelo que se consolidou no Brasil, principalmente a partir da década de 60, é o de concessões públicas a empresas concessionárias públicas: setor de telecomunicações, saneamento, energia, etc. O problema deste modelo de provisão de serviços públicos no que diz respeito ao financiamento decorre do poder concedente e a concessionária serem a mesma pessoa, logo não se poderia utilizar como garantia o mecanismo da hipoteca, uma vez que estaria-se alienando seus próprios bens a si mesmo<sup>70</sup>. A única solução possível seria o aval do

---

<sup>70</sup> A este respeito ver BNDES (1994: 12-13).

Tesouro, isto é, a utilização do fluxo de receitas fiscais como garantia. Esta foi a forma assumida por todo o endividamento externo nos anos 70 que desempenhou importante papel no financiamento de investimentos em infra-estrutura. O problema neste sentido é que, apesar da soberania, os avais são aditivos chegando um limite de comprometimento das receitas públicas com os mesmos. Quando a receita fiscal mostrou-se inelástica na década de 80, e a base tributária mostrou-se insuficiente para o total de endividamento “sombra” constituído pelos avais significando riscos crescentes, a crise sobreveio e não havia mais como o Estado continuar sendo o garantidor dos investimentos.

É neste sentido que Rangel justifica a necessidade de privatização dos serviços de utilidade pública. Uma forma de se reconstruir o mecanismo da hipoteca e retomar a possibilidade de endividamento e investimento, pela separação entre concessionário e poder concedente.

Com a privatização, os financiamentos serão do tipo *limited recourse*. A capacidade de endividamento, neste caso, é muito mais elástica, um vez que o risco não é aditivo fixando-se no projeto. O problema decorre dos próprios riscos do projeto que tendem a ser elevados pelo longo prazo dos investimentos. Os principais riscos são: (i) risco monetário - referente a desvalorização da moeda nacional; (ii) risco comercial - refere-se ao risco ligado aos custos de produção (operacional) e aqueles referentes a incerteza quanto à demanda futura (risco de mercado); (iii) riscos políticos e risco-país - refere-se a estabilidade das regras, a convertibilidade da moeda, a possibilidades de guerras, revoluções, etc. Para que se possa avançar recursos privados para estes investimentos a um custo não proibitivo deve-se repartir o risco de forma adequada entre o setor privado e o setor público e mesmo dentro do setor privado de modo a minorá-lo<sup>71</sup>.

Para que os riscos possam ser distribuídos, eles devem ser delineados com muito mais clareza do que nos projetos públicos tradicionais, necessitando para tal um amplo desenvolvimento de agências de classificação de risco e uma forte base de seguros. No caso brasileiro, “o sistema BNDES é claramente a instituição que melhores condições tem no país de analisar projetos de infra-estrutura, atestando viabilidade econômica e financeira, identificando os riscos envolvidos e classificando os diversos projetos. Os procedimentos de análise de projetos usados pelo sistema BNDES podem com poucas adaptações servir para

<sup>71</sup> A respeito dos riscos ver Garcia, M.G.P. (1996) e Ferreira, C.K.L. (1996: 188-190).

que investidores privados tenham uma avaliação do binômio retorno-risco envolvido em projetos de infra-estrutura. Tal esforço viria ao encontro dos desenvolvimentos já realizados pelo BNDES em *credit rating*.”(Garcia, M.G.P.; 1996: 15)

Para o risco monetário, o governo pode oferecer uma série de garantias ou mecanismos que permitam a proteção contra as oscilações da moeda nacional. Uma desvalorização cambial não considerada nas regras de reajuste de preços pode inviabilizar o pagamento das obrigações. No curto prazo, este último problema pode ser resolvido pela utilização de derivativos - swaps, futuros, opções. O que não necessariamente é possível em um período de 20 a 30 anos. Em alguns casos mantém-se reservas em contas vinculadas em bancos internacionais, para diminuir o risco da convertibilidade, e para o investidor interno podem oferecer operações de cobertura a prazo garantindo uma determinada taxa de câmbio para o projeto e possibilitando mecanismos de transferência do risco cambial para o governo, por exemplo, depósitos prévios em moeda nacional, ou ainda garantia de tarifa em moeda estrangeira<sup>72</sup>.

Um outro problema são choques nas taxas de juros de curto prazo que pode levar a falência financiadores que aceitaram alongar o prazo de seus ativos com base em captação de curto prazo. Existem propostas de que o BNDES desempenhe no Brasil a função de segurador macroeconômico impedindo perdas decorrentes de elevações nas taxas de juros de curto prazo para fins de estabilização econômica, por exemplo. Este seguro poderia funcionar ou na forma de redescontos de títulos de longo prazo vinculados a projetos de infra-estrutura que tivessem passado pela avaliação do BNDES ou na forma de repasse de verbas em montante correspondente ao impacto das maiores taxas de juros. (Garcia, M.G.P; 1996: 17).

Quanto ao riscos-políticos, algumas agências multilaterais fazem seguro contra estes, destacando-se algumas subsidiárias do Banco Mundial: a Extended Cofinancing Facility (ECO) e a Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA). (Garcia, M.G.P.; 1996: 15).

Quanto a repartição do risco comercial este depende da negociação entre as partes envolvida no projeto. É a diluição destes riscos que constitui a elaboração do project-finance. Estes riscos referem-se a elevações de custos do investimento decorrentes de atrasos na construção, a problemas de eficiência do projeto, e as receitas tanto em termos de quantidade demandada como de tarifas. Para diminuí-los desenvolve-se uma ampla base

---

<sup>72</sup> Ver Garcia, M.G.P. (1996: 13-14).

contratual, destacando-se entre outros, contratos de construção especificando características do projeto, penalidades por mau desempenho, multas por atraso, etc; contratos de abastecimento, quando o projeto é dependente de algum insumo específico busca-se eliminar o risco de sua não obtenção; contratos de fornecimento, quando existe um único comprador do serviço (por exemplo, uma geradora de energia que deve vender a energia para uma única empresa pública de transmissão) tenta-se estipular quantidade mínima de venda e o preço, etc. (Ferreira, C.K.L.; 1996: 188-189)

Quanto ao financiamento, para diminuir os riscos dos financiadores, em geral divide-se a estrutura de capital dos projetos em três partes: (i) o capital integralizado pelos acionistas - mostra o grau de comprometimento dos patrocinadores com o risco do projeto; (ii) dívida senior - é aquela cujos serviços e o principal devem ser pagos em primeiro lugar, antes de qualquer outra dívida ou dividendos dos acionistas (prioritariamente concedido pelos bancos), esta prioridade serve para diminuir o risco dos bancos e incentivá-los a conceder o financiamento; (iii) dívida subordinada - é a forma intermediária entre as duas anteriores: possui prioridade em relação aos dividendos mas só é paga após a dívida senior, de acordo com as características dos títulos que a compõe pode ser confundida com o próprio capital do projeto, podendo ser incluída na base de capital do projeto. (Ferreira, C.K.L.; 1996: 191-193)

Entre os patrocinadores é interessante contar com firmas de grande porte reconhecidas internacionalmente, pois a credibilidade de que desfrutam facilita a obtenção de financiamento. Em alguns casos, estas firmas já trazem pacotes completos - tecnologia e financiamento. Um outro ponto que facilita a obtenção de recursos para os investimentos em infra-estrutura, são garantias financeiras públicas, do tipo linhas de crédito *stand by*, que garantam que a obra será concluída, mesmo na existência de alguma eventualidade - falta de recursos.

Um ponto de destaque a nível internacional, é que vários fundos de investimento tem se voltado para o financiamento de projetos e vários fundos especializados em investimento em infra-estrutura tem sido criados. As agências oficiais de crédito tem remodelado suas formas de atuação com vistas a direcionar mais recursos para projetos privados de infra-estrutura. O Banco Mundial, por exemplo, é um banco especializado na concessão de créditos para o desenvolvimento econômico, motivo pelo qual foi criado no pós-

guerra. A sua atuação se dá apenas com governos, isto é, não realiza empréstimos diretamente para o setor privado. Para aproximar-se dos projetos privados de infra-estrutura tem realizado as seguintes operações: empresta aos governos para que estes repassem ao setor privado ou para garantirem linhas de crédito *stand-by* quando necessário; financiar a parte dos governos na constituição de fundos de financiamento e de prestação de garantias ao setor privado. (Ferreira, C.K.L.; 1996: 193)

O IFC (International Financial Corporation), uma subsidiária do Banco Mundial, que opera somente com o setor privado presta uma série de serviços para o desenvolvimento de *project finance*: estuda viabilidade econômica dos projetos, presta consultorias técnicas e econômicas, aporta capital, realiza empréstimos, desenvolve operações de underwriting e derivativos para os projetos. Uma das principais linhas de atuação do IFC é o apoio a criação de fundos especializados em inversão em ações e outros títulos em mercados emergentes e países subdesenvolvidos. Um exemplo neste sentido é a sua participação no Global Power Investments, um fundo promovido em conjunto com o Soros Fund Management e o General Electric Capital (Ferreira, C.K.L.; 1996: 193). Além disso, uma série de novos fundos de investimento privados têm sido constituído para financiar projetos de infra-estrutura: AIG Investment Corporation (Asia), Asian Infrastructure Fund, etc..

Mas como destaca o relatório do Banco Mundial, “é preciso recorrer a fontes internas e externas de financiamento, mas, seja qual for a economia, há limites para a capacidade de obter recursos no exterior, sobretudo financiamento de dívida. Dificuldades de Balanço de Pagamentos e a pouca comerciabilidade dos serviços de infra-estrutura obrigam a maioria dos países a recorrer à estratégia de mobilizar recursos internos para tocar seus programas infra-estruturais”. (Banco Mundial, 1994:10)

Com as dificuldades enfrentadas pelos governos, uma parte da poupança interna para programas de infra-estrutura deverá vir da poupança privada, destaca-se neste sentido os recursos dos fundos de pensão e/ou incentivos para a criação de fundos infra-estruturais (que podem ser constituídos por exemplo na forma de cadernetas de poupança para a infra-estrutura) e atuação de bancos de desenvolvimento infra-estruturais<sup>73</sup>.

A maior participação do setor privado não significa a ausência do governo. Os bancos de desenvolvimento, tipo BNDES, tendem a continuar desempenhando importantes

---

<sup>73</sup> Ver Banco Mundial (1994: 111-117).

funções no financiamento de infra-estrutura (já destacamos funções de seguro e análise de projetos), mas para tal devem ser fortalecidos no sentido de facilitarem uma maior alavancagem de recursos. Uma proposta, já citada, é uma maior associação entre o BNDES e os fundos de pensão como forma de fortalecer o *funding* do banco<sup>74</sup>. Os recursos direcionados ao banco poderiam ser utilizados para a constituição de um fundo, que pode ser feito em conjunto com o setor privado, para a concessão de garantias e linhas de crédito *stand-by* para projetos de infra-estrutura como já existem em outros países. A administração deve se dar em moldes técnicos e o custo das operações deve se adequar as oportunidades de mercado evitando-se os subsídios.

Pode-se utilizar várias fontes de recursos para a constituição destes fundos infra-estruturais. Uma forma possível é o estímulo a constituição de base de acionistas-usuários em que os próprios beneficiados de algum projeto de infra-estrutura aportariam parcela do capital, recebendo em troca, por exemplo, tarifas favorecidas. Outra forma seria o governo impor taxações ligadas à valorização imobiliária decorrente de uma determinada obra, a chamada contribuição de melhoria que é bastante utilizada nos EUA, na Coreia do Sul, Colômbia, Tailândia, etc. Este tipo de taxa se adequa a uma série de projetos nos quais se consegue delimitar os terrenos favorecidos, por exemplo, a construção de uma rodovia, ferrovia, ou linhas de metrô; onde parte do projeto pode ser financiado pelo ganho imobiliário dele decorrente. Uma outra alternativa também utilizada a nível mundial é a vinculação de alguns tipos de impostos para fundos infra-estruturais. Por exemplo: o IPVA e os impostos sobre combustíveis alimentariam um fundo para a expansão da malha rodoviária, já os pedágios seriam utilizados para a manutenção e recuperação do capital investido; o mesmo pode ser feito para os demais setores, por exemplo, um imposto sobre a energia elétrica vinculado a novos investimentos (Ferreira, C.K.L.; 1996: 195-196).

O fortalecimento dos bancos de desenvolvimento pode se dar por mecanismos de poupança compulsória. Mas, dadas a precarização das relações de trabalho no Brasil e as tendências do mercado de trabalho, deve-se pensar na alternativa de constituí-los com base, principalmente, no faturamento das empresas que tende a se mostrar mais estável do que a massa salarial.

---

<sup>74</sup> A este respeito ver Pinheiro, A.C. (1994).

Para que estes novos mecanismos de financiamento se desenvolvam é necessário condições informacionais adequadas e um sistema judiciário adaptado para resolver os problemas contratuais que possam emergir. O desenvolvimento de instituições de classificação de riscos e órgãos públicos reguladores são de fundamental importância para garantir um fluxo adequado de informações aos investidores e facilitar a monitoração da utilização dos recursos, além de proteger os consumidores das características monopolísticas destes serviços.

Um dos pontos mais relevantes para definir a entrada do setor privado nas áreas de infra-estrutura é a definição do tratamento que será dado a questão tarifária, uma vez que esta é a base das receitas a serem geradas pelo projeto. A grande dificuldade que se coloca em países como o Brasil é a elevada discrepância entre os níveis de renda da população, com a maior parte tendo baixos padrões de vida. Para ser atraente para o setor privado a tarifa deve refletir não apenas o custo mas dar condições de lucratividade para o investimento. Por outro lado, isto pode excluir grande parcela da população do acesso a estes serviços. Para que este seja garantido pode requerer-se subsídios fiscais que podem eliminar a possibilidade de melhora, em termos de fluxo, das contas públicas. Assim, a privatização, neste segmento, justifica-se, essencialmente, pela necessidade de recursos para retomarem-se os investimentos. Mas para tal, muito se deve avançar na definição da regulamentação dos respectivos setores, com destaque para a questão tarifária, e na geração de pré-condições informacionais e judiciárias para que o modelo possa funcionar. Em toda esta discussão não se pode esquecer da necessidade de geração de emprego na economia brasileira e dos padrões de renda da maior parte da população.



## CONCLUSÕES

A discussão feita na parte teórica serviu para elucidar questões sobre a importância do financiamento para o desenvolvimento. Além disso, atentamos para os problemas de instabilidade decorrentes da lógica de atuação do sistema financeiro que, se por um lado, potencializa a acumulação de capital, por outro, estimula processos especulativos permitindo a separação entre valorização financeira e real, conformando-se um quadro de crise financeira que é a forma mais visível de manifestação das crises econômicas.

Um outro ponto importante que se estabeleceu no primeiro capítulo foi a vinculação entre moeda e crédito. Esta já vem da própria definição de crédito: empréstimo de uma dada soma de dinheiro. Como tal, ao falar-se em política financeira não se pode esquecer de sua relação com a política monetária e a última não pode desconsiderar a dinâmica de atuação das instituições financeiras privadas. No caso marxista mostramos que esta vinculação se dá pela necessidade do Estado garantir a reprodução do equivalente geral, sendo que a maior parte das moedas em circulação é privada, isto é, emitidas pelos bancos. Ao Estado cabe garantir a “conversão” das moedas bancárias em moeda nacional, ou seja, validar as apostas privadas. Esta política faz-se pelo tateamento entre as necessidades de estimular a acumulação de capital, por um lado, mas garantindo a estabilidade, por outro.

No caso keynesiano, esta vinculação possui um elemento adicional que é a necessidade de compatibilizar as necessidades de *finance* e *funding*. Os bancos tomam suas decisões de tornarem-se menos líquidos, avançando o *finance* para o investimento, contando que os recursos voltem recompondo suas condições de liquidez. O que está em grande parte relacionado às possibilidades de *funding*, isto é, de transformação das dívidas de curto prazo em longo prazo. E, além disso, a institucionalidade do Banco Central, os instrumentos à sua disposição e os objetivos seguidos pela política monetária, desempenham um papel importante na definição do risco de iliquidez corrido pelas instituições. Em termos de financiamento, a política monetária conduzida pelo Banco Central deve, em primeiro lugar, colaborar para adequar o volume de *finance* às necessidades do investimento industrial; utilizando-se para tal dos mecanismos de reservas e do redesconto. Em segundo lugar, deve afetar a estrutura de taxa de juros da economia, tornando-a compatível com o objetivo de canalização da poupança induzida por um dado investimento para ativos de longo prazo que

permitam a transformação do *finance* em *funding*. As operações de mercado aberto são centrais neste aspecto.

Percebe-se que a análise já considera um certo estágio de desenvolvimento do sistema bancário em que este tem a possibilidade de emprestar a descoberto, ou seja, a relação causal entre ativos e passivos do sistema vai do primeiro para o segundo. Além disso, considera-se a existência de um Banco Central cuja principal função acaba por ser a de emprestador em última instância, isto é, que garanta uma "pseudo-validação" das apostas privadas impedindo as crises de liquidez. Deve-se notar também que quando falamos na compatibilização das necessidades de *finance* e *funding* através da estrutura de taxas de juros, supõe-se uma diferenciação entre ativos, com o retorno crescendo conforme o aumento do prazo, e que o BACEN através das políticas de mercado aberto consiga afetar as taxas de juros de curto prazo o que se irradiaria para o resto da estrutura a termo de taxas. Uma diferenciação importante, neste sentido, é entre ativos monetários e não monetários, isto é, a separação entre a liquidez absoluta da moeda frente a rentabilidade dos demais ativos. Conforme os ativos vão se tornando cada vez mais líquidos, como característica do desenvolvimento dos mercados financeiros, esta distinção vai desaparecendo, tendendo a tornar a moeda um ativo dominado, problematizando esta separação entre *finance* e *funding* e a possibilidade do BACEN em compatibilizá-los.

Ainda na discussão teórica, buscamos levantar elementos sobre a eficiência relacionada a diferentes institucionalidades financeiras, tanto no sentido de potencializar a acumulação de capital (o investimento) como no de minimizar a instabilidade inerente ao funcionamento do sistema financeiro. A teoria ortodoxa (que embasa, por exemplo, as propostas do "Consenso de Washington") recomenda um mercado financeiro atuando livremente como forma de estimular a poupança e melhorar a sua alocação. Qualquer tipo de intervenção do governo (tabelamento de juros, direcionamento de crédito, regulamentação, etc) é vista como uma distorção limitativa do desenvolvimento econômico que deveria ser removida.

Com base na análise de outros autores, tentamos mostrar que os mercados no mundo real diferem, em geral, daqueles preconizados nos livros-texto, em que vigora a concorrência perfeita, agentes e produtos homogêneos, livre acesso à informação, inexistência de custos de transação, etc.. Isto é tanto mais verdade para o mercado financeiro que, além dos

problemas inerentes a todos os mercados, possui uma especificidade adicional: a mercadoria transacionada (dinheiro contra uma promessa de pagamento). Esta particularidade, em um contexto de assimetria de informações em que o fornecedor de dinheiro tem menores condições de avaliar a qualidade da promessa de pagamento do que o tomador, faz com que os intermediários financeiros não restrinjam suas funções à captação de poupança e sua alocação pelo mecanismo de preço (leilão de recursos - leva quem estiver disposto a pagar o preço mais elevado), mas devem selecionar os melhores tomadores e monitorar a utilização dos recursos pelos mesmos, de modo a minimizar o não-pagamento (a não devolução do dinheiro).

A necessidade de busca de informações abre a possibilidade para a existência de ganhos de escala no sistema financeiro, não se colocando o mundo da concorrência perfeita. Além disso, não existem os chamados mercados completos que permitam a cobertura de todos os riscos possíveis. Assim, existindo problemas informacionais, a solução de mercado livre deixa de ser Pareto-Ótima. O mercado agindo livremente, sem restrições, pode chegar a soluções de racionamento e de completa exclusão de determinados grupos, em contradição com a chamada eficiência alocativa do mecanismo de preços livres. O mercado de crédito, por exemplo, pode assumir um caráter conservador excluindo aqueles setores/firmas que não possuem garantias suficientes. O mercado de capitais, por outro lado, pode excluir todos aqueles setores que apresentem baixo retorno privado, mesmo que elevado retorno social. Com estes problemas, justifica-se algum tipo de intervenção pública que vise assegurar o "*second-best*".

As propostas de intervenção do governo são extremamente diferenciadas entre os diversos autores. Estas variam desde atuações complementares ao setor privado até estatizações do sistema financeiro, como foi adotado em alguns países. Os instrumentos utilizados podem ser os mais diversos. No que diz respeito aos controles monetários, por exemplo, pode-se adotar metas quantitativas ou intervenções para balizar as taxas de juros. De acordo com os objetivos e com as características do processo de criação de moeda na economia privilegiar-se-á diferentes instrumentos: nível de reservas, operações de mercado aberto, redesconto, etc.. Quanto à política financeira esta pode variar de simples regulamentações prudenciais (critérios de diversificação de riscos, capitalização, níveis de alavancagem, supervisão das instituições, etc.) até mecanismos que afetem diretamente a

alocação e o preço no mercado (subsídios, direcionamento compulsório de créditos, controles de taxas de juros, utilização de agentes financeiros públicos, etc.).

Deve-se destacar que a eficácia da intervenção pública depende de uma série de fatores: contexto macroeconômico, qualificação e incentivos da burocracia, instrumentos utilizados, nível de desenvolvimento do país, etc.. A adequação dos instrumentos varia de acordo com uma série de aspectos: o tipo de sistema financeiro que predomina no país (mercado de capitais ou sistema de crédito); o tipo de vínculo entre os agentes do setor privado (empresas produtivas - bancos, por exemplo) e destes com o Estado; estrutura patrimonial das empresas; grau de desenvolvimento econômico (nível de renda da população, estágio da concentração e centralização do capital, etc); estrutura de poder, etc..

Duas conclusões importantes para o nosso estudo foram elaboradas na análise desenvolvida nesta parte teórica: (i) o financiamento por meio do mercado de crédito se mostrou mais eficiente que os modelos centrados no mercado de capitais nos países analisados pelos autores utilizados, tanto pelo barateamento dos custos como por facilitar que os recursos atinjam as finalidades de investimento e desenvolvimento; (ii) políticas industriais foram mais bem sucedidas em países em que o Estado detinha um maior controle dos fluxos financeiros na economia.

Quanto à segunda conclusão, deve-se notar que os autores fazem uma série de qualificações quanto às condições de sucesso das intervenções públicas. Entre elas deve-se destacar: (i) a intervenção pública não deve degenerar em instabilidade macroeconômica, isto é, deve-se preservar de certa forma o controle fiscal e monetário; (ii) a política a ser adotada deve ser negociada entre as partes interessadas (envolvidas), se possível obtendo-se um consenso sobre a mesma, de modo a que haja um maior comprometimento dos agentes com as metas; (iii) monitoração adequada pelo setor público com constante troca de informações com os agentes envolvidos de modo a se fazer um acompanhamento e avaliações permanentes com possibilidade de revisões nos planos; é interessante que haja mecanismos de retaliação por parte do governo em caso de baixo comprometimento, desvios de rota ou mau uso dos recursos por parte dos agentes beneficiados pela política pública; neste sentido, deve-se destacar a necessidade de que o órgão regulador/planejador não seja capturado pelos agentes privados envolvidos sob o risco de desestimular a

monitoração e o efetivo cumprimento das metas que devem ser especificadas com clareza; (iv) coerência com as demais políticas e áreas de atuação do setor público.

Quanto à comparação entre mercado de crédito e de capitais, a maior eficiência do primeiro é associada ao fato de implicar em movimentos menos disruptivos de controle por parte dos fornecedores de capital. Em modelos baseados no crédito, limitações de empréstimos, maiores dificuldades de refinanciamento e outros mecanismos podem ser utilizados para sinalizar descontentamentos, forçando correções que podem assumir a forma de um processo gradual. Já no mercado de capitais, além de uma maior dificuldade de controle dos gerentes pelos acionistas, pois em muitos casos estes são pulverizados, o descontentamento se manifesta na forma de trocas de direção, vendas massivas de papéis, e outros movimentos que tendem a assumir contornos de ruptura, afetando a estabilidade e os incentivos dos agentes. Deve-se notar, porém, que os títulos de renda variável como instrumento de financiamento podem gerar dois fatores positivos em termos de desenvolvimento que não se colocam no mercado de crédito: em primeiro lugar, por não corresponder a uma obrigação fixa de pagamento, em contextos recessivos as firmas possuem maior grau de manobra para se ajustarem, sem ter, por exemplo, que reduzir drasticamente a produção ou induzir a amplos processos de falências; e, em segundo lugar, viabiliza estratégias de longo prazo sem obrigações constantes de repagamento ficam menos sujeitas às incertezas das variações nas taxas de juros e aos humores do mercado e dos bancos em termos de preferência pela liquidez (a maior liberdade dos tomadores de recursos pode ser visto também como um aspecto negativo). Essas vantagens podem ser incorporadas ao mercado de crédito por meio da intervenção do governo. O governo pode, por exemplo, desenvolver seguros contra flutuações macroeconômicas ou ainda desenvolver fundos para a concessão de créditos *stand-by* nestas situações.

O argumento da instabilidade também é utilizado para mostrar que a liberalização financeira, conforme preconizada pelo "Consenso de Washington", não levaria aos resultados previstos pela teoria. Em primeiro lugar, as elevações propostas nas taxas de juros não trariam necessariamente uma elevação na poupança por vários motivos: o efeito-renda pode superar o efeito-substituição (no caso dos poupadores), poupança pública e poupanças contratuais podem ser reduzidas, e além disso, a capacidade de geração de lucros pelas empresas pode diminuir pela deterioração patrimonial das mesmas. E, mesmo que se

elevasse a poupança, isto não necessariamente significaria uma maior canalização para o investimento, mas poderia, simplesmente, acirrar processos especulativos dadas as maiores oportunidades de troca de posições entre ativos possibilitadas aos agentes. E quanto à melhor alocação, a liberalização e a intensificação do movimento de capitais, tanto interno (mercado de ativos) como externo (mercado de câmbio) pode levar a distorções de sinais, pela maior volatilidade nas taxas de juros, câmbio e preços de ativos, induzindo a tomada de decisões erradas pelos agentes. E, por fim, a liberalização amplia a instabilidade ao elevar os riscos de crise financeira: menores margens de segurança das instituições, maior alavancagem, maior volatilidade de preços (amplia o risco dos ativos, que ainda pode ser contaminado pelos movimentos cambiais), maior integração de mercados potencializa o efeito contágio, menores possibilidades de controle pelas autoridades nacionais, etc.. Introduce-se o chamado risco-sistêmico. Os maiores riscos associados à volatilidade de preços básicos levaram a uma série de inovações com mecanismos de *hedge* e ampliação da liquidez dos ativos que se podem ter eficiência para minimizar o risco a nível de instituições individuais, não o garante para o sistema como um todo, podendo inclusive agravá-lo pela intensificação das atividades financeiras.

Esta série de questões tentamos trazer para a análise do caso brasileiro. Como vimos, o modelo de financiamento brasileiro vigente ao longo do desenvolvimento econômico baseava-se no mercado de crédito centrado no Estado que atuava como capital financeiro geral. A captação da poupança por parte do Estado se dava por meio dos fundos de poupança compulsória, do endividamento público (interno e externo) e das instituições financeiras públicas (Banco do Brasil, bancos estaduais, caixas econômicas, etc.). Além de determinar a alocação destes recursos, o governo ainda se utilizava de critérios de direcionamento dos recursos captados pelo setor privado: parcela dos depósitos a vista para a agricultura e pequenas e médias empresas, por exemplo, recursos das cadernetas de poupança para o financiamento imobiliário; critérios para aplicação das reservas dos fundos de pensão e seguradoras, etc..E também recorria a outros incentivos para afetar as decisões de investimento dos agentes: incentivos fiscais regionais e setoriais, política de preços, política cambial, tarifas, etc.. Outra parte significativa do investimento era realizada diretamente pelo Estado no âmbito das empresas estatais e das Administrações Direta (governos federal, estadual e municipal).

Percebe-se que no Brasil, parecia haver, a princípio, um forte controle do fluxo de recursos financeiros pelo Estado o que, conforme destacado por Zysman (1988) e outros autores, o credenciava para obter maior sucesso na implementação de políticas industriais.

Além do Estado, a outra face do financiamento de longo prazo era os recursos externos. A importância destes não decorre de uma necessidade de elevação do nível de poupança, como alegado por uma série de autores, mas para permitir uma maior flexibilidade para a adequação do prazo das operações financeiras aos objetivos da acumulação que o sistema financeiro privado não fazia internamente.

Quanto a este último aspecto, deve-se notar algumas características da reforma financeira de 1964 que buscava implantar um sistema financeiro moderno no país. Em primeiro lugar, ela pautou-se pela especialização das instituições no objetivo de garantir o desenvolvimento das diferentes linhas de crédito. Em segundo lugar, criou os bancos de investimento com o objetivo de dinamizar o mercado de capitais a partir do desenvolvimento das operações de *underwriting* com garantia firme. E além disso, concedeu uma série de estímulos para o aprofundamento do mercado de capitais, por exemplo o D.L. 157. Em terceiro lugar, garantiu taxas de juros reais positivas com a introdução da correção monetária para estimular o direcionamento dos recursos para o sistema financeiro: ampliar a poupança financeira (aprofundamento financeiro).

As duas primeiras medidas sinalizavam a intenção de montar no país um modelo de financiamento do tipo norte-americano com bancos comerciais especializados nas operações de curto prazo e o *funding* sendo obtido no mercado de capitais, colocando-se os bancos de investimento como agentes centrais no processo de financiamento de longo prazo. Note-se, porém, que a terceira medida colocada, a criação de ativos de renda real fixa levava a um esvaziamento do mercado de capitais fazendo com que a demanda que para ele se direcionava decorresse de incentivos fiscais ou da busca de rápidos ganhos de capital (especulação), ou seja, não se constituiu o investidor em ações no país. A fragilidade do mercado de capitais, como vimos, ainda decorria da estrutura patrimonial das empresas brasileiras e da própria regulamentação que, ao que parece, pretendia evitar vazamentos de lucro das empresas (garantindo o máximo de reinvestimento) e a perda de controle da mesma pelos proprietários. As dificuldades para o desenvolvimento deste mercado eram tão previsíveis nas reformas que já naquele momento permitiu-se aos bancos de investimento

atuarem no mercado de renda fixa. Isto gerou outro problema ao mercado: o desinteresse das instituições pelo seu desenvolvimento ficando apenas algumas poucas frágeis instituições operando neste segmento.

O sistema permaneceu baseado no crédito com predomínio dos bancos comerciais. Como vimos, não é da natureza destas instituições que operam com recursos de curto prazo o alongamento das operações ativas. Isto só ocorre em institucionalidades específicas em que exista um maior entrelaçamento patrimonial banco-indústria, um intenso mercado interbancário que permita cobrir necessidades temporárias de liquidez, ou ainda, e principalmente, quando existam garantias públicas de liquidez, por exemplo, o redesconto seletivo. Nenhum destes elementos fazia parte do quadro institucional brasileiro.

Ao que tudo indica, o objetivo na reforma de 1964 não era uma maior vinculação entre o sistema financeiro e o financiamento da acumulação. O papel reservado a este era atender às necessidades de circulação da economia: crédito ao consumidor e capital de giro.

A solução brasileira para o financiamento de longo prazo centrada no Estado foi bastante engenhosa, integrando operações de captação externa (empréstimos bancários), operações de mercado aberto, fundos de poupança compulsória e um duplo comando no controle monetário. A colagem do sistema financeiro nacional ao internacional e a permissividade de captação externa pelas empresas brasileiras, com a possibilidade de transferir os encargos e riscos dos empréstimos externos ao governo era um primeiro instrumento tanto para adequar a oferta de liquidez à demanda escapando ao controle do BACEN e, com isso, atender necessidades de *finance*, como para garantir o *funding* (captando a longo prazo no mercado externo, muitas vezes com o aval do Tesouro Nacional). Esses recursos captados no exterior, totalmente desvinculados da necessidade de poupança da economia, eram esterilizados em operações de mercado aberto com títulos públicos, ou seja, fazia-se a conversão de recursos aplicados no curto prazo em longo prazo, deixando no seu rastro o endividamento externo e do setor público. E o outro mecanismo que garantia o *funding* eram os fundos de poupança compulsória que captavam parcela do incremento de renda decorrente da expansão econômica na forma de recursos de longo prazo.

Quanto à compatibilização do *finance*, isto é, das condições de liquidez à requerida pela circulação produtiva, além da colagem ao sistema financeiro internacional e das



operações de mercado aberto, um instrumento bastante interessante no Brasil foi a vinculação BACEN - Banco do Brasil por meio da conta-movimento. Esta permitia ao BB avançar operações de crédito e cobrir suas posições através da emissão monetária do BACEN. Deve-se notar que no Brasil, a política de reservas do BACEN foi utilizada inicialmente como um instrumento de troca junto aos bancos para compensá-los pelos direcionamentos de crédito (tanto é assim que permitia-se a remuneração das reservas que poderiam ser feitas em títulos públicos) e o redesconto foi utilizado de modo discricionário para induzir ao processo de concentração bancária. Assim, estes dois instrumentos deixaram de ser utilizados para fins de política monetária, que centrou-se nas operações de mercado aberto.

Com a profunda concentração dos recursos no Estado, este conseguiu ditar o ritmo da acumulação comandando o processo de concentração do capital na economia brasileira. Este se fez acompanhado de um grande aprofundamento financeiro: ampliação das relações de débito e crédito, propiciadas pelo sistema financeiro privado para atender às necessidades da circulação, e endividamento público e externo avançando a acumulação.

O problema neste padrão de financiamento era seu caráter instável que decorria da dualidade monetária e da forma de atuação do Estado no comando da acumulação assumindo as posições passivas, mas não as ativas. Estes problemas geram o fenômeno do “*spread* negativo” e potencializam a lógica especulativa do sistema financeiro (“ciranda financeira”).

Como destacamos, no objetivo de desenvolver o sistema financeiro no país, o governo introduziu a indexação dos ativos financeiros e patamares mínimos para a remuneração da poupança interna que era dada pelo nível de rentabilidade das cadernetas de poupança. O objetivo era claramente manter elevadas taxas de juros reais aos aplicadores para estimular o direcionamento da poupança para o mercado financeiro. O momento em que este processo se deu, como vimos, era caracterizado ao nível internacional por excesso de liquidez, profundas reduções nas taxas de juros e menores custos para a tomada de empréstimos por parte dos países em desenvolvimento. A permissividade para captação externa juntamente com o diferencial de juros e a inadequação em termos de prazos dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro privado levaram a uma grande entrada de recursos externos cuja contrapartida era a expansão do endividamento público interno,

sendo que a própria remuneração dos títulos públicos superava o custo da captação externa justificando a busca de recursos para ganhos de arbitragem, sendo que esta perda era incorrida pelo governo que estava, assim, subsidiando a captação externa. O crescimento da dívida externa colocava pressões pelo lado de seus serviços para a sua própria expansão e, como contrapartida a expansão do endividamento interno do setor público, dando início ao processo da ciranda financeira, com os títulos públicos tornando-se moeda endógena ao sistema financeiro. Este é um primeiro foco de instabilidade da lógica de operação do sistema financeiro e a forma que assumiu no Brasil o descolamento entre acumulação financeira e real, que traria uma série de pressões negativas sobre o equilíbrio fiscal e patrimonial do setor público.

Este processo era agravado pela chamada dicotomia operacional do sistema financeiro. Com a reforma de 1964 passou-se a ter mais de uma unidade de conta no sistema financeiro: operações em termos reais (pós-fixadas) e em termos nominais (pré-fixadas), conforme destacamos. O funcionamento estável deste sistema pressupõe estabilidade (previsibilidade) das taxas inflacionárias (o que requer baixos níveis de inflação), pois caso contrário leva a movimentos de fuga dos ativos pré-fixados a favor dos pós, por parte dos aplicadores e o movimento inverso por parte dos tomadores. Ou seja, cria-se um excesso de oferta nos setores que operam pós-fixados (basicamente o Estado) e uma falta no setor nominal. Isto traz várias pressões ao Estado: empresta a taxas pré-fixadas para os setores financeiramente mais frágeis da economia, cobrir as necessidades de liquidez do setor nominal, fornecer ativos pós-fixados para a valorização dos recursos canalizados para o sistema financeiro. Como consequência aparece o "*spread* negativo", isto é, o Estado captando em termos reais e repassando em termos nominais a taxas subsidiadas. As posições passivas do Estado vão se ampliando neste processo, sem uma contrapartida nas contas ativas.

O fenômeno do *spread* negativo está na raiz dos problemas enfrentados pelos fundos de poupança compulsória, como vimos. Os recursos direcionados a estes fundos tinham garantia de rentabilidade real, mas por outro lado eram emprestados a setores prioritários a taxas de juros negativas, conforme exemplificado no financiamento habitacional em que uma série de benefícios foram concedidos aos mutuários do sistema (subcorreção de prestações, defasagens entre as correções do saldo devedor e das prestações, etc.) e no caso do

BNDES, que emprestava a setores prioritários com correção monetária dos empréstimos fixada abaixo da inflação para setores prioritários. Com este expediente, o retorno das operações ativas tornava-se insuficiente para cobrir os custos dos passivos.

Um outro exemplo em que o Estado assumiu o passivo mas não o ativo é dado pelo processo de estatização da dívida externa. Neste caso, quer pela utilização das empresas estatais para captarem os recursos externos necessários para fechar as contas decorrentes do primeiro choque do petróleo e depois para acumular reservas (mantendo o funcionamento da economia), quer pelo processo de transferência da dívida externa do setor privado para o governo que passou a assumir seus custos e riscos (de taxas de juros e câmbio), estatizou-se o passivo da economia para manter as condições de valorização produtiva sem que o Estado tenha se apropriado dos ativos que pudessem suportar estes passivos e garantir a apropriação futura de parcela do excedente que permitisse fechar suas contas. Esta é uma característica do desenvolvimento brasileiro, a socialização dos prejuízos e a privatização dos lucros. Este processo ao forçar o crescente endividamento do setor público alimentava a valorização financeira, conforme destacado acima.

Percebe-se que por vários aspectos que se analise, os germes da crise financeira estão embutidos no modelo e, esta pela centralidade do Estado, é ao mesmo tempo uma crise fiscal. Note-se que o funcionamento deste modelo necessitaria de crescimento econômico constante que permitisse a contínua ampliação do fluxo de recursos para os fundos de poupança compulsória e dos recursos fiscais para o Estado viabilizando a manutenção do endividamento público sob controle. Qualquer reversão nas condições do endividamento público ou nas taxas de crescimento econômico, poderiam desembocar na crise financeira, uma vez que o crescimento das dívidas públicas (interna e externa) ampliava a vulnerabilidade do padrão de financiamento. Estes dois problemas acontecem simultaneamente no final dos anos 70: a elevação nas taxas de juros internacionais, a valorização do dólar a nível mundial (a dívida externa era praticamente toda expressa em dólares), a profunda recessão nos países centrais nos primeiros anos da década de 80 (diminuição nos termos trocas e impacto recessivo nos países em desenvolvimento), o final do II PND e o esgotamento do modelo de desenvolvimento brasileiro com tendências à retração nas taxas de crescimento econômico.

Neste quadro começa a materializar-se a situação de crise financeira. Esta era magnificada pela própria lógica financeira introduzida no PAEG: indexação, curto-prazismo do sistema financeiro e uma profunda eficiência do mesmo em fazer multiplicar as relações de débito e crédito da economia. Estes pontos traziam como consequência a deterioração ainda maior nas condições de financiamento do setor público que passou a ter que substituir financiamento externo por um maior financiamento junto ao sistema financeiro nacional o que se fazia a juros crescentes e prazos cada vez menores, levando ao limite a lógica da moeda indexada. Com a crescente a indexação da economia, a inflação entra em trajetória explosiva. Constitui-se a “crise financeira à brasileira”. Como destacado ao longo do trabalho esta não necessariamente se materializaria, caso o governo conseguisse na reversão das condições econômicas do início dos anos 80 financiar-se internamente em condições adequadas de prazos, permitindo estender no tempo os custos do ajustamento a uma nova situação.

A análise do funcionamento do padrão de financiamento pós-64 e da atuação do Estado é bastante elucidativa para vários aspectos. Como destacamos, o controle dos fluxos financeiros pelo Estado facilita o processo de transformação industrial. Isto ficou evidente no II PND, quando o Estado conseguiu contrarrestar a tendência de reversão do crescimento que se colocava em 1974 e promover uma profunda transformação na base produtiva da economia avançando os setores de bens intermediários e bens de capital. Porém, este próprio período aponta as fragilidades da institucionalidade brasileira.

A primeira falha decorre do fato de o padrão financeiro não só não conseguir evitar a degeneração das condições macroeconômicas como potencializá-la: ampliação dos desequilíbrios fiscais e descontrole monetário pela institucionalização da lógica da moeda indexada, cuja própria expansão autônoma gera maiores pressões de deterioração fiscal. Este é o primeiro fator que nos leva a relativizar o “sucesso” da experiência brasileira.

Um segundo problema de fundamental importância que passamos ao largo ao longo da tese é a questão da sustentação política do Estado. Como dissemos, um dos elementos a garantir o sucesso de estratégias industriais comandadas pelo Estado é a negociação do projeto de modo a se obter o respaldo e o comprometimento social. No caso do II PND, este foi um projeto do Estado centrado em si mesmo com a “compra” de algum tipo de apoio dentro da lógica brasileira: obras para empreiteiras, valorização garantida no SF,

colagem a um processo de desenvolvimento regional revitalizando as velhas oligarquias. Este apoio não significou nenhum comprometimento com o plano, não possibilitando adequar o lado mais delicado do II PND: a questão do financiamento. Assim, este constituía-se uma série de investimentos públicos (gastos) sem nenhum esquema de transferência de renda ao Estado, que contou apenas com recurso ao endividamento. A falta de comprometimento político com o programa era por si só mais um elemento de degeneração do padrão de financiamento, uma vez que mantinha toda a economia protegida sob o guarda-chuva do Estado, sem que se garantisse no futuro o socorro em condições adequadas ao protetor.

E um terceiro ponto também relacionado à questão política é o problema do “*spread* negativo” e sua relação com a monitoração e a seleção. A existência de taxas de juros negativas não constitui necessariamente um problema e é, inclusive, um importante elemento em qualquer política desenvolvimentista. O retorno do projeto financiado induz ampliações da renda e da poupança e caso o Estado capte parcela do incremento não produz-se necessariamente um desequilíbrio intertemporal. O problema aparece caso o projeto financiado com taxas negativas não gere este incremento de renda. O quadro político brasileiro fez com que , não só o Estado não conseguisse se apropriar dos incrementos gerados nos projetos rentáveis, como levou a utilização de recursos, que deveriam ser remunerados em termos reais a seus proprietários, a fundo perdido, quer por ingerência política na seleção (recursos obtidos por meio de *lobby* ou troca de favor político) quer pela ausência de monitoração (para os recursos obtidos por favorecimento político já nem faz sentido falar em monitoração, pois a finalidade já é conhecida *ex-ante*, já muitos dos recursos que foram cedidos para expansão produtiva, crédito agrícola, por exemplo, acabaram por retornar à esfera da valorização financeira). Ainda quanto à monitoração, outro entrave que se colocava era a não credibilidade das ameaças públicas e a não existência de metas claras, como por exemplo, no projeto da informática. Apesar destes problemas pode-se dizer que parcela dos problemas de seleção foram superados pela intervenção pública no financiamento e conseguiu-se viabilizar a implantação de uma série de setores inexistentes no país e que, por isso mesmo, não conseguiriam obter outras linhas de financiamento.

Além destes problemas, as instituições financeiras públicas e os fundos de poupança compulsória tiveram outras dificuldades decorrentes do volume de empréstimos concedidos ao setor público como forma de compensar no caso de estados e municípios a forte centralização fiscal ao longo do regime militar e no caso das empresas estatais as políticas de controle tarifário como forma de combater a inflação ou ampliar a transferência de renda ao setor privado. Neste caso, a crise fiscal fez com que grande parte dos ativos desses agentes virassem irrecuperáveis. Assim, recessão com diminuição do fluxo de novos recursos, *spread* negativo e inadimplência com baixo retorno do ativo levou à crise o sistema financeiro público. Sem os recursos externos e com a lógica especulativa do sistema financeiro privado, a década de 80 viu acabar o financiamento de longo prazo na economia brasileira. Sem financiamento e sem um modelo de desenvolvimento, com a perda de capacidade do Estado em rearticular novos projetos, os investimentos escassearam e atravessamos a “década perdida” empobrecendo a população e deixando profundas sequelas para o futuro.

Como destacamos, a crise brasileira deu-se em um contexto de profundas transformações a nível mundial, com a hegemonia do projeto neoliberal preconizando o Estado mínimo, a desregulamentação, a liberalização financeira e comercial, o fortalecimento do mercado e da concorrência como a solução para todos os problemas econômicos. A nível financeiro, como vimos, este processo levou a uma série de modificações, com destaque para a securitização, a institucionalização da poupança, o crescimento dos mercados de capitais *vis a vis* os sistemas de crédito e a globalização. Este projeto foi vendido praticamente no mundo todo e tem sido colocado como um caminho irreversível e os países que desejarem retomar o desenvolvimento terão que se adaptar as novas regras do jogo. Tentamos analisar no último capítulo, como algumas destas transformações têm ocorrido na economia brasileira e se é possível vislumbrar um novo padrão de financiamento de longo prazo para a economia brasileira a partir da inserção do país nas regras no jogo. Nos prendemos a três aspectos: a volta dos recursos externos, o crescimento dos investidores institucionais e a privatização. Estes são os elementos colocados como necessários para constituir-se um novo modelo de financiamento de longo prazo centrado no mercado de capitais.

Ao analisar a reinserção da economia brasileira no fluxo voluntário de recursos externos constatamos que os recursos ingressantes são principalmente de curto prazo e estão totalmente desancorados de qualquer projeto de investimento. A motivação para a volta dos recursos parece novamente ter sido um excesso de liquidez a nível internacional, dado a recessão e a queda dos investimentos verificadas nas economias centrais no início da década e a queda nas taxas de juros nos EUA, em um contexto de elevadas taxas de juros interna. Conforme assinalado, em 6 semanas no Brasil obtinha-se o retorno de um ano nos EUA. Novamente com a permissividade dada ao capital estrangeiro, estamos aceitando passivamente as condições impostas pela necessidade de valorização do capital estrangeiro. Algumas considerações tornam esta situação preocupante.

Em primeiro lugar, o caráter fortemente especulativo dos recursos pode ser visto pela ausência de qualquer melhora nos indicadores econômicos do país (os chamados fundamentos) no momento em que retomou-se o fluxo de recursos. A maior integração ao sistema financeiro internacional, com a maior abertura financeira dentro da lógica de que apenas permitindo-se a saída tem-se a entrada, e o tipo de instrumento pelos quais os recursos estão entrando traz a preocupação do refluxo a qualquer alteração no contexto internacional ou qualquer suspeita quanto a insustentabilidade do câmbio, por exemplo. Diferentemente da década de 70, quando predominavam os empréstimos bancários e que apesar das taxas de juros flutuantes significarem um grande risco e vulnerabilidade externa, os recursos eram mais estáveis, os recursos hoje podem sair com muito mais rapidez e, além disso, com a maior liberalização tem-se uma grande facilidade para se realizar a "fuga de capitais" legalmente. Ou seja, apesar do significativo volume de reservas não estamos imunes à crises cambiais e voltar a passar pelos problemas enfrentados nos anos 80. A liberalização cambial e a maior entrada de recursos externos no Brasil ilustra bem os problemas levantados por Akýuz que destacamos no capítulo 2 a respeito da instabilidade que gera. Estes recursos não só não vieram para investimentos, pelo contrário, voltaram em um momento de retração das taxas de investimento da economia brasileira, o que por si só já levanta dúvidas quanto à capacidade futura de honrá-los e do custo em caso de refluxo, como serviram para ampliar a instabilidade e deteriorar ajustamentos anteriormente realizados.

Com a volta dos recursos externos, a taxa de câmbio tornou-se muito mais volátil apresentando uma tendência a apreciação. Isto não só levou à deterioração do saldo em transações correntes como ao favorecer os produtores estrangeiros desestimula os investimentos dos setores *tradeables*: exportáveis e concorrentes de importados. Este processo tornou-se mais dramático no Brasil pela velocidade com que foi realizada a abertura comercial brasileira no início dos anos 90 em um contexto de profunda instabilidade macroeconômica - inflação alta, recessão, elevadas taxas de juros internas e sem linhas de financiamento adequadas - que impossibilitava às empresas ajustarem-se com investimentos ao novo quadro. As dificuldades podem ser sentidas em uma série de setores econômicos com tendência ao desaparecimento, com o que a variável de ajuste na economia tem sido o desemprego crescente.

Em termos de poupança, deve-se notar ainda que o efeito líquido da entrada de recursos externos é insignificante. A contrapartida destes recursos, dada a política cambial, tem sido o crescimento do endividamento público, cujo custo é significativamente superior ao obtido pela aplicação das reservas. Deste modo, o que se ganha com a entrada de recursos não compensa a deterioração que se verifica na poupança pública e na das empresas que perdem competitividade frente às estrangeiras.

As distorções de sinais provocadas pelos recursos externos, a instabilidade que tem gerado e seu caráter especulativo, não o colocam como uma alternativa viável para ancorar um novo modelo de financiamento. Requer-se fontes internas que permitam segurança para se retomar o investimento. Um outro ponto importante neste sentido, é que apesar das empresas brasileiras conseguirem captar recursos no exterior a uma taxa significativamente inferior as praticadas no mercado interno, o custo para as empresas brasileiras ainda é bastante superior em relação a de outros países. Este maior custo do capital não deve ser desconsiderado quando busca-se expô-las a uma maior concorrência.

Dentre as fontes internas de financiamento, coloca-se os fundos de pensão como a melhor alternativa, uma vez que seu *funding* é de longo prazo e como tal teria uma vocação natural para aplicar em ativos de longo prazo. Este papel, segundo os analistas, tenderia a crescer significativamente com uma reforma previdenciária de cunho privatizante. Apesar de concordar que os recursos dos fundos de pensão não podem ser descartados na montagem de um novo padrão de financiamento, uma série de qualificações devem ser feitas.



Em primeiro lugar, não se deve esquecer que grande parte do crescimento verificado no patrimônio destas entidades nos últimos anos, tem por base, em última instância, recursos fiscais dado o predomínio das empresas estatais enquanto patrocinadoras e a relação entre as contribuições do empregador e do empregado. Esta situação não deve se manter.

Em segundo lugar, verificou-se até o momento que as aplicações dos fundos de pensão tem acirrado movimentos especulativos nos mercados de ativos em que atuam.

Em terceiro lugar, quanto à possibilidade de sistema previdenciário predominantemente privado no Brasil e seu potencial de crescimento, as condições do mercado de trabalho no Brasil (elevada volatilidade e informalidade do emprego) e os baixos níveis de renda da maior parte da população levam a um forte ceticismo quanto a esta alternativa. O resultado final pode ser uma deterioração da poupança nacional, pois o Estado continuará arcando com aqueles que não conseguem gerar um fundo condizente com as necessidades de aposentadoria (ampliar-se-ão os gastos com assistência social, sendo que haverá perda de receita pelo Estado).

Uma alternativa interessante no campo previdenciário seria o desenvolvimento de “poupanças previdenciárias” voluntárias com garantias pública de rentabilidade nos moldes das atuais cadernetas de poupança, mas que se constituiriam recursos de longo prazo, e com participação de instituições financeiras públicas na sua gestão direcionando-os para investimentos geradores de emprego. Quanto aos fundos de pensão e a planos de previdência privados estes continuariam existindo da atual forma, sendo definidos, os primeiros no âmbito das negociações trabalhistas entre empregados e empregadores e os segundos concorrerem com outras formas de aplicação, mas para se tornarem atrativos pode-se considerar esquemas de tributação apenas na retirada dos benefícios, como regulamentado recentemente. O importante é constituir mecanismos que direcionem estes recursos para o financiamento de longo prazo. Neste sentido a proposta de uma aproximação com o BNDES é muito atraente, conforme levantado no trabalho de Pinheiro (1994).

O terceiro ponto elencado para melhorar as condições de financiamento na economia era a privatização. Esta era colocada tanto como a forma de viabilizar um ajustamento patrimonial do setor público, cancelando passivos com a venda de ativos, como uma maneira de retomar o investimento a partir do direcionamento da poupança privada. As privatizações

no Brasil após o início pelas empresas das chamadas "conta-hospital" na década de 80 (governo Sarney), entrou no início dos anos 90 no Setor Produtivo Estatal propriamente dito: setores siderúrgico e petroquímico, essencialmente. Ao avaliarmos o impacto das vendas das estatais sobre as finanças públicas uma série de dúvidas se colocam pela forma como foi realizado o processo, com o recurso às chamadas "moedas-podres". Várias discussões se originaram desta questão. Em geral, alega-se que, se a diminuição do fluxo de despesa associado à dívida cancelada for superior ao fluxo de receita decorrente do ativo privatizado, houve uma melhora em termos fiscais. O fluxo de recebimentos que os detentores das dívidas atribuíam a estas era extremamente baixo pelo deságio que se verificava nas negociações com estes títulos no mercado secundário. O governo aceitou estes títulos pelo valor de face nos leilões e ao se observar os preços de liquidação das estatais verifica-se que o ágio entre o preço de venda e o preço mínimo situou-se próximo de zero na maior parte dos casos. Se a avaliação do preço mínimo foi feita corretamente de acordo com as perspectivas de receita do ativo, sem embutir o possível deságio desejado nos títulos públicos, tende-se a concluir que o governo incorreu em perdas garantindo ao setor privado a apropriação do deságio das moedas. Assim, não se tem verificado um ganho fiscal decorrente do processo de privatizações.

O outro ponto elencado nas privatizações é a concessão dos serviços de utilidade pública ao setor privado como forma de se retomar os investimentos infra-estruturais. Novamente concordamos que esta é uma das maneiras possíveis em se retomar estes investimentos extremamente necessários e que se encontram profundamente defasados no caso brasileiro, e que o setor público se encontra impossibilitado de avançá-los. Nas palavras de Rangel, esta é uma necessidade para se reconstituir o mecanismo da hipoteca e poder direcionar recursos para o setor. Tirando os problemas sociais que podem emergir da privatização, como por exemplo, encarecimento dos serviços para a população de baixa renda devido à eliminação do subsídio cruzado, ou mesmo decorrente do desinteresse do setor privado em atender determinados segmentos do mercado, alguns problemas ainda se mantêm. As experiências de *project financing* nos países em desenvolvimento, apesar de uma participação minoritária, não descartam a presença do setor público, quer prestando seguros contra oscilações nas condições macroeconômicas, seguros monetários, cambiais, etc.; quer como aportadores de recursos, provedores de linhas de crédito *stand by*, ou ainda

como garantidores de rentabilidade mínima. Mesmo para essas funções, ainda que não demandem tantos recursos quanto a totalidade do investimento exige-se capacidade financeira do Estado. As propostas existentes são a criação de impostos direcionados à constituição de fundos infra-estruturais (o que está vetado no Brasil), à criação de bancos de desenvolvimento de infra-estrutura cujos recursos viriam de aportes de recursos do tesouro ou ainda dos impostos vinculados acima citados, que garantiriam a contraparte interna de recursos levantados junto a agências multilaterais, obtenção de recursos a partir do recurso a contribuição de melhorias, para determinadas obras, etc.. Apesar deste parecer ser o caminho, ainda estamos bastante defasados no caso brasileiro, as concessões e a privatização destes segmentos foram aprovadas mas ainda não se definiu praticamente nada quanto às questões da regulamentação e das tarifas que são de fundamental importância para se definir o interesse do setor privado. Deverão ser criados alguns mecanismos que garantam a provisão dos serviços à população de baixa renda em quantidade e preços adequados. E além disso, a definição do papel do Estado quer como regulador quer como participante e suas fontes de recursos também devem ser definidas.

A discussão sobre algumas das modificações no período recente na questão do financiamento na economia brasileira nos leva a concluir que muito pouco se avançou para resolver o problema. Dificilmente poderemos descartar a atuação dos bancos de desenvolvimento públicos, em qualquer padrão que se venha a constituir, tanto para dar uma maior estabilidade às condições de financiamento como para garantir o direcionamento de recursos para setores prioritários (infra-estrutura, por exemplo) e para aqueles mais frágeis (modernização de empresas nacionais, pequenas e médias empresas, etc). Dado o caráter público destas instituições, no direcionamento de recursos um dos critérios que deve sempre estar presente é a questão da geração do emprego. Quanto ao *funding*, não se pode abrir mão de recursos estáveis de longo prazo, neste sentido, mantém-se a necessidade dos fundos de poupança compulsória. Considerando-se as características do mercado de trabalho na economia brasileira, deve-se pensar em prol da estabilidade dos recursos do fundo que estes sejam formados a partir de contribuições sobre o faturamento das empresas. Estas notas finais são apenas objetos para futura reflexão.

## BIBLIOGRAFIA

- ABDE (1994) **Financiamento do Desenvolvimento: Políticas de Financiamento de Longo Prazo, Funding e Formatação das Instituições Financeiras de Desenvolvimento**; Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento.
- ABECIP (1994(a)) **O Sistema Financeiro da Habitação em seus 30 anos de existência: realizações, entraves e novas proposições**; São Paulo, Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança.
- ABECIP (1994(b)) **A Securitização da Dívida do FCVS**; São Paulo, Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
- ABRAPP (1992) **Cenários da Previdência Social e Reflexos para os Fundos de Pensão**; Associação Brasileira das Entidades de Previdência Privada; Estudo realizado pela EPGE/FGV.
- ABRAPP; *Jornal da Abrapp*, vários números
- ABREU, M.P. (org) (1990) **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana - 1889-1989**; RJ, Campus
- AGLIETTA, M. (1979) **Regulación y Crisis del Capitalismo México**; Siglo Veintiuno editores.
- AGLIETTA, M., et alli (1990) **Globalisation Financière: l'aventure obligée**; Paris, Economica
- AGLIETTA, M. (1995) "O Sistema Monetário Internacional: Em busca de novos princípios"; In: **Economia e Sociedade** n° 4
- AKYUZ, Y. (1992) **On Financial Openess in Developing Countries**; UNCTAD
- AKYUZ, Y. (1993) **Financial Liberalization: The Key Issues**; UNCTAD Discussion Papers n° 56.
- AKYUZ, Y e CORNFORD, A. (1994) **Regimes for International Capital Movements and some Proposals for Reform**; UNCTAD Discussion Papers n° 83
- ALBUQUERQUE, M.C.C. (1986) "Habitação Popular: Avlição e Propostas de Reformulação do SFH"; In: **Estudos Econômicos**; vol. 16 n° 1.
- ALDRIGHI, D.M. (1994) **Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Uma Análise da Experiência Coreana**; Tese de Doutorado; FEA/USP
- ANDIMA (1995) *Retrospectiva*.
- ARIDA, P. (1985) "O Déficit Público; um Modelo Simples". In: **Revista de Economia Política**, vol. 5, n° 4, out-dez/85.

- ARIDA, P. e RESENDE, A.L. (1985); "Recessão e taxa de juros: o Brasil nos primórdios da década de 80". In: **Revista de Economia Política**, vol. 5, nº 1, jan-mar/85.
- ARRETICHE, M.T.S. (1993) **O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço e as Políticas Habitacionais e de Saneamento Básico**; IESP/FUNDAP, mimeo.
- ASIMAKOPULOS, A. (1986) "Finance, liquidity, saving and investment"; In: **Journal of Post Keynesian Economics**; Vol IX, nº 1,
- AXILROD, S. (1990) **Interdependence of Capital Markets and Policy Implications**; Group of Thirty Occasional Paper nº 32
- BACHA, E.L. (1993) **Latin America's Reentry into Private Financial Markets: Domestic and International Policy Issues**; Texto para Discussão nº 299, Departamento de Economia PUC-RJ
- BAER, M. (1986) **A Internacionalização Financeira do Brasil**. Petrópolis: Vozes
- BAER, M. (1990) "Mudanças e Tendências dos Mercados Financeiros Internacionais na Década de Oitenta" In: **Pensamiento Ibero Americano** nº 18.
- BAER, M. (1993) **O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro**; SP, Paz e Terra, 1993
- BAER, M., CINTRA, M.A.M., STRACHMAN, E e TONETO Jr., R. (1995) "Os Desafios à Reorganização do Padrão Monetário Internacional"; In: **Economia e Sociedade** nº 4
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BOLETIM MENSAL, vários números.
- BANCO MUNDIAL (1994) **Infra-Estrutura para o Desenvolvimento - Relatório Sobre o Desenvolvimento Mundial 1994**
- BARBOSA, F.H. (1993) "La Indizacion de los Activos Financieros: La Experiencia Brasilena"; In: JIMÉNEZ, L.F. (org) **Indizacion de Activos Financieros: Experiência Latino Americanas**; Santiago, CEPAL, SRV Impressos.
- BARROS, O. e MENDES, A.P.F. (1994) "O Financiamento Externo Brasileiro e a Captação de Recursos Via Títulos e Bônus"; In: **Revista do BNDES**, vol 1, nº 1
- BATISTA Jr., P.N. (1988) **Da Crise Internacional à Moratória Brasileira**; São Paulo, Paz e Terra.
- BAUMANN, R. (1996) "Uma Visão Econômica da Globalização"; In: BAUMANN, R. (org) (1996) **O Brasil e a Economia Global**; Rio de Janeiro, Campus.
- BELLUZZO, L.G.M. e ALMEIDA, J.S.G. (1989) "Enriquecimento e Produção - Keynes e a dupla natureza do capitalismo"; In: **Novos Estudos Cebrap**, nº 23, março/1989
- BELLUZZO, L.G.M. e BATISTA Jr, P.N. (Orgs) (1992) **A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional**; São Paulo: Paz e Terra.

- BELLUZZO, L.G.M. e ALMEIDA, J.S.G. (1992); "A Crise da dívida e suas repercussões sobre a Economia Brasileira"; In: BELLUZZO, L.G.M e BATISTA Jr., P.N. (orgs) *op. cit.*
- BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, R. (Orgs.) **Desenvolvimento Capitalista no Brasil - Ensaios sobre a Crise.** Vol. 2. São Paulo: Brasiliense, 1983.
- BHATT, V.V. (1988) "On Financial Innovations and Credit Market Evolution" In: **World Development**, Vol. 16 nº 2.
- BIELSCHOWSKY, R.A. (1975) **Bancos e acumulação de capital na industrialização brasileira - Uma nota introdutória 1935/62**; Dissertação de Mestrado; Brasília, UnB.
- BIS (1992); **62<sup>nd</sup> Annual Report**; Basle, Bank for International Settlements
- BIS (1993); **63<sup>rd</sup> Annual Report**; Basle, Bank for International Settlements
- BIS (1994); **64<sup>th</sup> Annual Report**; Basle, Bank for International Settlements
- BM&F (1993) **Regulations for Foreign Investors in Brazil**; São Paulo, mimeo
- BNDES (1991(a)) **Mercado Financeiro Internacional: Transformações e Tendências**; Texto para Discussão nº 3
- BNDES (1991(b)) **Considerações Sobre o Financiamento do Investimento em Países Selecionados: Japão, Alemanha, Itália e México**; Texto para Discussão nº 4
- BNDES (1992) **BNDES, 40 Anos: Um Agente de Mudanças**; Rio de Janeiro, BNDES.
- BNDES (1994) Homenagem a Ignácio Rangel; In: **Revista do BNDES** vol 1 nº 1, Rio de Janeiro.
- BNDES; **Relatórios Anuais**: de 1988 à 1995
- BNDES; **Políticas Operacionais.**
- BONELLI, R. e MALAN, P.S. (1976) "Os Limites do Possível: Notas sobre Balanço de Pagamentos e Indústria nos anos 70"; In: **Pesquisa e Planejamento Econômico**, vol 6 nº 2
- BONELLI, R. e PINHEIRO, A.C. (1994) "O Papel da Poupança Compulsória no Financiamento do Desenvolvimento: Desafios para o BNDES"; In: **Revista do BNDES**; vol. 1 nº 1.
- BONTEMPO, H.C. (1988) "Transferências Externas e Financiamento do Governo Federal e Autoridades Monetárias"; In: **Pesquisa e Planejamento Econômico**, vol 18, nº 1, abril/1988.
- BOUZAN, A. (1972) **Os Bancos Comerciais no Brasil**; Tese de Doutorado, São Paulo, FEA/USP.
- BOVESPA; **Revista da Bolsa**, vários números

- BRASIL, Leis. **II Plano de Desenvolvimento, 1975 - 1979**. Guanabara: Serviço Gráfico do IBGE, 1974.
- BRUNHOFF, S. (1985) **Estado e Capital, uma análise da política econômica**; Rio de Janeiro, Forense-Universitária.
- BRUNHOFF, S (1978(a)) **A Moeda em Marx**; Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- BRUNHOFF, S. (1978(b)) **A Política Monetária: Um Ensaio de Interpretação Marxista**; Rio de Janeiro
- CALVO, G.A; LEIDERMAN, L. e REINHART, C.M. (1992) **Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s**; IMF Working Papers\92\85
- CALVO, G.A. (1994) **The Management of Capital Flows: Domestic Policy and International Cooperation**; Group of Twenty-Four Conference: The International Monetary and Financial System: Developing Countries Perspectives; Cartagena (confirmar referência).
- CAMERON, R. (org) (1972) **Banking and Economic Development: Some Lessons of the History**; New York, Oxford University Press.
- CARNEIRO, D.D. (1990) "Crise e Esperança: 1974-1980"; in ABREU (org), *op.cit.*
- CARNEIRO, D.D. e MODIANO, E. (1990) "Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984"; in ABREU (org), *op.cit.*
- CARNEIRO, D.D. e GARCIA, M.G.P. (1995) **Private International Capital Flows to Brazil**; Rio de Janeiro, Texto para Discussão nº 333, Departamento de Economia, PUC-RJ.
- CARVALHEIRO, N. (1982) **Bancos Comerciais no Brasil - 1964/1976 Crescimento e Concentração**. Dissertação de Mestrado, São Paulo, FEA/USP
- CARVALHO, C.E. (1992(a)) "Liquidez e Choques Anti-Inflacionários" In: BELLUZZO, L.G.M. e BATISTA Jr., P.N. (orgs); *op.cit.*
- CARVALHO, C.E. (1992(b)) "As dimensões do sistema bancário no Brasil"; In: São Paulo em Perspectiva, vol 6 nº 3
- CARVALHO, C.E. (1993) **Custo de Capital, Condições de Crédito e Competitividade: Condições de Financiamento de Curto Prazo**; Texto elaborado para o Estudo de Competitividade da Indústria Brasileira; MCT/FINEP.
- CARVALHO, F.J.C. (1992) "Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana"; In: BELLUZZO, L.G.M. e BATISTA Jr., P.N. (orgs); *op.cit.*
- CASTRO, A.B. e SOUZA, F.E.P. (1985) **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

- CAVALCANTI, C.B. (1988) **Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna**. Rio de Janeiro: BNDES (12º Prêmio BNDES de Economia).
- CHICK, V. (1994) "A evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros"; In: **Ensaio FEE**, ano 15, nº 1
- CHO, Y. C. (1986) "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well Functioning Equity Markets" In: **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol 18; nº 2.
- CONJUNTURA ECONÔMICA, vários números.
- CORNFORD, A. (1993) **The Role of the Basle Committee on Banking Supervision in the Regulation of International Banking**; UNCTAD Discussion Paper nº 68
- COSTA, R. T.; (1991) "Crise, Mercado de Capitais e Capitalização de Empresas"; In: Velloso, J.P.R. (org); **Fórum Nacional - A Modernização do Capitalismo Brasileiro: Reforma do Mercado de Capitais**; Rio de Janeiro, José Olympio.
- COUTINHO, L.G. e REISCHTUL, H.P. (1983) "Investimento Estatal 1974-1980. Ciclo e Crise" In: BELLUZZO, L.G.M e COUTINHO, R. (orgs); *op.cit.*
- COUTINHO, L.G. e REISCHTUL, H.P. (1977) "O Setor Produtivo Estatal e o Ciclo"; In: MARTINS, C.E. (org.) **Estado e Capitalismo no Brasil**, São Paulo; HUCITEC.
- CRUZ, P.D. (1984) **Dívida Externa e Política Econômica: A experiência brasileira nos anos setenta**. São Paulo: Brasiliense
- CRUZ, P.D. (1983) "Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta" In: BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, R. (orgs), *op. cit.*.
- CRUZ, P.D. (1994) "Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira"; In: **Economia e Sociedade** nº 3
- CYSNE, R.P. (ed) (1995) **Aspectos Macroeconômicos da Entrada de Capitais**; Anais do Seminário Realizado na FGV em 08/12/94; Rio de Janeiro, EPGE -Ensaio Econômicos
- DAIN, S. (1977) "Empresa Estatal e Política Econômica" In: Martins, C.E. (org), *op.cit.*
- DAVIDSON, P. (1986) "Finance, funding, saving, and investment"; In: **Journal of Post Keynesian Economics**; Vol IX, nº 1.
- DIAS, G.L.S. (1995) "Reformas Econômicas: O Eixo Federativo e as Novas Coalizões"; In: SOLA, L e PAULANI, L. (orgs) **Lições da Década de 80**, São Paulo, EDUSP
- DIAS, G.L.S. e AGUIRRE, B.M.B. (1993) "Crise Político Econômica: as raízes do Impasse"; In: SOLA, L. (org.) **Estado, Mercado e Democracia: Política e Economia Comparadas.**; São Paulo, Paz e Terra.



- DIAS, J.(1988) "Concentração e Conglomeração Financeira" In: *Ensaio FEE*, Ano 8, nº1
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985) "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash" In: *Journal of Development Economics*; Vol 19, nº 1.
- DOBSON, W. (1991) *Economic Policy Coordination: requiem or prologue?*; Washington; Institute for International Economics.
- DORNBUSH, R e REYNOSO, A. (1989) "Fatores Financeiros no Desenvolvimento Econômico" In: *Revista Brasileira de Economia*, Vol , nº 4.
- DRAIBE, S. (1985) *Rumos e Metamorfoses: Um Estudo sobre a constituição do Estado e as alternativas de industrialização no Brasil: 1930/1960*. Rio de Janeiro; Paz e Terra.
- FARIA, L.A.F. (1989) "A Inflação Brasileira e a Moeda-Crédito" In: *Desvendando a Espuma: Reflexões sobre a Crise, Regulação e Capitalismo Brasileiro*, Porto Alegre, FEE.
- FARO, C. (1990) *Sistema Financeiro da Habitação: A Questão do Desequilíbrio do FCVS*; *Ensaio Econômico* nº 156, EPGE, Rio de Janeiro
- FERREIRA, C.K.L. (1996) *Financiamento da Indústria e Infra-estrutura no Brasil: Crédito de Longo Prazo e Mercado de Capitais*; Tese de Doutorado, Campinas, IE/UNICAMP.
- FERREIRA, C.K.L. (1993) *Instituições Oficiais de Crédito, Financiamento de Longo Prazo e Mercado de Capitais*; Texto elaborado para o Estudo de Competitividade da Indústria Brasileira; MCT/FINEP.
- FERREIRA, C.K.L. e FREITAS, M.C.P. (1990) *O Mercado Internacional de Crédito e as Inovações Financeiras nos anos 70 e 80*; IESP/FUNDAP; *Estudos de Economia do Setor Público* nº 1.
- FERREIRA, P.C. (1994) *Infraestrutura no Brasil: Alguns Fatos Estilizados*; Rio de Janeiro; EPGE *Ensaio Econômico* nº 251.
- FILARDO, M.L. R. (1980) *Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil*; Rio de Janeiro, BNDES (IV Prêmio BNDE de Economia)
- FILARDO, M.L.R. (1988) *O Investimento das Empresas Brasileiras: Uma Avaliação Empírica*; São Paulo, IPE/USP.
- FIORI, J.L. (1990) *Sonhos Prussianos, Crises Brasileiras: Leitura Política de Uma Industrialização Tardia*, Texto para Discussão nº 201; IEI/UFRJ.
- FIORI, J.L. (1993) "Ajuste, Transição e Governabilidade: O Enigma Brasileiro"; In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. *Desajuste Global e Modernização Conservadora*; São Paulo, Paz e Terra.

- FOLEY, D.K. (1982) "The Value of Money, the value of labor and Marxian transformation problem" In **Review of Radical Political Economics**, Vol 14, nº 2
- FORTUNA, E. (1995) **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**; RJ, Qualitymark Editora
- FRANCO, G.H.B. **O Plano Real e outros ensaios**; RJ, Francisco Alves, 1995
- FREITAS, C.E. (1996) "Liberdade Cambial no Brasil"; In: BAUMANN, R. (org) *op.cit.*
- FREITAS, M.C.P. (1988) **Bancos Brasileiros no Exterior: Expansão, Crise e Ajustamento**; Dissertação de Mestrado, UNICAMP.
- FRENKEL, J.A. (1988) **International Coordination of Economic Policies: Scope. Methods and Effects**; IMF Working Papers 88/53
- FRONTANA, A.V. (1996) **As Concepções Regulacionista e Pós-Keynesiana do Processo de Crise Financeira e a Interpretação da Experiência Brasileira no Período 1964-89**; São Paulo, Dissertação de Mestrado IPE/FEA/USP.
- FRY, M. J. (1988) **Money, Interest and Banking in Economic Development**; Baltimore, The John Hopkins University Press.
- FURTADO, C. (1963) **Formação Econômica do Brasil** (4a. Edição), SP, Companhia Editora Nacional.
- FURTADO, C. (1975) **Análise do Modelo Brasileiro**; Rio de Janeiro; Civilização Brasileira
- GALBIS, V. (1986) "Financial Sector Liberalization under Oligopolistic Conditions and a Bank Holding Company Structure"; In: **Savings and Development**, vol. X, nº 2
- GARCIA, M.G.P. (1996) "O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado" In: **Revista de Economia Política**, vol. 16 nº 3, São Paulo, Editora Nobel.
- GAZETA MERCANTIL (1993); **Relatório Previdência Privada**; 01/02/93
- GAZETA MERCANTIL (1995); **Relatório Previdência Privada**; 05/12/95.
- GERSCHENKRON, A. (1962) **Economic Backwardness in Historical Perspective**; Cambridge, Harvard University.
- GIAMBIAGI, F. e ZINI Jr., A.A. (1993) "Renegociação da dívida interna mobiliária: Uma proposta."; In: **Revista de Economia Política**, vol 13, nº 2.
- GIAVAZZI, F. e GIOVANNINI, A. (1991) **Limiting exchange rate flexibility: The European Monetary System.**; MIT Press
- GOLDENSTEIN, L. (1994) **Repensando a Dependência**; São Paulo, Paz e Terra.
- GOLDSTEIN, M., MATHIESON, D.J. e LANE, T. (1991) **Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows**; IMF Occasional Paper nº 77.

- GOLDSTEIN, M.; et. alli, (1993) **International Capital Markets Part I: Exchange Rate Management and International Capital Flows**; Washington, IMF.
- GONÇALVES, R. (1996) "Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira" In: BAUMANN, R.(org); *op.cit.*.
- GOODHART; C. (1987) "Why do Banks need a Central Bank?"; In: **Oxford Economic Papers** nº 39.
- GOODHART, C. (1995) "Dinâmicas Financeiras Privadas e o desafio às políticas dos bancos centrais" In: **Economia e Sociedade** nº 4
- GOODHART, C. (1991) **Money, Information and Uncertainty**; Cambridge, MIT Press.
- GROS, F. (1991); "Mercado Acionário: Algumas Questões Estruturais"; In: VELLOSO, J.P.R. (org) *op. cit.*
- GURLEY, J e SHAW, E. (1960) **Money in a Theory of Finance**; Washington; Brookings Institution.
- HAYEK, F.A. (1986) **Desestatização do Dinheiro**; Rio de Janeiro, Instituto Liberal.
- HILFERDING, R. (1985) **O Capital Financeiro**; São Paulo, Nova Cultural
- IBGE; **Estatísticas Históricas do Brasil**
- IBGE; **Anuário Estatístico do Brasil - 1994**
- IESP/FUNDAP (1988(a)) **Evolução e Impasses do Crédito**. Relatório de Pesquisa nº 4, São Paulo
- IESP/FUNDAP (1988(b)) **Déficit e Endividamento do Setor Público**; Relatório de Pesquisa nº 5; São Paulo
- IESP/FUNDAP (1988(c)) **Sistema Bancário Público e Privado: Mudança na Estrutura de Recursos e Tendências de Custo e Lucro (1985/87)**; Texto para Discussão nº 13.
- IESP/FUNDAP (1989) **O Padrão de Financiamento da Economia Brasileira: Considerações sobre o seu Reordenamento**; Relatório de Pesquisa
- IESP/FUNDAP (1991) **O Formato Institucional do Sistema Monetário e Financeiro: Um Estudo Comparado**; Relatório de Pesquisa, mimeo.
- IESP/FUNDAP (1993(a)) **O Novo Formato Institucional do Sistema Financeiro Brasileiro**; Relatório de pesquisa, mimeo.
- IESP/FUNDAP (1993(b)) **Processo de Privatização no Brasil: A Experiência dos Anos 1990-92**; Relatório de Pesquisa nº 11
- IESP/FUNDAP; **Indicadores IESP**, vários números
- IGLESIAS, A. e ACUNA, R. (1991) **Chile: Experiencia con un Regime de Capitalizacion, 1981-1991**; Santiago, SRV Impresos

- JOHNSON, B.B., SAES, F.A.M.; TEIXEIRA, H.J. E WRIGHT, J.T.C. (1996) **Serviços Públicos no Brasil: Mudanças e Perspectivas - Concessão, Regulamentação, Privatização e Melhoria da Gestão Pública**, São Paulo, Ed. Edgard Blücher
- KAY, J (1993) "Efficiency and private capital in the provision of infrastructure"; In: OECD; **Infrastructure Policies for the 1990s**; Paris, OECD.
- KEYNES, J.M. (1985) **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**; São Paulo, Nova Cultural.
- KEYNES, J.M. (1971(a)) "The 'ex-ante' theory of interest rate" In: **Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol XIV.
- KEYNES, J.M. (1971(b)) "The Process of Capital Formation" In: **Collected Writings of John Maynard Keynes**, vol XIV.
- KILSTAJN, S. (1984) **Autoridades Monetárias, Dívida Externa e Haveres Financeiros: Brasil - Anos Setenta**; Tese de Doutorado, UNICAMP.
- KREGEL, J.A. (1986) "A note on finance, liquidity, saving and investment" In: **Journal of Post Keynesian Economics**; Vol IX, nº 1
- KREGEL, J.A. (1992) "Some Considerations on the Causes of Structural Change in Financial Markets"; In: **Journal of Economic Issues**; Vol XXVI, nº 3.
- KRUGMAN, P (1989) "The case for stabilizing exchange rates". In: **Oxford Review of Economic Policy**, vol 5, nº 3
- LAGO, L.A.C. (1990) "A retomada do crescimento e as distorções do "milagre": 1967-1973"; in ABEU (org), *op.cit.*
- LERDA, J. (1996) "Globalização da Economia e Perda de Autonomia das Autoridades Fiscais, Bancárias e Monetárias"; In: BAUMANN, R. (org.); *op cit.*
- LESSA, C. (1975) **Quinze anos de política econômica**; IFCH/UNICAMP-Brasiliense, Caderno X.
- LESSA, C. (1977) "Visão Crítica do II PND"; In: **Revista Tibiriça**, vol. 2, nº 6.
- LIPIETZ, A. (1982) "Credit Money: A Condition Permitting Inflation Crisis" In: **Review of Radical Political Economics**, Vol 14, nº 2.
- LIPIETZ, A. (1988) **Miragens e Milagres: Problemas da Industrialização no terceiro mundo**. São Paulo, Nobel.
- LOPREATO, F.L.C. (1993); "Bancos Estaduais: Problemas e Perspectivas"; In: IESP/FUNDAP, *op.cit.*.
- MADI, M.A.C. e SANTOS, P.M.F. (1993) "Estratégia e Padrão de Rentabilidade dos Bancos Múltiplos Privados (1988/92)" In: IESP/FUNDAP, *op. cit.* (mimeo)
- MARQUES, N.F.S. (1982) **A Concentração Bancária Brasileira no Período Pós-64** Dissertação de Mestrado, Recife, PIMES/UFPE

- MARQUES, R.M. (1993) **O Acesso aos Recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador**; IESP/FUNDAP, mimeo.
- MARTINS, C.E. (org) (1977) **Estado e Capitalismo no Brasil**; São Paulo, Hucitec.
- MARTINS, L. (1985) **O Estado Capitalista e Burocracia no Brasil pós-64**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- MARTONE, C. L. (et alli) **Mercado Financeiro e Ajustamento Macroeconomico Brasileiro: 1978 - 1985**. São Paulo: IPE/USP, 1986.
- MARX, K. H. (1983) **O Capital - Vol I**, tomos 1 e 2; São Paulo, Abril Cultural.
- MARX, K. H. (1984(a)) **O Capital - Vol II**, São Paulo, Abril Cultural.
- MARX, K. H. (1984(b)) **O Capital - Vol III**, tomo 1; São Paulo, Abril Cultural.
- MARX, K. H. (1985) **O Capital - Vol III**, tomo 2; São Paulo, Abril Cultural.
- MATHIESON, D.J. e ROJAS-SUARES, L. (1992) **Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues**; IMF Working Paper nº 46.
- MAYER, C. (1987) "The Assessment: Financial Systems and Corporate Investment"; In: **Oxford Review of Economic Policy**; vol 3 nº 4.
- McKINNON, R. (1988(a)) **Financial Liberalization and Economic Development: a Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America**; IMF Occasional Paper nº 6.
- McKINNON, R. (1980) "Financial Policies"; In: Cody, J. et alli (eds) **Policies for Industrial Progress in Developing Countries**; New York; Oxford University Press.
- McKINNON, R. (1988(b)) "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDCs"; In: Ranis, G. e Shultz, T. **The State of Development Economics: Progress and Perspectives**; Oxford; Basil Blackwell.
- MEDEIROS, P.T. (1991(a)) "A Estrutura do mercado de ações e o sistema de intermediação"; In: VELLOSO, J.P.R. (org); *op. cit.*.
- MEDEIROS, P.T. (1991(b)) "Os Investidores"; In: VELLOSO, J.P.R. (org); *op. cit.*.
- MEDEIROS, P.T. (1991(c)) "Mecanismos de disseminação de venda de ações"; In: VELLOSO, J.P.R. (org); *op. cit.*.
- MEDEIROS, P.T. (1991(d)) "A participação dos trabalhadores no capital das empresas"; In: VELLOSO, J.P.R. (org); *op. cit.*.
- MENDES, A.L. (1988) **Concentração e Desintermediação Financeira no Brasil - 1964/1986**. Dissertação de Mestrado. Brasília: UnB
- MESSEMBERG, R. (1989) **Endividamento Interno do Setor Público, Déficit e Financiamento Inflacionário**. Texto para Discussão Interna nº 4. São Paulo: IPE-USP.

- MEYER, A. (1992) "Perspectivas para o Financiamento Externo da América Latina e do Caribe no Início da década de 90"; In: **Revista Brasileira de Economia**, jul-set/1992.
- MINSKY, H.P. (1986) **Stabilizing an Unstable Economy**. Yale University Pres.
- MINSKY, H.P. (1994) "Integração Financeira e Política Monetária"; In: **Economia e Sociedade** nº 3
- MODIANO, E. (1990) "A Ópera dos três Cruzados: 1985-1989"; in ABREU (org), **op. cit.**
- MOLLO, M.L. (1989) "A Relação entre Moeda e Valor em Marx". In: **Anais do XVII Encontro da ANPEC**, Fortaleza.
- MOLLO, M.L. (1990) "Estado e Economia: O Papel Monetário do Estado". In: **Estudos Econômicos**, Vol 20, nº-1.
- MONTORO FILHO, A.F. (1982) **Moeda e Sistema Financeiro no Brasil**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES.
- MOREIRA, T. (1994) "O Processo de Privatização Mundial: Tendências Recentes e Perspectivas para o Brasil" In: **Revista do BNDES**, vol 1 nº1, Rio de Janeiro.
- MUNHOZ, D. G. (1987) "Os Déficits e o Reordenamento das Finanças Públicas" In: LOZARDO, E. (org.) **Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural**. São Paulo: Paz e Terra.
- MUNHOZ, D. G. (1984) **Os Déficits do Setor Público Brasileiro: Uma Avaliação**. Brasília: Texto para Discussão nº 123, Departamento de Economia/UnB.
- NAKANE, M. et.alli (1992) **Empresas Estatais**; Texto para Discussão nº 8, IESP/FUNDAP.
- OCDE (1993) "World Securities Markets: Looking Ahead"; In: **Financial Markets Trends** nº 54.
- OCDE (1991) **Urban Infrastructure: Finance and Management**; Paris, OCDE.
- OCDE (1992) **Banks under Stress**; Paris, OCDE
- OLIVEIRA, F. (1972) "Crítica a razão dualista". In: **Novos Estudos Cebrap**, nº 2.
- OLIVEIRA, F. e MAZZUCHELLI, F. (1977) "Padrões de Acumulação, Oligopólios e Estado no Brasil: 1950-1976". In: MARTINS, C.E. (org.) **op.cit.**
- OLIVEIRA, F. (1989) **A Economia da Dependência Imperfeita**; RJ, Graal, 5a. Edição.
- PAULA, T.B.de (1989) **Empresas Estatais - Ajustamento e Impasses**; Texto para Discussão nº 24, IESP/FUNDAP.
- PAULANI, L.; BIER, A. e MESSEMBERG, R (1987) **O Heterodoxo e o Pós-Moderno: O Cruzado em Conflito**. São Paulo: Paz e Terra.

- PAULANI, L. (1991) **Do Conceito de Dinheiro e do Dinheiro como Conceito**; Tese de Doutorado, FEA/USP
- PAULANI, L. (1995) "A Questão da Estabilização nos anos 80: Um enfoque institucional"; In: SOLA, L. e PAULANI, L. (orgs), *op.cit.*
- PELLEGRINI, J.A. (1990) **O Financiamento ao Consumo como Instrumento de Política Econômica no Brasil**, Dissertação de Mestrado, IPE/FEA/USP.
- PELLEGRINI, J.A. (1995) **Os Fluxos Recentes de Capital para a América Latina**; Tese de Doutorado; FEA/USP.
- PELLEGRINI, J.A. (1992) "Bancos Centrais Independentes: Fundamentos e limites" In: **Anais do Encontro Nacional da ANPEC**; Campos do Jordão.
- PELLEGRINI, J. A. (1993) "Sistema BNDES - Atuação Recente, Diagnóstico da Situação Atual e Perspectivas"; In: *Estudos Econômicos*, set-dez/1993.
- PEREIRA, J.E.C. (1974) **Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil. 1966/73**. Relatório de Pesquisa nº 27. Rio de Janeiro: IPEA/INPES.
- PEREIRA, L.C.B. (1987) "Mudanças no Padrão de Financiamento do Investimento no Brasil". In: *Revista de Economia Política*, vol. 7, nº 4.
- PEREIRA, L.C.B. (1995) "Modernização Incompleta e Pactos Políticos no Brasil"; In: SOLA, L. e PAULANI, L. (orgs), *op. cit.*
- PEREIRA, L.C.B. e DALL'ACQUA, F.M. "A Composição Financeira do Déficit Público". In: LOZARDO, E. (org.) **Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural** São Paulo: Paz e Terra, 1987.
- PINHEIRO, A.C. (1994) "Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento: O Papel do BNDES"; In: *Revista do BNDES*, vol 1 nº 2
- PINTO, H.A.C. (1994) "Derivativos: Panorama Geral e Possibilidades de Uso pelo Sistema BNDES"; In: *Revista do BNDES*, vol 1 nº 2
- PRADO, E.S. e PELIN, E.R. (1993) **Moradia no Brasil: Reflexões sobre o Problema Habitacional Brasileiro**; São Paulo, FIPE/USP.
- PREBISH, R. (1949) "O Desenvolvimento Econômico da América Latina e seus Principais Problemas" In: *Revista Brasileira de Economia*, vol. 3 nº 3.
- RAMALHO, V. **Caráter Financeiro do Déficit Público: Apreciação de um Diagnóstico**. Rio de Janeiro: FGV/IBRE/CEMEI, outubro/1986.
- RANGEL, I. (1986) **A Inflação Brasileira**. 5ª ed. São Paulo: Bional.
- RESENDE, A.L. (1990) "Estabilização e Reforma: 1964-1967"; In: ABREU (org); *op.cit.*.
- RESENDE, A.L. "A Política Brasileira de Estabilização, 1963-1968". In: *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 12, nº 3, 1982.

- REZENDE, F. e AZEREDO, B. (1986) **Fundos Sociais**; Texto para Discussão Interna nº 85, IPEA
- REZENDE, F. e AFONSO, J.R. (1988) **O (Des)Controle do Endividamento de Estados e Municípios - Análise Crítica das Normas Vigentes e Propostas de Reformas**; Texto para Discussão Interna nº 132, IPEA
- RIVERA-BATIZ, F.L. e RIVERA-BATIZ, L. (1985) **International Finance and Open economy Macroeconomics**. New York, MacMillan Publishing Company.
- SAES, D. (1989) **Estado e Classes Sociais no Capitalismo Brasileiro dos anos 70/80**; Campinas, IFCH/UNICAMP; Primeira Versão nº 2.
- SAES, D. (1976) **Industrialização, Populismo e Classe Média no Brasil**; Cadernos IFCH/UNICAMP - Brasiliense nº 6
- SAES, F.A.M. (1986) **Crédito e Bancos no Desenvolvimento da Economia Paulista: 1850-1930**; São Paulo, IPE/USP.
- SCHUMPETER, (1982) **J. A. Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Abril Cultural.
- SEPLAN (1991); **Plano Diretor do Mercado de Capitais**, Brasília.
- SEPLAN (1992); **Plano Diretor das Entidades de Previdência Privada, Seguros e Capitalização**, Brasília
- SERRA, J. (1983) "Ciclo e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira no pós-guerra"; In: BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, R. (orgs), *op.cit.*
- SHAW, E. (1973) **Financial Deepening in Economic Development**; New York; Oxford University Press.
- SHAW, E e GURLEY, J. (1967) "Financial Structure and Economic Development, In: **Economic Development and Cultural Change**, Vol. 15, nº 3.
- SILVA, A.M. (1979) **Evolução Recente da Economia Brasileira**. Texto para Discussão 31, IPE - USP.
- SILVA, A.M. (1978) "Inflação e Mercado de Capitais: a Experiência Brasileira". **Seminário de Economia Brasileira. Documento 1**. São Paulo: FIPE/Departamento de Economia FEA-USP.
- SILVA, A.M. (s/d) **Intermediação Financeira no Brasil**. mimeo.
- SILVA, A.M. e DORNBUSCH, R. (1984) "Taxa de Juros e depósitos em moeda estrangeira no Brasil" In: **Revista Brasileira de Economia**; vol 38, nº 1
- SILVA, L.A.S. (1989) **Análise do Desempenho do Sistema Bancário**; Texto para Discussão nº 23, IESP/Fundap.
- SIMONSEN, M.H. e CAMPOS, R.O (1976). **A Nova Economia Brasileira**. 2ª ed. Rio de Janeiro: J. Olympio.



- SINGER, P. (1989) **A Crise do Milagre**; São Paulo, Paz e Terra, 8a. Edição.
- SINGH, A. (1992) **The Stock-Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock-Markets?** UNCTAD Discussion Papers, nº 49.
- SOARES, P.T.P.L. (1981) **Crise dos Anos 1960: um Estudo dos Diagnósticos de Rangel, Simonsen, Singer e Tavares**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: IPE/ISP.
- SOUZA, E.B. (Org) (1992) **As Políticas Federais de Desenvolvimento Urbano no Biênio 1989/1990**; Texto para Discussão Interna nº 282; IPEA
- SOUZA, E.B., PEREIRA, D.S.P., LIMA, A.M., PORTO, E.C. (1993) **Avaliação das Políticas Sociais de Desenvolvimento Urbano, Habitação e Saneamento em 1991**; Texto para Discussão Interna nº 304, IPEA
- STEINER, R. (1994) **Capital Inflows in Latin America: Causes, Consequences and Policy Options**; Texto apresentado no Seminário "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience" (Encontro de Mangaratiba); RJ, mimeo.
- STEVENS, B. e MICHALSKI, W. (1993) "Infrastructure in the 1990s: An Overview of Trends and Policy Issues"; In: **OECD Infrastructure Policies for the 1990s**; Paris, OCDE.
- STIGLITZ, J.E. (1990) "Governo, mercado financeiro e desenvolvimento econômico", in **Revista Brasileira de Economia**, vol 44, n.3.
- STIGLITZ, J.E. (1989(a)) "Financial Markets and Development" In: **Oxford Review of Economic Policy**, Vol 5, nº 4.
- STIGLITZ, J.E. (1989(b)) "Markets, Markets Failures, and Development" In: **The American Economic Review**, Vol. 79 nº 2.
- STIGLITZ, J.E. e WEISS, A. (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information" In: **The American Economic Review**; Vol. 71, nº 3.
- STUDART, R. (1993) "O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional"; In: **Revista de Economia Política**; Vol 13, nº 1.
- SUZIGAN, W. (1972) **Financiamento de Projetos Industriais no Brasil**, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, Relatório de Pesquisa.
- TAKAHASHI, T (1991) "Alternative future of the global financial markets" in **XV World Congress of International political association**, Buenos Aires.
- TAVARES, M.C. (1985) "A retomada da Hegemonia Norte-Americana". In: **Revista de Economia Política**. Vol. 5, nº 2.

- TAVARES, M.C. (1975) **Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: Ensaio Sobre Economia Brasileira**. Rio de Janeiro: Zahar.
- TAVARES, M.C. (1983) "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente"; in BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, R. (orgs.) **Desenvolvimento Capitalista no Brasil**. Vol. 2. São Paulo: Brasiliense.
- TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L.G.M. (1984) "Uma Reflexão sobre a Natureza de Inflação Contemporânea" Texto para Discussão nº 65. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ.
- TAVARES, M.C. e DAVID, M.D. (org.) (1982) **A Economia Política da Crise: Problemas e Impasses da Política Econômica Brasileira**. Rio de Janeiro: Vozes.
- TAVARES, M.C. (1993) "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência"; In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L., *op.cit.*
- TAVARES, M.C. (1993) "Ajuste e Reestruturação nos países centrais: a modernização conservadora"; In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L., *op. cit.*
- TAVARES, M.A.R. e CARVALHEIRO, N. (1985) **O Setor Bancário Brasileiro**. São Paulo: FIPE.
- TEIXEIRA, N.G. (1983) **El Sistema Financeiro de Brasil y su Internalización**. Buenos Ayres: IPAL/CET.
- TOBIN, J. (1965) "Money and Economic Growth" In: *Econometrica*, Vol 33, nº 4.
- TOBIN, J. (1984) "On the Efficiency of the Financial System"; *Lloyds Bank Review* nº 153.
- TONETO Jr, R. (1992) **Estado, Bancos e Acumulação Financeira no Brasil: 1964 - 1984**, Dissertação de Mestrado, IPE/FEA/USP.
- TONETO Jr., R. (1994) **O Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil como alternativa para o financiamento de longo prazo: as fontes de recursos**; IESP/FUNDAP, mimeo.
- TONETO Jr., R. (1993) "Investidores Institucionais - Fundos de Pensão"; In: IESP/FUNDAP (1993(a)), *op.cit.*
- TONETO Jr, R., GREMAUD, A.P. e ISHIKAWA, S. (1993) **Previdência: Regime de Repartição e Regime de Capitalização: Uma Simulação de Custos**; Texto para Discussão Interna nº26/93, IPE/USP.
- VASCONCELOS, J.R. e CÂNDIDO Jr., J.O. (1996) **O Problema Habitacional no Brasil: Déficit, Financiamento e Perspectivas**; IPEA, Texto para Discussão nº 410.
- VELLOSO, J.P.R. (1986) **O Último trem para Paris**; Rio de Janeiro, Nova Fronteira
- VERMULN, R. (1985) **Os Planos de Desenvolvimento no Brasil**; Brasília, mimeo.

- VIDOTTO, C.A. (1993) "Inserção do Banco do Brasil na Economia e na Política Econômica"; In: IESP/FUNDAP, *op.cit.*.
- VINER, A. (1987) **Inside Japan's Financial Markets**, The Economist Publications.
- YOSHINO, J.A. (coord) (1994) **Reforma do Sistema Financeiro Nacional**; São Paulo, IPE/USP.
- YOSHINO, J.A. (1993) **Money and Banking Regulation: The Welfare Costs of Inflation**. Texto para Discussão Interna nº 19/93, IPE/USP.
- WALD, A. (1991) "O Mercado de Capitais no Brasil"; In: VELLOSO, J.P.R. (org); *op.cit.*
- WEBB, M.C. (1991) "International economic structures, government interests and international coordination of macroeconomic adjustment policies" **International Organization**, vol 45, nº 3.
- WELLS, J. (1973) "Euro-Dólares, Dívida Externa e o Milagre Brasileiro". In: **Estudos CEBRAP**, nº 6.
- WERNECK, R.L.F. (1987) "Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público". In: LOZARDO, E. (org.) **Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural**. São Paulo: Paz e Terra.
- WILLIANSO, J. (1989) **Economia Aberta e Economia Mundial**, RJ, Campus.
- WRAY, I. R. (1992) "Commercial banks, the central bank, and endogenous money"; In: **Journal of Post Keynesian Economics**; Vol. 14, nº 3.
- ZINI Jr., A.A. (1982) **Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Campinas: Unicamp.
- ZINI Jr., A.A. (1993) "Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor"; In: ZINI Jr., A.A. (org.) **O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico nos Anos 90**; Brasília, IPEA
- ZINI Jr., A.A. (1996) "Política Cambial com Liberdade Cambial"; In: Baumann, R. (org), *op.cit.*
- ZONINSEIN, J. (1989) "O Circuito Financiamento-Investimento-Poupança Financeira"; In: AMADEO, E. (org) **Ensaio Sobre Economia Política Moderna: Teoria e História do Pensamento Econômico**; São Paulo; Marco Zero.
- ZYSMAN, J (1983) **Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change**; Ithaca; Cornell University Press.