

CAPÍTULO 6

O SISTEMA FINANCEIRO DE 1961 A 1968

6.1. Introdução

Ao início da década de 60 a economia brasileira enfrentava - sob o ponto de vista dos mecanismos de financiamento de sua atividade - dois tipos de problema em crescente nível de complexidade. Por um lado, o setor privado - em especial o complexo comercial-industrial (1) - ressentia-se da aceleração da inflação que eliminava os mecanismos de financiamento 'ocultos' neste processo. Na medida em que a resposta setorial dos aumentos de preços se processava com maior rapidez os setores mais dinâmicos perdiam a capacidade de financiamento implícita nas modificações temporárias de preços relativos. Observado sob um ângulo de longo prazo a questão era ainda mais delicada. O complexo industrial-comercial havia se expandido vigorosamente até o início da década contando apenas com um tradicional sistema bancário que supriu com razoável eficiência as necessidades de capital de giro (ver Capítulo 4). A elevação real dos ativos era financiada de forma crescente pela reinversão dos lucros que se expandiram fortemente no período de alto crescimento. As inversões de prazo mais longo ou foram financiadas pelo setor público (no caso da infra-estrutura) ou pelo capital estrangeiro (no caso dos bens de consumo duráveis).

Este quadro relativamente harmônico de financiamento foi rompido pela desaceleração do crescimento no início da década e a concomitante aceleração da inflação. A questão que se colocava agora não era mais a expansão da capacidade produtiva, mas sim o financiamento corrente da atividade em face de um sistema bancário crescentemente limitado, bem como a ampliação do mercado dos bens produzidos pelos setores recém-instalados uma vez encerrado o dinamismo dos mercados atendidos anteriormente por importações.

(1) Uma excelente análise do financiamento do setor consolidado comercial e industrial é a de Gamboa (1971); é dele que tomamos emprestada a expressão 'complexo comercial-industrial'.

Por outro lado, o setor público, cujo gasto em investimento havia jogado papel fundamental no dinamismo do Plano de Metas, se via em crescentes dificuldades de financiar suas atividades, dedicando parcelas cada vez maiores ao custeio corrente (como era o caso da cobertura dos déficits operacionais das empresas de transporte). Isto é, o déficit público que durante a segunda metade de 50 e no início de 60 expressava o esforço de investimento em infra-estrutura - e dando assim um papel funcional à expansão primária dos meios de pagamento - perdeu seu dinamismo e passou a ser um puro alimentador e sancionador da inflação.

Até o evento das reformas procedidas no sistema bancário e de crédito em 1964/65, a atividade econômica no Brasil se viu em crescentes dificuldades de manter um adequado financiamento, dependendo cada vez mais de um sistema bancário tradicional e obsoleto, incapaz de dar uma resposta satisfatória aos requisitos do setor real. Nestes primeiros anos da década de 60, o setor produtivo privado buscou alternativas para o seu financiamento fora dos canais institucionais que no entanto eram de fôlego curto dado o seu caráter semi-legal. A consequência, muitas vezes, foi um quase colapso na atividade produtiva uma vez esgotadas as fontes de recurso.

Por outro lado, se examinarmos a taxa de poupança global no período verifica-se que esta não se reduziu substancialmente (1), o que nos faz concluir que parcelas crescentes desta poupança passaram a girar em canais não-institucionalizados (2). Sob o ponto de vista da taxa de crescimento, esta alocação de poupança em investimentos quase sempre improdutivos não tem maior importância. De fato, a recessão que se abateu sobre a economia no período 1963/67 deprimiu a taxa de investimento, e a ausência de mecanismos mobilizadores de poupança não parece ter sido uma barreira a uma maior taxa de investimento. Como em todo período recessivo, os recursos ociosos por força de expectativas de baixo retorno no setor real, deslocam-se para os canais especulativos ou improdutivos, ou, se existentes, para o mercado financeiro.

A ausência de um sistema financeiro organizado penalizou o sistema produtivo pelas dificuldades impostas a ele para financiar sua atividade corrente. Dado que o sistema financeiro compreendia apenas o sistema bancário e era sobre ele que se carregavam as políticas de estabilização, a primeira consequência era a compressão do capital de giro do complexo comercial-industrial (3). Secundariamente, o sistema produtivo ressentia-se da perda de dinamismo da demanda, em especial os setores produtores de bens duráveis, cujo

(1) É verdade que em alguns anos (1963 por exemplo) a taxa marginal de poupança mostrou valores muito baixos.

(2) Por exemplo, no mercado especulativo de imóveis, no mercado semi-legal financeiro ou no mercado ilegal de câmbio.

(3) Pode-se pensar que a ausência de intermediários não-bancários tenha dado mais vigor e rapidez às políticas de estabilização pela falta de alternativas financeiras do complexo industrial e comercial, na linha discutida por Tobin (1963) e Gurley e Shaw (1956).

mercado fora rapidamente ocupado pelas indústrias instaladas durante o Plano de Metas. Fazia-se necessário canalizar poupanças para ampliar este mercado e equilibrar a relação consumo/investimento compatível com a nova capacidade instalada. Em outras palavras, dado o perfil industrial montado a partir de 1955, de nada adiantaria canalizar a poupança para o investimento produtivo posto que as dificuldades enfrentadas eram pelo lado da demanda por seus produtos.

Portanto, as questões que se colocavam para o sistema de financiamento da economia brasileira ao início dos anos 60 eram:

- a) redefinir os esquemas de financiamento do setor privado com vistas a:
 - i) torná-los independentes (relativamente) da inflação,
 - ii) montar mecanismos de suprimento de capital de giro de longo prazo e, eventualmente, de capital de investimento,
 - iii) montar mecanismos que permitissem ampliar a base do consumo dos bens produzidos pelos novos setores;
- b) redefinir o esquema de financiamento do setor público com vistas a torná-lo menos dependente da expansão primária dos meios de pagamento.

A resposta a estas questões concretizou-se nas profundas reformas do sistema financeiro em 1964/65 quando foram buscadas soluções específicas para cada uma delas. O objetivo deste Capítulo é examinar e avaliar estas modificações no sistema financeiro *vis-à-vis* os problemas acima levantados.

6.2. Tendências Financeiras 1961/68

Uma primeira quantificação das modificações ocorridas no sistema financeiro pode ser avaliada no Quadro 6.1. Neste Quadro é mostrado o volume de ativos financeiros em circulação na economia, separado por tipo de instrumento.

Os haveres monetários, isto é, aqueles de emissão do sistema bancário público e privado, representavam em 1959 a quase totalidade dos ativos financeiros (93%), declinando para

Quadro 6.1

Ativos Financeiros
Saldos em Final de Ano
Milhões de Cr\$

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
I. Ativos Monetários	545,9	747,4	1.112,4	1.787,2	2.916,4	5.336,6	9.390,5	10.708,0	15.419,0	21.624,0
1. Papel-moeda	127,1	169,3	256,0	397,0	684,0	1.156,0	1.730,0	2.343,0	2.944,0	4.080,0
2. Depósitos à vista	418,8	518,1	856,4	1.390,2	2.232,4	4.180,6	7.660,5	8.365,0	12.475,0	17.544,0
I/PIB (%)	27,4	27,1	27,5	27,1	24,4	23,1	25,5	19,9	21,6	21,7
II. Ativos Não-monetários	41,0	63,0	125,7	154,8	225,7	442,5	1.424,0	2.719,0	5.705,0	10.502,0
1. Depósitos de Poupança	-	-	-	-	-	-	-	18,0	86,0	330,0
2. Depósitos a Prazo	28,9	33,0	36,9	54,2	82,5	139,6	256,5	314,0	704,0	1.435,0
3. Letras de Câmbio	1,6	6,2	11,6	44,1	74,4	230,1	695,0	906,0	2.105,0	4.538,0
4. Letras Imobiliárias	-	-	-	-	-	-	9,3	47,0	290,0	644,0
5. Títulos Federais	11,1	23,8	77,2	56,5	68,8	72,8	463,2	1.434,0	2.520,0	3.535,0
II/PIB (%)	2,1	2,3	3,1	2,3	1,9	1,9	3,9	5,1	8,0	10,5
I + II	586,9	810,4	1.238,1	1.942,0	3.142,0	5.779,1	10.814,5	13.427,0	21.124,0	32.126,0
(I + II)/PIB (%)	29,5	29,4	30,4	29,4	26,3	25,1	29,4	25,0	29,5	32,2

(continua na próxima página)

(continuação da página anterior)

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
I. Ativos Públicos	239,8	337,2	583,1	816,6	1.291,0	2.354,1	4.111,5	6.224,0	8.933,0	12.885,0
1. Monetários	224,3	309,2	501,4	750,2	1.212,4	2.266,6	3.590,5	4.695,0	6.144,0	8.871,0
2. Não-monetários	15,5	28,0	81,7	66,4	78,6	88,1	521,0	1.529,0	2.789,0	4.014,0
II. Ativos Privados	347,1	473,0	655,0	1.125,4	1.851,1	3.424,4	6.703,0	7.203,0	12.191,0	19.241,0
1. Monetários	321,6	438,2	611,0	1.037,0	1.704,0	3.070,0	5.800,0	6.013,0	9.275,0	12.753,0
2. Não-monetários	25,5	35,0	44,0	88,4	147,1	354,4	903,0	1.190,0	2.916,0	6.488,0
II/(I+II) (%)	59,1	58,4	52,9	58,0	58,9	59,3	62,0	56,3	57,7	59,9
II.2/Total não-monet.(%)	62,6	55,6	35,0	57,1	65,2	80,1	63,4	43,8	51,1	61,8
Cr\$ Constantes de 1952										
I. Monetários	150,8	159,8	173,6	183,9	171,1	164,4	184,4	152,4	171,1	193,1
II. Não-monetários	11,3	13,5	19,6	15,9	13,2	13,6	28,0	38,7	63,3	93,8
Total	162,1	173,3	192,2	199,8	184,3	178,0	212,4	191,1	234,4	286,9
Varição Anual (%) - Total	-	6,9	10,8	4,0	-7,7	-3,4	19,3	-10,1	22,0	22,4
Varição Anual (%) - Não-monet	-	19,0	45,5	-18,7	-17,0	2,9	105,3	38,3	63,6	48,2

Fonte: Relatórios SUMOC; Relatórios Banco Central.

cerca de 2/3 em 1968. Conseqüentemente, os haveres não-monetários, isto é, os títulos financeiros representativos de poupanças realizadas em formas que não moeda, se elevaram rapidamente de 7% para 32% do total durante o período. Observe-se que a forte aceleração desta participação se dá praticamente em quatro anos, de 1964 a 1968.

Uma medida do desenvolvimento financeiro ocorrido no período pode ser dada pela relação entre o volume de poupanças não-monetárias e o PIB (1). Esta relação passa de cerca de 2% em 1959 para mais de 10% em 1968. Observe-se, no entanto, que a relação entre ativos financeiros totais e o PIB não mostra nenhuma tendência definida indicando que a elevação dos ativos não monetários se fez em detrimento dos ativos monetários (em termos de sua participação no PIB). Estes dois resultados - isto é, a progressiva maior participação dos ativos não-monetários no total de ativos financeiros e o firme crescimento dos ativos não-monetários como percentagem do PIB junto a um declínio paralelo dos ativos monetários - nos permitem chegar a uma importante conclusão a respeito do potencial de poupança financeira existente na economia brasileira no período. De fato, estivesse a economia brasileira ainda em acelerado processo de monetização, o simples aparecimento de novas instituições financeiras e novos instrumentos de poupança não teria implicado a substituição assinalada. Os resultados, no entanto, indicam um rápido processo de institucionalização de poupanças dispersas em canais alternativos ao sistema financeiro, mas que necessariamente tem que se expressar na forma de ativos monetários. Em outras palavras, na medida em que surgem novas alternativas na forma de expressar as poupanças os saldos de transação (aparentemente elevados) dão lugar às formas não-monetárias de poupanças, mostrando um potencial pré-existente.

A questão fica mais clara se examinamos o Quadro 6.2 que mostra os fluxos de poupança canalizados pelo sistema institucionalizado. Este Quadro nada mais é do que a emissão líquida de ativos financeiros calculados do Quadro anterior, agregando-se a poupança compulsória criada pelo governo no período (FGTS) que não é estritamente um ativo financeiro. Podemos observar que de cerca de 10% em 1960, a poupança realizada sob a forma de ativos não-monetários passa para mais de 50% do total em 1968 (2). Se lembrarmos que em grande parte deste período a economia esteve sob forte recessão pode-se concluir que o surgimento dos novos instrumentos financeiros permitiu a captação de recursos aplicados fora do setor produtivo, que buscavam proteção contra a inflação face à ausência de expectativas favoráveis no setor real. No período que se sucedeu às reformas do sistema, 1964/68, a poupança não-monetária cresceu a uma taxa média anual real de

(1) Correspondendo à 'Razão de Interrelação Financeira' de Goldsmith (1969).

(2) Em muitos trabalhos sobre o sistema financeiro brasileiro a elevação da poupança financeira é confundida com uma elevação da poupança macroeconômica. O que estes dados mostram, na verdade, é um crescente trânsito de poupança macroeconômica através dos canais institucionalizados do sistema. O simples exame destes dados não nos permite, ainda, concluir pela elevação da taxa de poupança global.

Quadro 6.2

Poupança Financeira Fluxos Anuais Milhões de Cr\$	1959 1960 1961 1962 1963 1964 1965 1966 1967 1968									
	I. Poupança Monetária	152,9	201,5	365,0	674,8	1.129,2	2.420,2	4.053,9	1.317,5	4.711,0
1. Papel-Moeda	27,4	42,2	86,7	141,0	287,0	472,0	574,0	613,0	601,0	1.136,0
2. Depósitos à vista	125,5	159,3	278,3	533,8	842,2	1.948,2	3.479,9	704,5	4.110,0	4.709,0
II. Poupança não-monetária	2,4	22,0	62,7	29,1	70,9	216,8	981,5	1.295,0	3.597,0	6.020,0
1. Depósitos de Poupança	-	-	-	3,9	17,3	-	-	18,0	68,0	244,0
2. Depósitos a Prazo	2,3	4,1	-	17,3	28,3	57,1	116,9	57,5	390,0	731,0
3. Letras de Câmbio	-	5,2	5,4	32,5	30,3	155,7	464,9	211,0	1.199,0	2.453,0
4. Letras Imobiliárias	-	-	-	-	-	-	9,3	37,7	243,0	354,0
5. Títulos Federais	0,1	12,7	53,4	-20,7	12,3	4,0	390,4	970,8	1.086,0	1.015,0
6. FGTS (bruto)	-	-	-	-	-	-	-	-	611,0	1.223,0
Total I + II	155,3	223,5	427,7	703,9	1.200,1	2.637,0	5.035,4	2.612,5	8.308,0	11.865,0
II/PIB (%)	0,0	1,0	1,5	0,4	0,6	0,9	2,7	2,4	5,0	6,0
Total/PIB (%)	7,8	8,1	10,5	10,6	10,1	11,4	13,7	4,9	11,6	11,9
II/Total (%)	1,5	9,8	14,7	4,1	5,9	8,2	19,5	49,6	43,3	50,7

(continua na próxima página)

(Continuação da página anterior)

Cr\$ Constantes 1952	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
I. Poupança Financeira	42,2	43,1	57,0	69,4	66,2	74,5	79,6	18,8	52,3	52,2
II. Poupança Não-financeira	0,7	4,7	9,8	3,0	4,2	6,7	19,3	18,4	39,9	53,8
Total	42,9	47,8	66,8	72,4	70,4	81,2	98,9	37,2	92,2	106,0
% da Formação Bruta de Capital										
Total	28,6	30,6	40,7	42,8	42,8	48,2	60,2	19,5	47,3	45,1
Não-monetária	0,4	0,3	0,6	1,8	2,5	4,0	11,7	9,7	20,5	22,9
Variações Anuais (%)										
I. Poupança Monetária	-	2,0	32,2	21,9	-4,6	12,5	6,8	-76,4	325,9	-0,1
II. Poupança Não-monetária	-	608,3	108,2	-69,5	39,8	60,3	188,4	-4,4	116,5	34,8
Total	-	11,4	39,7	8,5	-2,8	15,3	21,8	-62,4	148,0	15,0
Poupança Voluntária*										
Corrente	2,3	9,3	9,3	49,8	58,6	253,8	980,1	1.295,2	2.981,0	4.791,0
Cr\$ de 1952	0,6	2,0	1,5	5,1	3,4	7,8	19,3	18,4	33,1	42,8
Varição Anual	-	213,0	-26,4	249,1	-33,0	128,2	146,3	-4,3	79,5	29,4

* Depósitos de Poupança, Depósitos a Prazo, Letras de Câmbio, Letras Imobiliárias e Títulos Federais (ORTN)

Fonte: Relatórios SUMOC; Relatórios Banco Central.

68,4%, sendo que, deste total, a poupança voluntária (1) expandiu-se à taxa anual de 53% em termos reais.

O Quadro de poupanças financeiras não permite o seu imediato desdobramento no quadro de empréstimos pois não existe para o sistema financeiro brasileiro a matriz de usos e fontes de recursos (2). O Quadro 6.3, no entanto, mostra a evolução dos empréstimos ao setor privado oferecido pelas diversas instituições do sistema no período 1959/68 (3). Pode-se observar que a partir de 1965 as instituições não-bancárias expandem substancialmente sua participação no volume total de empréstimos. Em termos reais, de 1964 a 1968, estas instituições crescem suas aplicações a uma taxa anual de 50%, mostrando a rápida diversificação do crédito ocorrida no período. Tudo indica, portanto, que, ao lado de uma forte demanda pelos novos instrumentos, também ocorreu uma forte demanda pelo crédito especializado das novas instituições.

Todos estes dados indicam a dramática modificação sofrida pelo sistema financeiro brasileiro em um intervalo de poucos anos e sugerem um acelerado processo de desenvolvimento financeiro. Dado, por outro lado, que a taxa de poupança global não se modificou significativamente no período, pode-se concluir que as reformas de 1964/65 tiveram inquestionável êxito em absorver no sistema fundos que giravam fora de órbita institucionalizada. Resta agora avaliar se as questões de financiamento levantadas anteriormente foram satisfatoriamente solucionadas.

6.3. Bancos Comerciais

No Capítulo 4 foi examinada a evolução do sistema financeiro durante o período 1952/61, correspondendo basicamente o sistema monetário (bancos comerciais e o Banco do Brasil) e o BNDE como principal agência de fomento estatal. As demais instituições financeiras eram de expressão mínima e não tinham a menor importância no sistema de apoio financeiro ao setor real.

(1) Depósitos a prazo, depósitos de poupança, letras de câmbio, letras imobiliárias e ORTN.

(2) Todas as tentativas de construção da matriz esbarraram na inconsistência de dados e na falta de desagregação adequada.

(3) Estes dados devem ser tomados com certa restrição pois em alguns casos os balanços apresentados (BNDE, por exemplo) não são isentos de ambigüidades.

- 1) Foi criado o Banco Central em substituição à SUMOC, com atribuições e prerrogativas semelhantes à sua antecessora, mas com algumas alterações significativas.
 - i) A emissão de papel-moeda ficava agora sob sua inteira responsabilidade.
 - ii) Ao Tesouro não mais era permitido fazer operações de crédito junto ao Banco do Brasil ou Banco Central. Em substituição, qualquer empréstimo do Banco Central ao Tesouro seria através da compra pelo Banco de obrigações e letras de emissão do Tesouro.
 - iii) Estinguiu-se a Carteira de Redesconto e a Caixa de Mobilização Bancária, incorporados os seus patrimônios ao Banco Central.
 - iv) O controle e execução das operações de câmbio passaram do Banco do Brasil ao Banco Central (1).
 - v) As reservas compulsórias e voluntárias dos bancos comerciais deveriam ser agora depositadas no Banco Central.
- 2) Foi criado o Conselho Monetário Nacional, com atribuições semelhantes ao Conselho da SUMOC (extinto), mas com uma composição alterada para nove membros: o Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco do Brasil, o Presidente do BNDE, os quatro Diretores do Banco Central e dois representantes do setor privado.
- 3) O Banco do Brasil foi mantido como agente financeiro da União, mas sem a prerrogativa de estender crédito ao Tesouro. Ao Banco foi dada a possibilidade de, por delegação do Banco Central, arrecadar os depósitos voluntários dos bancos comerciais e executar os serviços de compensação de cheques.
- 4) No Tesouro foi extinta a Caixa de Amortização, assumindo o Banco Central a responsabilidade pelo meio circulante (2).

Os pontos acima nos permitem concluir o seguinte. Sob o ponto de vista do comando da política monetária a nova estrutura estava mais bem aparelhada, pois não só consolidou nas atribuições do Conselho Monetário toda a legislação vigente como reduziu substancialmente a influência do Banco do Brasil no Conselho, agora com apenas um representante.

(1) Inexplicavelmente a CACEX, responsável pela política de exportação e importação, foi mantida no Banco do Brasil, como disposição transitória (art. 59), mas até hoje nunca foi transferida.

(2) Os demais aspectos da lei tratavam genericamente das instituições financeiras privadas, consolidando a legislação vigente, cujas modificações mais profundas só foram procedidas pela Lei 4.728/65 (veja próxima seção). Um ponto que muitas vezes é mencionado como novidade no sistema financeiro brasileiro é a fixação pela Lei 4.595 dos impedimentos das instituições financeiras de realizarem operações de empréstimo a empresa coligadas, diretores, parentes, etc. Estes obstáculos, no entanto, já tinham sido objeto de regulação pela SUMOC (Instrução 253/63) exatamente nos mesmos termos.

As relações entre o Banco do Brasil, o Banco Central e o Tesouro foram simplificadas, saindo o Tesouro de todo o circuito de criação primária de moeda e reintroduzindo o papel da dívida pública como contrapartida dos déficits fiscais. Como ficou, no entanto, a posição do Banco do Brasil, que durante anos foi o ponto chave da discussão?

Em primeiro lugar, pela lei, as reservas voluntárias dos bancos comerciais seriam recolhidas ao Banco Central mas o Banco do Brasil podia, por delegação, arrecadá-las. Na prática, estas reservas não foram transferidas ao Banco Central, e o Banco do Brasil continuou sendo um banco que 'nunca perde na compensação'.

No entanto os limites de aplicação do Banco do Brasil, o verdadeiro freio à sua expansão, deixou de ser um número discutido no Conselho da SUMOC, para integrar um conjunto de dados formal e oficialmente montados, o chamado orçamento monetário (1). Por outro lado, o Banco do Brasil continuava a ser o maior banco comercial do país pois nenhuma de suas carteiras operacionais lhe foi suprimida. Portanto, as pressões anteriormente assinaladas para a elevação das operações acima dos limites estabelecidos pelo orçamento monetário não deixariam de existir mas, poder-se-ia argumentar que a terceira perna do tripé que sustentava a expansão das operações do Banco do Brasil, o suprimento ilimitado de papel-moeda, foi cortado pela incorporação da CARED ao Banco Central (2). Alguns economistas brasileiros insistem que o controle do papel-moeda é irrelevante posto que é uma fração pequena da base monetária, e que seu controle vai fazer apenas faltar troco para pequenas transações. No entanto, o suprimento do canal de suprimento de papel-moeda teria efetivamente freiado o Banco do Brasil, inclusive independentemente do orçamento monetário. De fato, um banco comercial comum não está preocupado com o volume do papel-moeda em caixa como variável de decisão para expandir seus empréstimos, e sim com o seu volume global de reservas depositado na autoridade monetária, que é de livre conversão em papel-moeda.

Para o banco comercial, o papel-moeda no caixa é um coeficiente técnico relacionado com o seu volume de reservas. Para o Banco do Brasil, no entanto, a coisa é diferente, já

(1) O orçamento monetário nada mais é do que a projeção das contas consolidadas das autoridades monetárias e dos bancos comerciais como foi feito por nós na seção 5.6.2. O Quadro 5.21 corresponde exatamente ao orçamento monetário. Esta técnica de controle já tinha sido introduzida internamente pela SUMOC em meados dos anos 50 e foi oficializada pela Lei 4595 (Veja Ribeiro, 1955).

(2) O episódio da transferência da CARED do Banco do Brasil para o Banco Central assumiu dimensões anedóticas pela resistência daquele banco a qualquer tentativa de supressão de suas atividades. Os móveis, arquivos, etc., tiveram que ser transferido quase que *manu militare* (Ribeiro, entrevista). Ribeiro, na época, era diretor de redescontos do Banco Central.

que ele não tem depósitos na autoridade monetária, pois ele é a autoridade, mas não é o emissor. Assim, uma expansão de seus empréstimos mais cedo ou mais tarde vai necessitar de papel-moeda para atender os saques do público ou dos bancos comerciais. Mas se todos os canais de suprimento estivessem agora fechados, então o Banco do Brasil teria de reduzir ou limitar suas aplicações para recompor sua caixa em papel-moeda (na verdade sua única forma de caixa) (1).

O problema, no entanto, é que o canal de comunicação entre o Banco do Brasil e o Banco Central não se fechou, mas mudou de nome. Durante muitos anos passou despercebido aos economistas monetários no Brasil que se dedicavam a analisar o sistema bancário uma conta perdida no ativo do Banco Central e no passivo do Banco do Brasil, com o título de 'conta de movimento'. Como o nome indicava era uma rubrica que receberia o 'float' das operações entre as duas instituições, liquidáveis semanalmente, pagando a instituição devedora (qualquer que fosse) um juro de 1% ao ano pelo saldo à instituição credora. No entanto, desde a sua criação em 1965, a instituição devedora foi sistematicamente o Banco do Brasil, em volumes crescentes, como pode ser observado no Quadro 6.16.

Quadro 6.16
Conta Movimento
Saldo do Débito do Banco do Brasil
Milhões de Cr\$

	(1)	(2)	(1)/(2)
	Conta Movimento	Base Monetária	%
1965	353,7	7.506,4	4,7
1966	577,4	10.099,7	5,7
1967	1.663,8	12.686,8	13,1
1968	3.166,3	15.108,8	21,0

Fonte: Balanços do Banco do Brasil e do Banco Central, Relatório do Banco Central.

(1) A situação é idêntica a de um banco operando antes da instituição do Banco Central e da moeda de curso forçado no início do capitalismo, quando tinha de manter certa proporção de, digamos, ouro em caixa, de forma a poder resgatar a emissão de suas notas quando demandado.

Observa-se que a conta, que exprime basicamente os suprimentos de papel-moeda do Banco Central ao Banco do Brasil, cresceu como proporção da base monetária e foi responsável pela possibilidade do Banco do Brasil expandir seus empréstimos acima do orçamento monetário e sem os suprimentos da CARED.

Na verdade este esquema teve que ser implantado pela estrutura de Banco Central 'misto' adotada pela reforma. De fato, se o Banco Central é emissor mas não é o detentor das reservas voluntárias dos bancos comerciais, e o Banco do Brasil é o depositário das reservas, mas não é o emissor, havia que ser criado um cordão umbilical entre as duas instituições no sentido de integrar as 'emissões' de reservas pelo Banco do Brasil com as emissões de papel-moeda pelo Banco Central.

Concluimos assim que, tanto em relação à participação do Banco do Brasil nas autoridades monetárias como em relação ao mecanismo de emissões, nada ou quase nada foi alterado pela reforma Bancária em comparação ao regime anterior (1).

6.5.3. A Correção Monetária

O segundo aspecto básico das reformas de 1964/65 referiu-se à introdução do sistema de 'correção monetária' na economia brasileira. A idéia por detrás deste mecanismo é que a inflação sistemática tem três conseqüências perversas: em primeiro lugar distorce a eficiência dos preços como mecanismo de alocação de recursos, em segundo lugar corrói as rendas contratadas em valores fixos correntes e terceiro afasta do mercado financeiro um volume substancial de poupanças financeiras. Em vista destes pontos, portanto, é necessário que se separem dois aspectos na questão da introdução da correção monetária na economia brasileira. Por um lado, como mecanismo de indexação de alguns contratos (*latu sensu*) e por outro a sua relação com a taxa de juro.

A correção monetária como indexação só pode ser introduzida com eficiência (em relação aos pontos acima mencionados) se for **parcial**, isto é, para apenas alguns setores da economia. De fato, caso fosse possível indexar **todos** os preços, isto corresponderia a uma mudança integral no padrão monetário, sem correção das distorções conseqüentes da inflação passada. E o que se observa na economia brasileira é exatamente a introdução parcial e gradual da correção monetária sobre alguns tipos de contrato de renda mas sem uma generalização para toda a economia (2).

(1) Denio Nogueira alega que havia uma consciência de que a Reforma era parcial mas era o que se podia obter à época frente à resistência do Banco do Brasil (entrevista).

(2) Exatamente em anos mais recentes, quanto a correção se generaliza para todos os setores, é pensamento de muitos economistas que ela seria responsável pelas persistentes altas taxas de inflação pois realimenta os preços de forma integral.

Assim, logo em 1964, introduziu-se a atualização dos débitos fiscais das empresas e indivíduos recompondo seu valor real pela inflação passada. A ausência desta atualização havia induzido muitas empresas a elevar seu capital de giro pelo não-recolhimento de impostos e contribuições sociais, pois frente a uma inflação de 50/60% mais valia pagar a multa de juro de 12% a.a. e arriscar-se a ser processado por crime de sonegação fiscal - coisa que raramente ocorria. Este mecanismo de atualização pela inflação passada (1) desonerou o Tesouro de arcar com os custos de desvalorização da moeda que ele próprio emitia. O mecanismo, no entanto, tinha que ser parcial e nenhuma medida foi tomada para, simetricamente, o Tesouro pagar correção sobre seus débitos para com empreiteiros públicos.

Ainda no âmbito das empresas permitiu-se que estas corrigissem monetariamente seus ativos imobilizados para efeito de cálculo das cotas de depreciação dedutíveis do imposto de renda a pagar. Complementarmente, o capital de giro próprio também podia ter a sua recomposição monetária deduzida da base do imposto de renda, fazendo então que todo o capital próprio da empresa não tivesse a sua valorização taxada como lucro. Um dos aspectos parciais da atualização monetária para as empresas estava no fato de que parcela dos custos, os salários, não eram regidos pelo mesmo critério, e sim objeto de índices especiais, sistematicamente abaixo da inflação ocorrida conforme vimos no Capítulo 5.

A introdução mais importante da correção monetária deu-se no âmbito da criação do Sistema Financeiro de Habitação. A idéia era de que a inflação havia atingido duramente o setor de construção civil e que o déficit habitacional que o país apresentava (na época estimado em 8 milhões de habitações) era fruto da conjugação de dois mecanismos. Por um lado, os investimentos no setor haviam declinado pela impossibilidade das instituições financeiras manterem carteiras hipotecárias oferecendo crédito de longo prazo com taxa de juro fixadas em um máximo de 12% a.a.; por outro lado, os aluguéis estavam tabelados, desestimulando a demanda por casas para renda.

O setor de construção civil era considerado como estratégico na política de emprego dada a sua baixa relação capital/trabalho. Assim foi permitido que os contratos de financiamento habitacional fossem reajustados pela inflação ocorrida e liberaram-se os aluguéis residenciais e comerciais (2). De novo, a contrapartida - salários e ordenados - mantiveram-se atrasados em relação a este sistema de indexação.

(1) Os índices de atualização - daqui por diante genericamente chamados de correção monetária - correspondiam à variação do IGP por atacado, levantados mensalmente pela FGV, com um hiato de três meses.
(2) Lei 4.494, de 25.11.64, e Lei 4.380, de 21.08.64.

Concluimos, portanto, que os três sistemas de indexação automática introduzidos - a correção monetária, as minidesvalorizações da taxa de câmbio e a fórmula salarial - foram deliberadamente diferenciados (no que diz respeito ao valor e à frequência dos reajustes) de modo a corrigir as 'distorções' identificadas no processo inflacionário.

No nosso entender, no entanto, este é o ponto menos relevante na questão da correção monetária. O ponto central (apesar de nunca explicitado oficialmente) referiu-se à taxa de juro. Conforme foi mencionado em diversos pontos anteriores, havia no Brasil (e há, até hoje) dois impedimentos à elevação da taxa de juro. Um deles impedia a cobrança de juros superiores a 12% a.a. e o outro impedia contratos de financiamento que não fosse na moeda legal do país. Isto implicava que qualquer taxa de inflação acima de 12% a.a. (o que foi sempre o caso nos anos 50 e 60) gerava um juro negativo. Este fato foi decisivo para o afastamento de detentores de poupanças do mercado financeiro. Ainda que diversos artifícios tivessem sido criados no sentido de burlar a lei, havia necessidade de se legalizar a possibilidade de oferecer e demandar uma taxa de juro mais elevada, compatível com as taxas de inflação.

Nesse ponto é que a introdução da correção monetária foi básica e fundamentalmente uma liberação da taxa de juro. A permissão para que as instituições financeiras cobrassem em seus contratos de financiamento e pagassem aos tomadores de seus passivos um valor de correção monetária acima da taxa de juro negociada foi instrumento decisivo para atrair e internalizar poupanças no circuito financeiro. A maioria das publicações oficiais e interpretações da correção monetária procuram mostrar que esta é apenas uma atualização de créditos e débitos financeiros, mas sustentamos que esta foi na verdade a liberação das taxas de juros como mostraremos a seguir (1).

Quando foi permitido que as instituições financeiras cobrassem e pagassem 'juros reais positivos', isto é, introduzissem a correção monetária em seus contratos ativos e passivo, foi também estabelecido que **temporariamente** poderia ser cobrada e paga uma correção 'pré-fixada', sob a forma de desconto ou juro fixo, até que o mercado se adaptasse à nova sistemática. Assim, por exemplo, um título financeiro de valor de face igual a 100 poderia ser negociado de duas formas. Ou o tomador aceitava receber ao fim do prazo juros mais correção, ou comprava com um desconto, pela estimativa da inflação futura. Em ambos os casos estava-se pagando juros, mas é evidente que o segundo caso está mais alinhado dentro da definição corrente de juro. No caso da correção monetária, o juro efetivamente recebido pelo tomador era de valor incerto no momento de aquisição do título, enquanto que no desconto o rendimento era conhecido *a priori*.

(1) A Lei de Usura que impedia o juro maior que 12% a.a., não precisou ser revogada - o que seria politicamente inconveniente - pois sua nova interpretação foi que não se poderia cobrar mais de 12% de juro real, isto é, 12% acima da correção monetária.

Quando se observa que esta disposição temporária na verdade tornou-se a regra permanente para os títulos privados, conclui-se que a criação da correção monetária foi apenas um mecanismo de liberar a taxa de juro do sistema financeiro (1). Diversas tentativas foram feitas pelo governo para introduzir a correção nos títulos privados e sempre esbarravam na resistência das instituições financeiras que para pagá-la aos tomadores de seus títulos teriam necessariamente que cobrá-la dos seus mutuários. Estes não estavam dispostos a assumir contratos onde o custo do financiamento era desconhecido *a priori* e portanto inviabilizando a projeção do fluxo de caixa (2).

A correção monetária como taxa de juro foi introduzida pela criação de títulos da dívida pública (ORTN) e estendida aos instrumentos de captação do SFH (Letras Imobiliárias e Cadernetas de Poupança). Paralelamente foi introduzido um padrão de valor real constante, a Unidade Padrão de Capital (UPC) permitindo-se que contratos de financiamento fossem nele expressos (3). Tudo se passou então como se se tivesse criado um novo padrão monetário (parcial) em que as qualidades de unidade de conta e padrão de pagamento diferido era dado pela UPC, e as qualidades de meio de troca e reserva de valor dado pela ORTN. A coexistência de dois padrões monetários, isto é, o cruzeiro, a moeda 'velha' que se desvaloriza a cada dia, e a UPC/ORTN, a moeda 'nova' que se valoriza a cada dia, foi efetivamente responsável pela tremenda expansão da captação de poupanças pelo sistema financeiro (4).

6.5.4. A Reforma do Mercado de Capitais

O terceiro ponto básico das reformas de 1964/65 referiu-se à criação de novos instrumentos de captação de poupanças e ao estabelecimento de fontes de financiamento de empresas e consumidores independentes da inflação. A Lei de Reforma do Mercado de

(1) Na exposição de motivos dos Ministros do Planejamento, Fazenda e da Indústria e Comércio, que encaminhou o projeto da lei de reforma do mercado de capitais, no entanto, a posição explícita do governo de introduzir somente a correção monetária e eliminar o deságio fica bem clara: 'Cumpra-se modificar a atitude do credor. Em vez da expectativa de desvalorização do cruzeiro que é antecipada no deságio, ou seja no desconto com o qual são vendidos os títulos de dívida, cabe agora oferecer ao credor a oportunidade de corrigir a soma *a posteriori* caso venha a ocorrer uma eventual desvalorização da moeda durante o período do empréstimo' ... 'O deságio traduziu e ainda traduz uma antecipação de desvalorização monetária' ... 'seria necessário que por vários meses, e talvez mesmo por mais de um ano, os preços se mantivessem estáveis para que o deságio viesse a corresponder à taxa normal de juro' ... 'Como o governo tem certeza de que se acha próxima a estabilidade de preços, ele está em condições de oferecer a correção monetária *a posteriori* ...'. (Câmara dos Deputados, separata do projeto 2732-A de 1965, pág. 16).

(2) Waddington, entrevista.

(3) A UPC foi igualada a uma ORTN de valor igual a Cr\$ 10,00 em 1964.

(4) No entanto, no momento em que a moeda nova se generaliza como meio de troca no circuito financeiro, dá lugar a uma forte fuga do dinheiro velho e intensos movimentos especulativos no mercado de títulos como tem ocorrido recentemente no Brasil. As expressões 'moeda velha' e 'moeda nova' são de Tavares, 1978.

Capitais (Lei 4.728, de 14.07.65) teve, ao contrário da lei de reforma do sistema bancário, uma elaboração e tramitação extremamente rápida se se tem em conta a profundidade das medidas que se desejavam implementar. Foi encaminhada ao Congresso Nacional pelo Governo em 22.04.65 (1). Em menos de três meses, o projeto (2) recebeu três substitutivos das Comissões de Justiça, Economia e Finanças. Em Junho, o substitutivo da Comissão de Economia (3) foi aprovado quase que na sua íntegra, encaminhado ao Senado que fez algumas alterações, e sancionado em Julho pelo Presidente da República. A Lei 4.728 é uma lei genérica de definições e foi regulamentada posteriormente por diversas Resoluções do Conselho Monetário.

A diferença básica e surpreendente, no entanto, em relação à lei de reforma bancária, é que enquanto as discussões desta última se centraram sobre pontos cruciais implícitos nos projetos, sendo explicitamente uma reorganização do sistema monetário, as discussões da Lei 4.728 se centraram sobre os pontos formais e posteriormente mostrados irrelevantes, sendo que o crucial estava implícito e praticamente não foi contestado. De fato, o encaminhamento do projeto e as discussões posteriores identificavam (corretamente) como a mais séria lacuna no sistema financeiro brasileiro a inexistência de uma oferta de recursos de longo prazo nos volumes e condições requeridos pelas empresas. A solução proposta estaria pelo lado da ativação das bolsas de valores, através de sua efetiva regulamentação e organização, e pela recuperação do mercado de debêntures.

Teoricamente a solução era correta. O crédito de curto prazo para capital de giro seria suprido pelos bancos comerciais, o crédito de médio prazo por uma nova instituição criada no projeto, os Bancos de Investimento, mas o fundamental e essencial deveria vir através da oferta pública de ações como fonte permanente e estável de recursos de longo prazo. Paralelamente, o mercado de debêntures deveria ser reativado como forma de captação de crédito de longo prazo.

Toda a discussão do projeto centrou-se então na forma de abrir o mercado de ações às empresas privadas, que na época se reduzia a um pequeno volume de transações de algumas 'blue-chips'. Esta orientação era sem dúvida do Ministro da Fazenda, Otávio Gouveia de Bulhões, por suas conhecidas posições de defesa ardorosa do capital não-exigível como fonte principal de financiamento empresarial e de crítica violenta ao sobre-endividamento das empresas.

(1) Em dezembro de 1964 o Ministro da Fazenda, através da Portaria GB 422, de 10.12.64, criou um grupo de trabalho para elaborar o anteprojeto de lei de reforma do mercado de capitais. Incluía membros da Bolsa de Valores e do mercado financeiro, e as divergências entre dois grupos apareceram de imediato, constituindo-se praticamente dois grupos independentes. Face a este impasse, o Governo encaminhou um terceiro projeto, pela mensagem 226/65, onde basicamente apoiava os pontos de vista do setor financeiro.

(2) Projeto nº 2.732/65, da Câmara dos Deputados.

(3) A Comissão de Economia tinha como assessoria os membros do grupo de trabalho original oriundos do setor financeiro (Waddington, entrevista).

O ponto em discussão mais importante era o papel dos corretores que constituíam as Bolsas de Valores. A crítica principal era de que o sistema cartorial dos corretores – designados pelo Presidente da República e hereditários – tinha tirado toda a racionalidade econômica da atividade e tornado os corretores meros rentistas (1). Ademais, pela legislação vigente, os corretores de Bolsa tinham necessariamente que intervir nas operações de câmbio, recebendo uma comissão, dispositivo este remanescente do Século XIX. A reação dos corretores foi violenta e os três substitutivos ao projeto expressavam as posições em conflito (2). O projeto, por outro lado, reformulava profundamente a constituição e funcionamento das Bolsas, alterava a forma de negociação das ações, incentivava a abertura do capital, regulamentava os fundos de condomínio etc. Em resumo, o projeto e a lei posteriormente aprovada eram basicamente alterações no sentido de permitir às empresas captarem recursos não-exigíveis.

Complementarmente, o projeto e a lei dispunham sobre mecanismos de estímulo à emissão de debêntures pelas empresas. Por um lado, a debênture como título de longo prazo permitiria uma maior estabilidade dos recursos das empresas, aliviando-as da necessidade da permanente rolagem junto ao sistema bancário. Por outro lado, o mercado de debêntures, por ser um título primário negociado diretamente junto ao público (correspondendo ao financiamento direto de Gurley & Shaw) serviria como estabilizador da taxa de juro pois teria o efeito de *arbitrage* entre o mercado primário de títulos negociados junto às instituições financeiras e o mercado de títulos indiretos destas últimas. Aparecia também no projeto e na lei – e não foi objeto praticamente de debates e divergências – a regulamentação genérica das Financeiras e a criação dos Bancos de Investimento, para suprir recursos de médio prazo às empresas e consumidores. Subsidiariamente, e na linha do ponto principal da lei, os Bancos de Investimentos poderiam realizar operações de 'underwriting' e gerir fundos de investimento.

Quando então se tem em conta que apesar de toda a regulamentação e discussões, o mercado de novas emissões transacionado através da Bolsa de Valores continuou no seu secular marasmo (com exceção de curtos períodos de violenta especulação) e que o mercado de debêntures jamais conseguiu ter existência (aparentemente entre 1965 e 1968 apenas uma empresa realizou emissão) não há como não concluir que a Lei 4.728 atacou os problemas errados. As instituições que efetivamente floresceram a partir de 1965 foram as instituições de crédito de médio prazo (bancos de investimento e financeiras) e o subsistema financeiro de habitação, no crédito de longo prazo. Isto nos permite concluir que o *leverage* financeiro das empresas brasileiras não era tão elevado como se fazia supor nas discussões da lei. O que o complexo industrial e comercial necessitava era de novas fontes de recursos independentemente de prazo, mas desligadas do setor bancário tradicional sob permanente e estrito controle das autoridades monetárias.

(1) 'Em vez de corretores de Bolsa temos no Brasil uma Bolsa de Corretores'. Parecer da Comissão de Economia da Câmara dos Deputados ao projeto (Separata Projeto 2.732-A/65).

(2) A Comissão de Justiça propunha a manutenção dos privilégios, a de Economia suprimia e a de Finanças buscava uma fórmula conciliadora.

Assim, a Lei 4.728 e seus desdobramentos criaram uma série de instituições de crédito especializado que cobriram grande parte das necessidades de recursos do setor privado. A este respeito é importante notar que uma discussão subjacente se travava desde os projetos da Lei de Reforma Bancária. As opções que se tinham para reformular as fontes de crédito ao setor privado eram duas. Ou se permitia aos bancos comerciais que criassem carteiras de crédito especializado para as diversas linhas (crédito ao consumo, hipotecário, longo prazo, etc.) e pudessem emitir diversos instrumentos de captação, ao estilo do banco múltiplo francês; ou então criavam-se instituições especializadas, cada uma delas emitindo um ou dois tipos de passivos financeiros e estendendo crédito a um determinado setor ou finalidade. A opção pela segunda alternativa deveu-se ao temor de que se deixado a cargo do sistema bancário, comodamente operando suas carteiras de descontos e empréstimos de curto prazo, as novas operações mais complexas seriam abortadas em favor das operações mais simples e tradicionais. A criação de instituições independentes, por outro lado, estimularia os próprios bancos comerciais a criarem suas instituições, pela competição nas diversas fatias do mercado de crédito (1).

No entanto, sob o ponto de vista de tornar as fontes de recursos das empresas independentes da inflação, os resultados parecem ter sido mais modestos. De fato, por um lado, a não formação de um mercado de recursos de longo prazo, seja sob a forma de ações seja de debêntures, não deixou alternativa ao setor comercial-industrial do que a de continuar financiando sua expansão através do movimento relativo de preços uma vez tendo declinado a inflação a suas taxas históricas. Por outro lado, a persistência da inflação mesmo depois das drásticas políticas, de 1964/66, nos faz concluir que o setor produtivo brasileiro não conseguiu efetivamente se desvencilhar da inflação como mecanismo oculto de capitalização e expansão.

6.5.5. Fundos Especiais de Financiamento

Resta mencionar um aspecto que não aparece explicitamente nas leis reguladoras das reformas, mas se constituiu em importante mecanismo de crédito ao setor privado depois de 1964/65. Trata-se da instituição do sistema de repasses de fundos públicos ao setor privado através do sistema financeiro. Este mecanismo resultou de uma reversão da tendência presente desde os meados dos anos 50 até 1964 de uma crescente participação do setor público no gasto e no crédito direto ao setor privado. A crítica a esta tendência, afora as usuais queixas da 'invasão' do setor público em áreas do setor privado, era de que a alocação direta de crédito pelo setor público impedia o funcionamento do sistema de preços na alocação de recursos.

(1) Veja Plano Tricnal, Apêndice, 1963, para a definição desta opção; e depoimento de Denio Nogueira em Hales (1970).

Assim, retomava-se a racionalidade microeconômica se se deixasse que o sistema financeiro privado alocasse os recursos assumindo os riscos dos mesmos. O mecanismo, então, foi a criação de uma série de fundos nas principais instituições financeiras públicas (Banco Central, Banco do Brasil, BNDE e Banco Nacional da Habitação), que teriam como agentes a rede financeira privada. Esta, analisaria a operação localmente, estendendo o crédito nas condições subsidiadas determinada pelo banco público, recebendo uma comissão pelo risco assumido.

A inexistência da matriz de fontes e usos não permite a quantificação dos recursos repassados pelos fundos, exceção para aqueles que tem contabilidade própria como o caso do FINAME do BNDE. O volume de empréstimos do FINAME está no Quadro 6.3. Mesmo assim, duas conclusões podem ser feitas. Em primeiro lugar, é extremamente duvidoso que os critérios de racionalidade microeconômica na gestão de fundos públicos (isto é, captados compulsoriamente de toda a economia) possam ser compatibilizados com os critérios de retorno social que o uso destes recursos exige. Em segundo lugar, ao reduzir os subsídios e créditos diretos alocados a diversos setores, o Tesouro deixou de ter déficits vultosos como antes de 1964. É de se perguntar, no entanto, qual o volume real do subsídio implícito no sistema de repasses de crédito subsidiado, que, da mesma forma que os déficits anteriores, são financiados pela expansão primária de moeda. Só que agora, em vez de transitar pelo orçamento fiscal, onde poderiam ser facilmente identificados, transitam pelo orçamento monetário onde é impossível sua correta avaliação. Em outras palavras, se se computar os serviços da dívida pública interna e os subsídios creditícios dos fundos públicos, é bem provável que a eliminação do déficit fiscal tenha sido só aparente, pois teria surgido um déficit monetário em seu lugar, financiado igualmente pela expansão dos meios de pagamento.

6.5.6. Conclusão

Em resumo, podemos dizer que as reformas do sistema financeiro procedidas em 1964/65 tiveram como características principais:

- a) A Reforma Bancária não resolveu a questão central do descontrole da expansão primária dos meios de pagamento.
- b) A introdução da correção monetária visou basicamente a elevação e liberação da taxa de juro.
- c) A reforma do mercado de capitais atacou os problemas falsos mas acertou naquilo que considerou secundário, e
- d) O sistema de repasses de fundos públicos a juros subsidiados falseia a efetiva compressão do déficit fiscal e deixa a alocação dos recursos em mãos de duvidosos critérios de rentabilidade privada.

6.6. Organização, Crescimento e Fortalecimento das Instituições Financeiras Não-Bancárias

As reformas de 1964/65 abriram campo para a regulamentação e surgimento de diversas instituições e instrumentos no sistema financeiro. Entram em cena, então, na oferta de fundos ao setor privado as Financeiras, os Bancos de Investimentos, as Sociedades de Crédito Imobiliário, as Associações de Poupança e Empréstimo, as Distribuidoras e Corretoras de Valores, os fundos de repasse, novos mecanismos de captação de recursos externos, etc. Paralelamente aparecem no mercado novos instrumentos de captação de poupanças ou são reformulados os já existentes, como as Letras de Câmbio, Certificados de Depósito Bancário, Cadernetas de Poupança, Letras Imobiliárias, os títulos públicos com correção monetária, etc. Não caberia aqui uma análise exaustiva e minuciosa de cada um destes instrumentos e instituições, quanto mais não seja porque já foram objeto de outros estudos (1). O que nos interessa aqui é destacar alguns aspectos destes instrumentos e instituições, em face da problemática do financiamento na economia brasileira discutida anteriormente. Em outras palavras, resta-nos examinar agora as inovações em termos de desenvolvimento financeiro efetivamente na década de 60. Desta forma, no que se segue analisaremos os três principais tipos de instituições financeiras não-bancárias que se desenvolveram rapidamente no período e que cobriram grande parte da demanda e oferta de recursos financeiros.

6.6.1. Financeiras

As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, as chamadas Financeiras, constituíram a primeira e praticamente única tentativa de organização de um intermediário não-bancário que oferecesse crédito a prazo mais longo que os descontos comerciais e pagasse uma taxa de juro mais elevada que os depósitos bancários antes das reformas de 1964/65 (2). Seu aparecimento data de 1946, e a evolução da sua rede pode ser examinada no Quadro 6.17. Observa-se que, à raiz das reformas, é entre 1964 e 1966 que se verifica a grande expansão das Financeiras, chegando a ultrapassar o número de bancos no país. A redução que se verifica a partir de 1967 é fruto da possibilidade que as autoridades monetárias abriram a grupos de cinco ou mais Financeiras de se fundirem e constituírem Bancos de Investimento.

(1) Veja, por exemplo, Wald, 1970.

(2) Da lista de instituições mencionadas na seção 5.1, as Companhias de Capitalização, Companhias de Seguro, Institutos de Previdência e Caixas Econômicas nunca chegaram a ser um investimento atrativo para o poupador dadas suas limitações legais de oferecer rendimentos e sua estrutura organizacional antiquada; individualmente não chegaram a representar parcela significativa na coleta de poupanças financeiras. Pelo lado das operações ativas, o seu caráter conservador levou-as crescentemente a aplicar seus recursos no mercado imobiliário (ou em pequenos empréstimos pessoais) sem maiores repercussões sobre o crédito ao setor comercial-industrial. A literatura da década de 50 registra ainda a permanente criação e desaparecimento de toda a sorte de mecanismos para captar poupanças como loterias, carnês, etc. que pelo seu caráter sistematicamente aventureiro e muitas vezes fraudulento não tinham existência permanente.

Quadro 6.17

Financeiras
Rede

1950 - 5	1961 - 91	1965 - 202
1955 - 28	1962 - 110	1966 - 275
1959 - 64	1963 - 113	1967 - 257
1960 - 91	1964 - 134	1968 - 245

Fonte: Banas (1961); Fonseca (1974)

Até o fim da década de 50, no entanto, por força de uma legislação pouco clara e específica (1), as Financeiras dedicaram-se a toda sorte de atividades no mercado financeiro (2) e sua expressão na concessão de crédito é pouco significativa. A evolução de suas operações, no entanto, só é possível contabilizar a partir de 1959, como se observa no Quadro 6.18.

Não obstante se expandindo, as Financeiras só adquiriram alguma importância a partir de 1962; cresceram aceleradamente em 1964/65; declinaram relativamente em 1966/67 em virtude do aparecimento de um papel fortemente concorrente (CDB dos Bancos de Investimento), mas fixaram definitivamente sua posição em 1968, representando 15% do total do crédito público e privado ofertado ao setor privado. A relação entre as Letras de Câmbio e os empréstimos dos bancos comerciais, também crescente até 1965/66, e igual a 40% em 1968, mostra o progressivo deslocamento sofrido por estes últimos como supridores de capital de giro e crédito de consumo ao setor privado.

Até 1959, as operações das Financeiras efetivamente de crédito e financiamento se faziam através de engenhosos mecanismos conduzentes a contornar as limitações à taxa de juro. O sistema consistia em se aproveitar da informalidade com que o Código Comercial

(1) As Financeiras tinham sua existência legal baseadas no Decreto-lei 7.583, de 25.05.45 e no Decreto-lei nº 9.603, de 16.8.46, e Portaria nº 88, de 08.06.45, do Ministério da Fazenda.

(2) 'Entre as portadoras de carta de autorização concedida pela então Superintendência da Moeda e do Crédito para atuar no setor de crédito, financiamento ou investimento, encontram-se várias sociedades que se dedicavam à corretagem de seguros, outras ao financiamento imobiliário, loteamento de terras, aluguel de máquinas para urbanização, exploração de hotéis, cinemas e outras casas de diversões e ao financiamento de vendas a prazo de automóveis e equipamentos diversos, já apontava a Conjuntura Econômica em um estudo realizado em seu número de junho de 1953. De 1954 a 1959, a situação não se modificou muito e das sessenta e quatro sociedades autorizadas a funcionar, somente oito se dedicavam realmente a transações no mercado de títulos ou investimentos, e mesmo assim, com operações bem reduzidas'. (O Mercado Brasileiro de Títulos, Leopoldo C. Fontenele, BNB, citado por Plano Decenal, Diagnóstico Preliminar, Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais, pág. 134).

Brasileiro trata a figura da 'Sociedade em conta de participação'. A Financeira constituía uma sociedade com os poupadores que formavam o capital da mesma. Este capital era aplicado em outra sociedade que a Financeira constituía com os tomadores de empréstimo. Os depósitos e os empréstimos perante a lei eram chamados de 'contas de participação', os juros recebidos de 'lucros', os juros pagos de 'despesas', e estava contornada a lei (1).

Quadro 6.18

Financeiras

Empréstimos ao Setor Privado
Milhões de Cr\$

	(1) Financeiras	(2) Total	(3) Bancos Comerciais	(1)/(2) %	(1)/(3) %
1959	1,0	364,5	195,5	0,3	0,5
1960	6,2	496,7	266,5	1,2	2,3
1961	11,6	723,2	382,4	1,6	3,0
1962	44,1	1.097,3	501,7	4,0	8,8
1963	74,4	1.751,7	835,9	4,2	8,9
1964	245,0	2.994,3	1.209,9	8,2	20,2
1965	695,0	5.078,6	2.227,9	13,7	31,2
1966	1.016,0	7.768,7	3.271,8	13,1	31,1
1967	1.579,0	14.037,8	6.428,1	11,2	24,6
1968	3.625,0	23.838,1	8.900,0	15,2	40,7

Fonte: Quadro 6.2.

No entanto, a partir do fim da década de 50, início de 60, uma nova modalidade de captação foi introduzida pelas Financeiras (2), a letra de câmbio. Uma das desvantagens do fundo de participação era a iliquidez das cotas que só podiam ser resgatadas pelo fundo e mediante aviso prévio de cento e oitenta dias. Careciam assim as financeiras de um instrumento negociável, que desse aos operadores liquidez, além da rentabilidade. Foi assim revivido o único instrumento de crédito regulamentado e já em desuso. Estes títulos, ainda que antigos no mercado financeiro brasileiro (3) e utilizados até então nas transações de comércio externo, podiam ser negociadas com 'deságio', o que novamente, em termos técnicos, não feria a lei da usura que se referia ao juro. O mecanismo era semelhante a um *acceptance* comum: uma empresa necessitando de recursos, emitia uma letra de câmbio que era aceita pela Financeira (isto é, ela se tornava coobrigada na dívida) entregando em

(1) Ver Desenvolvimento e Conjuntura, Março, 1960, para uma descrição detalhada deste mecanismo.

(2) Aparentemente pela FINASA.

(3) Sua regulamentação data de 1908 através da Lei nº 2.044.

garantia duplicatas representativas de operações mercantis ou mesmo notas promissórias. De posse do aceite da Financeira, a empresa colocava as letras de câmbio no mercado – às vezes na própria Bolsa de Valores – através de uma empresa distribuidora (quase sempre ligada à Financeira), oferecendo um deságio no valor de face. Por este aceite a Financeira cobrava uma comissão pelo risco assumido. Dada a facilidade operacional e a negociabilidade do título, as letras de câmbio tornaram-se rapidamente o instrumento de poupança mais popular do sistema financeiro brasileiro no início dos anos 60.

Neste ponto caberia perguntar porque razão os bancos comerciais nunca se interessaram em se utilizar desse instrumento para captar poupanças de médio prazo e oferecer crédito mais longo que o desconto comercial. A resposta parece estar em dois pontos que já foram discutidos neste trabalho. Em primeiro lugar como mostramos no Capítulo 2, é exatamente neste período, quando a inflação começa a acelerar, que os bancos comerciais aumentaram substancialmente seus lucros, seja sobre o capital, seja sobre o total de depósitos. Em segundo lugar, a operação de captar depósitos à vista e descontar duplicatas era mais fácil e tradicional, o que estimulava o conservador sistema bancário a ampliá-las. Assim, o estímulo a abrir uma operação nova, mais complexa, ainda que um pouco mais rentosa, era praticamente nulo.

Já em 1959 viram as autoridades monetárias necessidade de regulamentar as atividades das Financeiras através de legislação específica (1). Além de reconhecerem as Financeiras como instituições de crédito integrantes do 'sistema bancário' e assim sujeitas à fiscalização da SUMOC, a regulamentação deu enorme flexibilidade a estas instituições ao definir operações ativas e passivas quase que desvinculadas, isto é, admitindo que sua atividade não era simplesmente cobrar uma comissão de aceite (2). Como medida cautelar ficou determinado que as Financeiras recolheriam um depósito compulsório de 1% sobre seus recursos e não teria acesso ao redesconto ou à CAMOB.

A organização do mercado de letras de câmbio e dos empréstimos a elas vinculadas permitiu que as Financeiras passassem a ocupar um lugar de crescente importância no suprimento de capital de giro às empresas industriais e no financiamento de vendas a prazo às empresas comerciais. O estrangulamento progressivo dos bancos comerciais, foco sistemático das políticas de estabilização, permitiu às Financeiras ocupar o vazio deixado na oferta de recursos e ampliar suas operações. Na medida em que a recessão, cujos primeiros sinais aparecem em 1962/63, se avizinhava, a recorrência das empresas às Financeiras foi cada vez maior pelas menores exigências que faziam em termos de garantias comparado aos bancos comerciais.

(1) Portaria nº 309, de 30.11.59, do Ministério da Fazenda.

(2) Para não fugir à regra, a Portaria 309 determinava que 25% das operações ativas deveriam ser reservadas 'para aplicações que direta ou indiretamente beneficiem a atividade rural' (artigo XXII).

Neste período, alguns bancos e mesmo empresas industriais (como a General Motors, por exemplo) fundaram suas próprias Financeiras objetivando participar dos elevados lucros de um mercado ávido por recursos (1). Em 1964 as Financeiras já ofereciam um volume de crédito igual a 1/5 do crédito oferecido pelos bancos comerciais.

A regulamentação geral das Financeiras foi procedida na Lei de Reforma do Mercado de Capitais, sendo posteriormente detalhada em 1966 (2). As Financeiras foram autorizadas a colocar letras de câmbio diretamente no mercado, foram dispensadas do recolhimento compulsório e foi-lhes permitido emitir títulos com correção monetária, desde que com prazo superior a um ano.

Ainda que fugindo um pouco do aspecto econômico, vale acrescentar que a Lei nº 4.728 introduziu uma novidade fundamental em relação às garantias a serem dadas nos empréstimos e que sem dúvida contribuiu fortemente para o desenvolvimento do crédito direto ao consumo. O direito civil brasileiro conhecia apenas duas figuras representativas de garantias em transações comerciais ou financeiras, a hipoteca e o penhor. Em ambos os casos o processo de execução do devedor em caso de inadimplemento segue toda a regra do código e o bem financiado fica de posse do devedor. A Lei nº 4.728 criou a figura da alienação fiduciária, em que a propriedade permanece com o credor até a liquidação final da dívida, podendo, em caso de inadimplemento, vender o bem financiado a terceiros, independentemente de leilão, hasta pública, avaliação prévia ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial.

O extraordinário crescimento da colocação de letras de câmbio em 1964 e 1965 (ver Quadro 6.18) deveu-se basicamente a dois fatores. Por um lado, o aparecimento de títulos governamentais oferecendo correção monetária e juros, isto é, um rendimento real, empurrou toda a estrutura de taxas para cima, e levou as Financeiras a pagar também juros reais. Não existem dados disponíveis para as taxas pagas pelas Financeiras antes de 1965. No entanto há evidências esparsas de que, apesar de altas em termos de juros bancários, nunca chegaram a superar as taxas de inflação. Para os investidores, no entanto, era melhor que nada.

Em segundo lugar, grandes volumes de poupanças que giravam em mercados ilegais acorreram ao sistema financeiro institucionalizado, temendo represálias governamentais.

(1) A Portaria 309 não estipulava capital mínimo para as Financeiras, o que facilitava o seu estabelecimento. No lado anedótico deste processo há o depoimento de um empresário de que 'a atividade industrial de minha empresa é apenas um pretexto para participar no mercado financeiro' (citado por Gamboa, 1971).

(2) Resolução nº 32, de 30.07.66.

De fato, como na maioria dos golpes militares, o movimento de 1964 chegou ao poder pleno de moralismos tais como 'acabar com a corrupção dos governos anteriores'. Instituiu-se uma Comissão Geral de Investigações para examinar os chamados 'enriquecimentos ilícitos'. Mas ao mesmo tempo concedeu uma anistia fiscal para que os 'corruptos' e 'enriquecidos ilicitamente' (arrepentidos) incluíssem em seus patrimônios declarados perante o Imposto de Renda quantias não apresentadas anteriormente, desde que aplicadas em títulos do mercado financeiro congelados por dois anos.

É em 1966, no entanto, que começa a se delinear a verdadeira especialização das Financeiras quando as autoridades monetárias obrigaram que 40% de suas operações se destinasse ao crédito direto de consumo e 60% ao financiamento de capital de giro. Esta decisão foi de fundamental importância para o deslanche do novo ciclo expansivo que se delineava. Como vimos no Capítulo 5, a capacidade instalada no setor industrial brasileiro necessitava neste período de um forte empuxe de demanda para ocupá-la. A única maneira de fazê-lo seria pela ampliação do mercado (basicamente de bens de consumo duráveis) através de um maior endividamento familiar, eis que o mercado original incentivador da instalação já havia sido ocupado e crescia vegetativamente, enquanto a renda global havia se expandido lentamente nos últimos anos. Assim as Financeiras jogaram um papel fundamental na redinamização da economia brasileira a partir de 1967.

Por outro lado, a partir de 1966, as Financeiras passaram a enfrentar uma séria concorrência dos Bancos de Investimento, criados no ano anterior mas regulamentados naquele ano. De fato, não obstante a idéia original de fazer destes bancos – entre outras coisas – instituições de crédito de longo prazo, dificuldades iniciais levaram-nos a reduzir seus prazos de empréstimo e encostar nos prazos oferecidos pelas Financeiras. Assim, estas últimas viram-se espremidas entre os bancos comerciais e de investimento, instituições muito mais 'pesadas', e foram perdendo espaço no mercado de capital de giro. Com isto, as autoridades viram-se na necessidade de reservar a estas instituições um mercado exclusivo, o de crédito ao consumo.

O crédito ao consumo, no entanto, esbarrava em uma dificuldade operacional imposta pela Resolução 32 que obrigava as Financeiras a 'casar' os prazos de emissão das letras de câmbio com os das duplicatas dadas em garantia do financiamento. Para operações de grande porte, esta imposição não constituía problemas, mas seria impossível emitir letras na quantidade e variedade de prazos das pequenas operações de crédito direto ao consumo. A alternativa seria bloquear crescentes recursos próprios.

Por sugestão apresentada pela própria Associação das Financeiras (1), as operações ativas e passivas foram integralmente desvinculadas, podendo assim então as Financeiras dedicar-se exclusivamente ao crédito de consumo. Em 1968, o enorme crescimento destas operações permitiu às autoridades monetárias estipular percentuais crescentes do volume das operações que as Financeiras deveriam dedicar ao crédito de consumo, chegando a 100% em poucos anos.

Em conclusão, a especialização do crédito no consumo e a possibilidade de se desvincular as operações ativas e passivas – dando enorme flexibilidade operacional e baixando os custos – permitiu às Financeiras se estabelecer solidamente em uma grande e importante fatia da demanda por crédito na economia brasileira.

6.6.2 O Sistema Financeiro da Habitação

Antes mesmo de proceder as reformas do sistema bancário e do mercado de capitais tratou o novo governo de 1964 de criar toda uma sistemática que permitisse recuperar o crédito hipotecário erodido pela inflação. O diagnóstico da questão partia de três supostos:

- a) Existia um crítico déficit habitacional no Brasil de cerca de oito milhões de casas.
- b) Os investimentos no setor se afastaram em busca de melhor rentabilidade, dada a impossibilidade de se praticarem taxas de financiamento de longo prazo – como exige este tipo de mercado – compatíveis com as taxas de inflação.
- c) O congelamento de aluguéis praticado sistematicamente – por motivos demagógicos, era alegado – desestimulou a construção para fins de renda (MINIPLAN, EPEA, Vol. II, 1965)

Assim, existia uma enorme demanda enfrentando uma diminuta e desestimulada oferta de habitações. Mesmo ao nível do diagnóstico a falácia do argumento é evidente. O déficit habitacional existente era basicamente das populações de baixa renda que não tinham condições nem de se endividar junto às poucas instituições que ainda praticavam o crédito hipotecário, nem tinham renda para pagar os aluguéis requeridos pelos rentistas. Assim, a demanda potencial de unidades habitacionais era muitas vezes inferior ao déficit existente, ainda que se pode supor que superior à oferta.

1) Veja em 'Encontro das Associações das Empresas de Crédito, Financiamento e Investimento' (ADECIF, ACREFI, AMECIF, AGECIF) o trabalho de A. Waddington 'Desvinculação das operações passivas e ativas das Financeiras' (mimeo, 1967).

Paralelamente, um conjunto de estímulos à construção civil ajudaria a alcançar uma das metas do PAEG, a de criação de empregos e eventual absorção do desemprego de outros setores, além de dinamizar todo um setor industrial relativamente independente de importações (cimento, aço, madeira, ferragens, vidro, etc.).

Baseado neste diagnóstico, foram sancionadas diversas leis regulando a matéria. A primeira delas (1) criava o Banco Nacional de Habitação (BNH) como órgão central de controle e financiamento do Plano Nacional de Habitação, e as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI), organismos privados do sistema (2). Aproveitaram as autoridades monetárias a oportunidade de introduzir, sem exceções, a correção monetária sobre os contratos de financiamento, cobrando-se um juro além deste valor. Em seguida, descongelaram-se os aluguéis (3), admitindo-se o seu reajuste também pela correção monetária das ORTN. Posteriormente regulou-se a incorporação de imóveis (4) para estimular a construção civil.

Pelo lado da captação das poupanças para o sistema, o SFH cobriu três importantes áreas:

- 1) Instituiu a Letra Imobiliária, emitida pelo BNH ou pelas SCIs, como título de captação de poupanças, negociável, pagando plena correção monetária e juros de 8%.
- 2) Fazia-se necessário recuperar um instrumento de captação de poupanças populares que até o início dos anos 50 havia suprido a carteira hipotecária das Caixas Econômicas. Instituiu-se a caderneta de poupança como conta de depósito a prazo, pagando correção monetária mais 6% de juro, sacável à vista em dinheiro (isto é, não movimentável por cheque), emitidas pelas SCIs, APEs e Caixas Econômicas.
- 3) Abria-se a oportunidade de se instituir uma poupança compulsória como forma de aliviar uma necessária injeção de recursos do Tesouro. Assim, em 1966 foi criado o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), que arrecadava 8% sobre a folha de pagamento de todas as empresas, recursos que eram depositados no BNH em nome do empregado para saques em ocasiões muito restritas e especiais (5).

(1) Lei nº 4.380, de 21.08.64.

(2) Posteriormente o Decreto-lei nº 70, de 21.11.66, criou as Associações de Poupança e Empréstimo, como sociedades civis para captar recursos e aplicá-los no financiamento habitacional a seus cotistas.

(3) Lei 4.494, de 25.11.64.

(4) Lei 4.864, de 29.11.65.

(5) A criação dos FGTS extinguiu uma das maiores conquistas dos trabalhadores que era o direito à estabilidade, isto é, não poder ser demitido, depois de dez anos de trabalho na empresa, sem que esta lhe pagasse uma indenização igual ao número de anos trabalhados vezes o dobro do salário.

Para dar maiores estímulos ao desenvolvimento deste mercado, o BNH funcionaria como banco de redesconto e assistência à liquidez das instituições privadas e garantia aos tomadores de letras ou depositantes de cadernetas o valor de suas aplicações.

Os números mais relevantes dos resultados da atuação do sistema estão no Quadro 6.19. O crescimento mais expressivo da captação de poupanças é o das Caixas Econômicas que não só já dispunham de uma grande rede por todo o país como já conheciam bem os mecanismos de uma carteira hipotecária.

A captação direta do BNH já estabilizou em 1968, passando esse banco a ser crescentemente um banco de segunda linha operando através de uma série de agentes financeiros (ver seção 6.5.5) e cooperativas de crédito. Assim, suas aplicações em 1968 já correspondiam na sua quase totalidade a estes repasses. Pode-se observar, também, o substancial reforço que representou a administração do FGTS pelo Banco a partir de 1967.

Das instituições privadas, as SCIs foram de longe as mais dinâmicas, basicamente por surgirem quase sempre ligadas a grupos bancários já estabelecidos e que não queriam deixar desocupado esta faixa de mercado exclusivo.

As disponibilidades de caixa do BNH (e de todo o sistema) deveriam, pela Lei nº 4.380, ser aplicadas exclusivamente em títulos federais. O Quadro 6.19 também mostra o montante da carteira destes títulos possuídos pelo BNH e a percentagem sobre o total em circulação. O BNH tornou-se e permaneceu sempre como o maior tomador de ORTN indicando o relativo insucesso do plano de habitação. De fato, o sistemático saldo ocioso de recursos não aplicados é uma evidência do ponto que assinalamos acima. O Plano Nacional de Habitação previa limites máximos de aplicação de seus recursos por faixa de renda do mutuário, dedicando as maiores parcelas às classes de baixa renda. Ainda assim, foram poucos os indivíduos que puderam arcar com a 'realidade financeira' da correção monetária e endividar-se a longo prazo (1). Ademais, uma inconsistência atuarial entre a correção monetária aplicada ao saldo devedor e a atualização das prestações – pelo salário-mínimo – faziam com que o saldo devedor dos contratos crescesse constantemente e a dívida não fosse zerada ao término do prazo contratual (2). A alternativa mais tarde foi

(1) Ainda que na época pouco divulgados, os índices de inadimplência no sistema parecem ter sido significativamente altos.

(2) Esta inconsistência foi sanada mais tarde considerando-se o débito liquidado no final do contrato assumindo o BNH o prejuízo contábil, à conta de um 'fundo de variações salariais'. Quando este fundo completar vinte anos (prazo médio dos financiamentos) poder-se-á saber se o cálculo atuarial foi correto e não levar o Banco à insolvência.

Quadro 6.3
Sistema Financeiro. Empréstimos ao Setor Privado
Saldo de Fim de Ano. Milhões de Cr\$

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
1. BNDE	2,3	4,1	4,0	5,5	8,2	108,5	224,7	294,0	523,4	782,1
2. BNH	-	-	-	-	-	-	18,9	73,0	316,0	1.158,0
3. SCE	-	-	-	-	-	-	-	12,0	224,0	615,0
4. APE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19,0
5. Bancos Comerciais	195,5	266,5	382,4	501,7	835,9	1.209,9	2.227,9	3.271,8	6.428,1	8.900,0
6. Banco do Brasil	134,4	182,6	279,7	479,4	734,9	1.278,4	1.582,5	2.354,8	3.290,0	5.429,0
7. Financieiras	1,0	6,2	11,6	44,1	74,4	245,0	695,0	1.016,0	1.579,0	3.625,0
8. Bancos de Investimento	-	-	-	-	-	-	-	118,0	697,0	1.515,0
9. FINAME	-	-	-	-	-	-	32,5	91,0	140,0	280,0
10. Caixas Econômicas	31,3	37,4	45,5	66,6	98,3	152,5	297,1	538,1	840,3	1.515,0
Total - preços correntes	364,5	496,7	723,2	1.097,3	1.751,7	2.994,3	5.078,6	7.768,7	14.037,8	23.838,1
Total - preços 1952	100,7	106,2	112,9	112,9	102,8	92,2	99,8	110,5	155,1	212,9
Varição anual (%)	-	5,5	6,2	0,0	-9,0	-10,3	8,1	10,8	40,7	36,8
(2) + (3) + (4) + (7) + (8) + (9) como % do total	-	-	-	-	-	-	24,1	21,1	26,3	43,4

Fonte: Relatórios Banco Central; Relatórios SUMOC; Exposição 1969.

No período ora em análise a situação praticamente não se alterou em termos formais na primeira metade da década (1961/1964)(1) não obstante terem ocorrido algumas modificações importantes no esquema de financiamento do setor privado e do setor público. Assim, a análise da evolução do sistema neste período se centrará novamente no sistema monetário e no BNDE, para posteriormente passarmos ao exame das reformas de 1964/65 e suas conseqüências.

Até a ocorrência das reformas de 1964/65 a evolução do sistema bancário seguiu praticamente a trajetória dos anos 50. Os bancos comerciais, como única alternativa legal para o suprimento de crédito a curto prazo, viram-se neste período sob intensa pressão dos setores comercial e industrial. De fato, durante o Plano de Metas, as demandas por crédito pelo setor produtivo eram basicamente por recursos de médio e longo prazos para aplicação na instalação das unidades produtivas. Estes recursos foram supridos (ver Capítulos 3 e 4) pelo sistema de crédito oficial e/ou por recursos externos. Agora, uma vez instalados, estes setores vieram disputar com as empresas já estabelecidas os escassos recursos para capital de giro e para comercialização de seus produtos. O que se observa é uma crescente dificuldade dos bancos comerciais em atender esta demanda crescente, implicando por um lado o surgimento de fontes alternativas de financiamento, e por outro, modificações sensíveis nas carteiras dos bancos.

No Capítulo 2 examinamos o comportamento dos empréstimos bancários durante o período 1952/67, verificando-se uma estagnação ou mesmo decréscimo em termos reais. Algumas hipóteses foram exploradas em nível preliminar e o que resta fazer agora é ver com mais detalhes os mecanismos envolvidos neste processo. No que se segue, portanto, será dada ênfase naqueles aspectos que diferem da evolução do sistema bancário na década de 50, valendo no geral as observações feitas no Capítulo 2.

6.3.1. Rede Bancária e Concentração

Conforme já foi discutido antes, durante os primeiros anos da década a rede bancária se expande rapidamente na tentativa de captar o máximo de recursos possível, mesmo em detrimento de uma certa eficiência operacional. O Quadro 4.1 mostra a evolução da rede bancária no período.

(1) É bem verdade que as Financieiras iniciam uma rápida expansão a partir do começo de 60 e foram uma importante alternativa, pelo menos qualitativa, na oferta de crédito ao setor privado - ainda que em termos quantitativos seus empréstimos representassem em 1961 pouco mais de 2% do crédito ao setor privado. Preferimos, no entanto, deixar sua análise para depois do exame das reformas para avaliarmos seu impacto durante todo o período.

Pode-se observar que continua o declínio do número de matrizes, movimento iniciado ao final da década de 40. Entre 1960 e 1968 desaparecem mais de 100 bancos, em consequência de fusões, absorções ou simples liquidações. A tendência à diminuição do número de bancos é extremamente acentuada a partir de 1965 e isto por três razões. Em primeiro lugar, a lei de reforma bancária (Lei 4.595, de 31.12.64), disciplinou as operações bancárias, em especial para o que nos interessa no momento, em relação a capital mínimo, composição de carteira, operações consideradas normais, etc. Isto implicou que um grande número de pequenos estabelecimentos praticamente deixasse de existir por não poderem atender a estas diretrizes. Em segundo lugar, é neste período que os custos operacionais do sistema bancário se tornam efetivamente rígidos à baixa o que, dada a existência de economias de escala e frente às limitações da taxa de juro bancária, induziu a uma série de fusões e absorções de pequenos estabelecimentos. Em terceiro lugar, houve um efetivo incentivo das autoridades no sentido de promover fusões bancárias (inclusive através de assistência financeira direta ao banco comprador), objetivando capturar as economias de escala e reduzir os custos. Os resultados positivos deste movimento foram analisados no Capítulo 2, onde se observou a partir do 2º semestre de 1966 uma queda gradual no 'spread' entre taxas pagas e cobradas pelo sistema bancário privado.

Ainda no Capítulo 2 foi observado que a elevação contínua do 'spread' até 1966 implicou uma multiplicação de agências, basicamente junto a áreas de consumidores para captar as contas de depósito. O Quadro 4.1 mostra este fato. O número de agências se expande ao longo de todo o período, mas é basicamente entre 1961 e 1964 que se verifica o grande crescimento (42%). Não existe desagregação a respeito mas pode-se dizer com certeza que a maioria das agências abertas no período pelo sistema bancário privado eram urbanas, apesar dos incentivos das autoridades para a criação de agências pioneiras no interior. O Banco do Brasil por outro lado, certamente continuou sua expansão pelo interior, reforçando sua posição de banco rural.

Os dados sobre a concentração bancária mostrados no Quadro 4.2 esclarecem outros ângulos da questão. Pode-se observar que, ao contrário dos anos 50, o percentual de depósitos mantidos pelos cinco maiores bancos decresce até 1966, crescendo então em 67 e 68. Isto se explica pelo fato de que a maioria dos grandes bancos já possuía uma rede de agências urbanas consolidada, e a expansão da rede se deu basicamente pelos bancos médios. Estes foram os que conseguiram capturar, na margem, o crescimento dos depósitos. A partir de 1967, no entanto, o rápido declínio do número de bancos se faz em benefício dos grandes bancos que absorvem e compram os pequenos estabelecimentos. Este fato, entre outras coisas, permitiu uma queda na taxa de juro menos dolorosa do que se se tivesse mantido a estrutura anterior menos concentrada.

6.3.2. Fontes de Recursos dos Bancos Comerciais

A estrutura das fontes de recursos dos bancos comerciais privados pode ser examinado nos Quadros 6.4, 6.5 e 6.6. Observe-se em primeiro lugar que o total de recursos do sistema bancário em 1960 estava 24% em termos reais mais elevado que em 1952, refletindo o lento crescimento do sistema na década de 50 conforme foi discutido no Capítulo 2. Ademais, o índice real baixa de 116 em 1961 para 106 em 1964, indicando o progressivo aperto sofrido pelos bancos nos anos que antecederam às reformas de 1964/65.

Como seria de se esperar, a participação crescente dos depósitos à vista até 1965 é um efeito direto da aceleração da inflação e da situação geral da política econômica. De fato, a queda real verificada no patrimônio líquido dos bancos comerciais em 1960/63 é significativa se lembrarmos que neste período os lucros da atividade bancária se elevaram rapidamente. Ademais, teoricamente os bancos teriam sempre o maior interesse em reinvestir os lucros e assim elevar o capital próprio, pois era em relação a este valor que as autoridades definiam os limites de redesconto, a autorização para abrir novas agências, etc. O que parece ter ocorrido na verdade - ainda que faltem dados a respeito - é uma distribuição mais elevada de lucros pelo sistema bancário face às incertezas da conjuntura política e econômica de 1961 a 1964. O crescimento acelerado da conta de capital depois de 1964, no entanto, não pode ser totalmente creditado à nova situação política do país (ainda que o capital financeiro seja um dos setores mais sensíveis à conjuntura política), posto que grande parte desta elevação se deve à reavaliação dos ativos (cerca de 8% do total do ativo) permitida neste período sem que fosse necessário pagar imposto sobre o 'lucro' auferido.

Quadro 6.4

Itens Selecionados do Passivo Bancário
Milhões de Cr\$ Correntes

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Patrimônio líquido	Depósitos à vista	Depósitos a prazo	Empréstimos SUMOC	Total
1961	78,1	593,6	55,6	32,0	759,5
1962	111,0	940,8	60,1	54,8	1.166,7
1963	175,5	1.577,1	85,1	95,9	1.933,6
1964	466,6	2.946,7	104,1	137,1	3.654,6
1965	910,4	5.162,8	266,6	199,1	6.538,9
1966	1.285,5	6.528,3	655,2	320,5	8.789,5
1967	1.855,8	9.764,9	1.091,4	427,1	13.139,2
1968	2.531,7	13.985,5	1.516,8	876,6	18.910,6

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 6.5

Itens Selecionados do Passivo Bancário
Índices Reais (1952 = 100). Valores de Fim de Ano (1)
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Patrimônio Líquido	Depósitos à vista	Depósitos a prazo	Empréstimos SUMOC	Total
1961	88	136	45	442	116
1962	83	142	32	497	117
1963	73	133	25	483	108
1964	100	129	16	360	106
1965	146	169	31	389	142
1966	148	153	54	450	137
1967	171	183	72	480	164
1968	186	209	80	785	188

(1) Deflator IGP-FGV

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 6.6

Itens selecionados do Passivo Bancário
Participações (%). Valores de Fim de Ano
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Patrimônio Líquido	Depósitos à vista	Depósitos a prazo	Empréstimos SUMOC	Total
1961	10	78	7	4	100
1962	10	81	5	5	100
1963	9	82	4	5	100
1964	13	81	3	4	100
1965	14	79	4	3	100
1966	15	74	7	4	100
1967	14	74	8	3	100
1968	13	74	8	5	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil

Os depósitos a prazo, é ocioso repetir, foram os grandes perdedores frente à inflação. Impedidos os bancos de pagar juros superiores a 12% a.a. (1), o volume de recursos reais que fluíram para esta forma de poupança caiu monotonicamente durante todo o período. Em termos reais, em 1960 os depósitos a prazo já representavam apenas a metade do volume do início dos anos 50, e entre 1960 e 1964 caem a uma taxa anual de 25%. A partir deste ano, no entanto, os bancos comerciais são permitidos captar depósitos com cláusula de correção monetária, e a reação dos ofertantes de fundos é imediata. Entre dezembro de 1964 e dezembro de 1968 estes depósitos cresceram a uma taxa real de 50% ao ano, alcançando ao fim do período um montante real já de 80% do valor de 1952.

Os empréstimos das autoridades monetárias tinham, como é lógico, uma participação pequena no volume total de fundos, mas sua importância não está no volume absoluto mas sim no potencial de variação na margem que introduz na capacidade de empréstimo dos bancos. O efeito das políticas de estabilização pode ser avaliado se se observa que até 1962 o volume da assistência financeira das autoridades aos bancos é crescente em termos reais, sendo então comprimido nos dois anos seguintes. A partir de 1964, e em especial em 1967/68, os limites do redesconto deixam de ser uma barreira ao crescimento das aplicações dos bancos comerciais.

O velho dilema de política monetária de ou fixar a taxa e fixar o volume do redesconto, ou flutuar a taxa e deixar o volume se ajustar automaticamente, foi testado em ambos os casos no período. Até 1964 a taxa de redesconto não ultrapassava 10% a.a. o que não consistia em limitação frente às elevadas taxas de inflação. As autoridades, então, impunham limites rigorosos à concessão do redesconto. Depois de 1964 a taxa tornou-se punitiva (2), com o que os volumes de redesconto passaram a representar a efetiva escassez de recursos dos bancos comerciais. No entanto, o impacto global da política de redesconto só pode ser avaliada se examinada em conjunto com os outros instrumentos de política monetária, o que será feito mais adiante.

A fonte principal de recursos dos bancos comerciais - os depósitos à vista e a curto prazo - merecem uma análise mais detida. O Quadro 6.7 mostra as principais origens de depósitos à vista. As duas principais contas de depósito - 'sem limite' e 'populares' - mostram um comportamento distinto e bem marcado. As contas sem limite podem ser associadas aos depósitos de empresas, normalmente gerados por operações de empréstimos. Os saldos

(1) Na verdade a própria SUMOC limitava a taxa paga aos depósitos a prazo a valores ainda mais baixos.

(2) Ainda que as autoridades mantivessem algum controle sobre o limite de cada banco, mas bem mais flexíveis que no regime anterior.

Quadro 6.7

Tipos de Depósitos à Vista
Índices Reais (1952 = 100) e Participações (%)
Valores de Fim de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Participações				Índices Reais		
	Contas sem limite	Contas populares	Outras	Total	Contas sem limite	Contas populares	Total
1961	55	26	19	100	172	170	132
1962	58	23	19	100	190	161	138
1963	62	20	18	100	188	129	128
1964	57	20	23	100	170	124	125
1965	56	24	20	100	215	196	163
1966	47	36	17	100	165	266	150
1967	44	38	18	100	188	336	179
1968	42	38	20	100	201	382	204

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

destas contas refletem, por outro lado, a situação geral de liquidez e em última instância os movimentos da política monetária. Assim, pode-se observar que em 1963, 1964 e 1966 o saldo real decresce significativamente em face das restrições de crédito impostas nestes anos. No entanto, ao contrário do que se poderia esperar, o saldo não se expande significativamente em 1967 e 1968 quando a política monetária alivia o crédito. Esta situação aparentemente paradoxal pode ser entendida à luz de dois pontos que induziram as empresas a fugir da liquidez. Em primeiro lugar, em 1966, as autoridades eliminaram os juros sobre depósitos à vista (Resolução 15, de 28.01.66) que, por menor que fossem davam alguma rentabilidade à caixa das empresas. No entanto, o grande incentivo à minimização de caixa ociosa foi o aparecimento de instrumentos financeiros de rentabilidade positiva que permitia às empresas aplicar seus saldos, dando maior rentabilidade ao total do ativo. Em outras palavras, a organização de um mercado financeiro em 1964/65, e o concomitante aparecimento de ativos financeiros com certa margem de liquidez, garantia e rentabilidade, permitiu às empresas comerciais e industriais aplicar seus saldos ociosos de caixa nestes papéis e diminuir a demanda por ativos líquidos. Esta na verdade foi uma das principais conseqüências da reforma do sistema financeiro que, como foi assinalado da seção 5.7, permitiu uma rápida expansão dos meios de pagamento a partir de 1967 sem criar tensões inflacionárias pelo lado da demanda.

As contas populares, por outro lado, podem ser associadas aos saldos de caixa de consumidores, isto é, típica demanda por transações. De 1960 a 1964, não obstante expandir-se em termos correntes, a evolução real mostra um declínio monotônico (queda de 30% em quatro anos), refletindo a menor demanda por ativos que não rendem juros em face de uma inflação crescente (1). A partir de 1965, no entanto, e pelos quatro anos seguintes, não obstante ainda a existência de altas taxas de inflação, o saldo destas contas cresce firmemente a uma taxa média real de 32% ao ano. Este movimento reflete dois aspectos. Em primeiro lugar a existência de expectativas de inflação decrescente o que diminuiu a fuga da liquidez. Em segundo lugar, o ponto óbvio que se as empresas encontraram formas de elevar a velocidade de circulação de sua caixa, o saldo de moeda tinha de encontrar lugar junto aos consumidores. Isto é, estes últimos são menos ágeis na gerência de sua caixa no sentido de minimizá-la frente a uma maior oferta de ativos financeiros rentáveis, o que torna os saldos de transação mais estáveis do que os saldos especulativos (no sentido Keynesiano). As demais formas de captação de depósitos não tem importância significativa no total de fundos dos bancos e não nos ocuparemos delas.

6.3.3. Usos de Fundos dos Bancos Comerciais

A estrutura do uso de fundos pelos bancos comerciais pode ser avaliada nos Quadros 6.8 e 6.9 que mostram a evolução dos ativos rentáveis durante o período. Para efeito de análise foram suprimidos do total do ativo o ativo fixo e as demais contas.

O primeiro aspecto que se observa é a participação das reservas no total dos ativos, com duas fases distintas. De 1960 a 1965 a percentagem das reservas de caixa dos bancos se eleva continuamente, desde 23% em 1960 até o máximo de 35% em 1965. Nos três anos seguintes há um declínio rápido até 25% em dezembro de 1968. Este comportamento merece uma análise detida dado que a parcela que os bancos mantêm sob reserva tem relação direta com os ativos efetivamente rentáveis. No Capítulo 2 foi observado que os bancos comerciais, como ofertantes de crédito a uma economia em crescimento, deixaram muito a desejar durante um longo período de mais de dezessete anos. O que mais surpreende neste caso é que a expansão primária dos meios de pagamento não parece ter sido uma barreira a este crescimento. Em especial, a partir de 1960, a expansão global da moeda acompanha o crescimento dos preços e do produto com elevadas taxas. A questão que se coloca então é imediata. Se os bancos comerciais não puderem acompanhar a expansão dos meios de pagamento através de uma oferta real de crédito crescente, então o beneficiário do crescimento na margem da oferta de moeda certamente terá sido o setor público.

(1) A elasticidade da demanda por saldos de transação em relação ao juro foi analisada por Baumol (1952) e Tobin (1956). A evidência acima mostra a existência de tal elasticidade para taxas de juros reais, como era o caso da taxa negativa no Brasil neste período.

Quadro 6.8

Distribuição dos Ativos Rentáveis dos Bancos Comerciais
Participações (%). Valores de Fim de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Caixa	Empréstimos			Investimentos		Total
		Correntes	Hipotecários	Títulos	Ações	Imobiliários	
1961	23	11	1	59	5	2	100
1962	29	9	1	57	2	1	100
1963	34	8	0	55	2	1	100
1964	34	7	0	57	1	1	100
1965	35	7	0	55	2	1	100
1966	33	9	1	53	3	1	100
1967	29	10	1	51	7	2	100
1968	25	14	1	52	4	2	100

Quadro 6.9

Distribuição dos Ativos Rentáveis dos Bancos Comerciais
Índices Reais (1952 = 100). Valores de Fim de Ano

Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Caixa	Empréstimos			Investimentos		Total
		Correntes	Hipotecários	Títulos	Ações	Imobiliários	
1961	133	45	25	133	1.104	36	111
1962	176	39	18	132	496	27	114
1963	190	30	13	121	422	19	107
1964	179	26	12	117	303	17	101
1965	241	35	19	148	472	23	132
1966	229	44	29	139	757	29	130
1967	260	50	26	155	428	25	162
1968	253	59	26	173	328	25	188

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Com o objetivo de evidenciar este ponto foi construído o Quadro 6.10. Nele se mostra os componentes da base monetária do sistema brasileiro que difere do conceito tradicional pela existência de um Banco Central 'misto' (ver seção 6.5 adiante). As variações anuais na base monetária dão a dimensão do potencial de moeda primária posto em circulação e que é multiplicada pelo sistema bancário. A relação entre os acréscimos nos depósitos à vista dos bancos comerciais e os aumentos da base indicam o valor do multiplicador marginal dos meios de pagamento.

Pode ser observado que a partir de 1959 este multiplicador cai violentamente durante a primeira metade da década, voltando a se elevar somente em 1967/68. Paralelamente, eleva-se o multiplicador marginal do Banco do Brasil. Portanto, um primeiro ponto a ser assinalado é que na primeira metade da década de 60, o setor público expandiu a sua participação no total da moeda em detrimento da participação do setor privado. Este ponto é de extrema importância na medida em que se tem em conta que a expansão do crédito do setor público se fazia basicamente ao Tesouro Nacional. Até 1960 pode-se pensar que este financiamento ao Tesouro era basicamente para cobrir o déficit na conta de investimentos cujos volumes cresceram acentuadamente na segunda metade dos anos 50. A partir de 1961, no entanto, os déficits públicos representavam crescentemente desequilíbrios nos gastos e receitas correntes, isto é, a expansão do crédito público se fazia para financiar déficits correntes, com evidentes conseqüências negativas sobre o papel alocador do sistema financeiro.

O quadro então pode ser imaginado da seguinte forma. O Tesouro necessitava de recursos crescentes das autoridades para cobrir seu déficit operacional em detrimento dos gastos de investimento. Para suprir estes recursos as autoridades expandiam os meios de pagamento, mas ao mesmo tempo freavam os bancos comerciais através de crescentes requerimentos de reserva compulsória, o que obrigava estes intermediários a reduzir em termos reais sua oferta de crédito ao setor privado. Na verdade, até 1964, todos os planos de estabilização se valiam de dois instrumentos: o corte no déficit e a restrição aos bancos. Como o primeiro, por razões políticas, nunca era alcançado, o efeito final era sempre um maior aperto sobre os bancos comerciais, com as conseqüências assinaladas acima.

O Quadro 6.11 mostra a composição das reservas dos bancos comerciais no período em análise. Pode-se observar o crescimento permanente dos recolhimentos compulsórios como percentagem do encaixe global. Supondo-se que os depósitos voluntários e a caixa em moeda são variáveis operacionais dos bancos - isto é, tem que necessariamente guardar relação com o volume de depósitos para atender à compensação e aos saques do público respectivamente - pode-se concluir que o multiplicador bancário declinou por força do maior encaixe obrigatório. No entanto não é esta a única variável a influir no multiplicador, e um modelo simples pode ser construído para esclarecer o ponto.

Quadro 6.10

Composição da Base Monetária
Saldo e Fluxos. Milhões de Cr\$
Saldo Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Saldo				Fluxos				Estoque Monetário
	Papel Moeda em Circulação	Depósitos Voluntários	Bancários Compulsórios	Depósitos à vista no BB (1)	Base Monetária	Depósitos à vista nos Bancos	Depósitos à vista no BB(1)	Papel Moeda com o Público	
1952	36,1	9,1	1,7	40,2	87,1	-	-	-	-
1953	43,2	9,5	2,1	48,8	103,6	11,3	11,5	6,5	29,3
1954	53,7	10,4	2,6	56,7	123,4	13,3	20,9	9,7	43,9
1955	65,0	12,8	2,9	66,5	147,2	18,8	14,3	9,9	42,8
1956	75,3	15,0	4,0	78,9	173,2	24,2	30,6	8,8	64,7
1957	89,7	21,6	9,1	104,0	224,4	43,4	37,7	12,7	89,9
1958	111,3	24,6	14,3	134,7	284,9	44,7	28,6	18,1	91,4
1959	140,4	37,9	21,3	175,7	375,3	91,8	48,1	24,5	164,4
1960	189,1	52,3	33,5	262,0	536,9	119,5	91,4	41,8	252,7
1961	277,8	68,8	50,4	414,2	811,2	164,4	167,9	77,8	410,1
1962	413,2	103,6	121,2	818,8	1.456,8	350,4	433,3	128,4	912,1
1963	783,0	181,3	236,8	1.374,1	2.575,2	636,3	671,5	298,2	1.606,0
1964	1.264,9	349,4	462,5	2.537,3	4.614,1	1.369,7	2.160,7	373,4	3.903,8
1965	1.888,7	605,0	921,3	4.091,4	7.506,4	2.216,1	3.248,0	551,7	6.015,8
1966	2.535,1	846,6	1.029,8	5.688,2	10.099,7	1.365,5	2.221,8	558,4	2.145,7
1967	3.275,2	876,8	1.578,1	6.956,1	12.686,2	3.236,6	1.893,5	636,1	5.766,2
1968	4.541,0	881,8	1.932,0	7.754,0	15.108,8	4.220,5	2.904,1	1.078,0	8.202,6

(1) Per definição na construção da Base foram excluídos os depósitos do Tesouro no BB, mas incluídos nos depósitos totais.

(Continua na próxima página)

(continuação da página anterior)

	Multiplicadores		
	Bancos Comerciais	Banco do Brasil	Estoque Monetário
1952	-	-	-
1953	0,685	0,697	1,776
1954	0,672	1,056	2,217
1955	0,790	0,601	1,798
1956	0,931	1,177	2,488
1957	0,848	0,736	1,756
1958	0,739	0,473	1,511
1959	1,015	0,532	1,819
1960	0,739	0,566	1,564
1961	0,599	0,612	1,495
1962	0,543	0,671	1,413
1963	0,569	0,600	1,436
1964	0,672	1,060	1,915
1965	0,766	1,123	2,080
1966	0,527	0,857	0,827
1967	1,251	0,732	2,229
1968	1,742	1,199	3,386

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Quadro 6.11

Bancos Comerciais. Composição das Reservas
Valores em Fim de Ano. Milhões de Cr\$
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Reservas Voluntárias			Reservas Compulsórias			SUMOC Total (%)
	Papel-Moeda	Depósitos no BB	Outros	Depósitos na SUMOC	Títulos	Reservas Totais	
1958	14,7	24,6	4,4	14,3	-	58,0	24,7
1959	19,3	37,9	6,4	21,3	-	84,9	25,1
1960	26,2	52,3	9,4	33,5	-	121,4	27,6
1961	37,3	68,8	14,8	50,4	-	171,3	29,4
1962	62,2	103,6	28,6	121,2	38,7	354,3	34,2
1963	115,7	181,3	65,5	236,8	44,7	644,0	36,8
1964	199,2	349,4	130,5	462,5	19,5	1.161,1	39,8
1965	296,3	605,0	243,7	921,3	54,4	2.120,7	43,4
1966	384,3	846,6	307,6	1.029,8	193,4	2.761,7	37,3
1967	483,8	876,8	403,6	1.578,1	411,5	3.753,8	42,0
1968	670,5	881,8	301,5	1.932,0	951,6	4.737,0	40,8

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Seja o seguinte conjunto de equações de definição

- (1) $M = Dbc + Dbb + C$
- (2) $B = Dbb + Rn + C$
- (3) $Rn = R - Rt$

e equações de comportamento

- (4) $Dbb = k Dbc$
- (5) $C = p Dbc$
- (6) $R = r Dbc$
- (7) $Rt = b Dbc$ (1)

O significado de cada equação é:

- (1) O total dos meios de pagamento (M) é igual à soma dos depósitos à vista nos bancos comerciais (Dbc), depósitos à vista no Banco do Brasil (Dbb) e papel-moeda em

(1) Este modelo difere daquele apresentado por E. F. Ferreira, s. d., pois nosso objetivo é examinar o multiplicador dos depósitos à vista enquanto que o modelo de Ferreira analisa as relações dos depósitos totais (isto é, incluindo os depósitos a prazo).

poder do público (C). Todos os depósitos são do público, isto é, líquidos dos depósitos do governo federal.

- (2) A base monetária (B) é igual à soma dos depósitos no Banco do Brasil (Dbb), reservas líquidas (Rn) e papel-moeda em poder do público (C).
- (3) Reservas líquidas (Rn) são iguais ao total de reservas voluntárias e compulsórias em moeda e depósitos (R) menos as reservas mantidas em forma de títulos federais (Rt).
- (4) O público escolhe uma proporção k entre seus depósitos no Banco do Brasil e nos bancos comerciais (1).
- (5) O público escolhe uma proporção p entre a manutenção de papel-moeda e de depósitos nos bancos comerciais (2).
- (6) Os bancos comerciais mantêm uma proporção r de seus depósitos à vista como reservas. É óbvio que r depende do comportamento dos bancos comerciais e da política de reservas das autoridades monetárias.
- (7) Os bancos comerciais mantêm uma proporção b de seus depósitos à vista na forma de Letras do Tesouro. Também é claro que b é determinado pelas autoridades monetárias como proporção das reservas compulsórias; para simplificar o modelo fizemos a transformação em termos de depósitos à vista.

A Substituição entre estas equações produz a seguinte expressão:

$$Dbc = \frac{1}{k + r + p - b} \cdot B$$

A expressão $\frac{1}{k + r + p - b}$ é obviamente o multiplicador da base monetária

para os depósitos à vista nos bancos comerciais. O multiplicador, então, é tanto maior (menor) quanto menor (maior) a preferência do público pelo Banco do Brasil e por papel-moeda, quanto menor (maior) as reservas voluntárias e/ou compulsórias e quanto maior (menor) a proporção autorizada de encaixe compulsório em Letras do Tesouro. O Quadro 6.12 mostra os valores dos diversos itens da expressão para o período em análise.

(1) Esta não é estritamente uma equação comportamental pois k depende também da disponibilidade de crédito oferecido pelo Banco do Brasil e demais bancos comerciais.

(2) Por simplicidade usamos os bancos comerciais em vez de todo o sistema bancário. Isto não altera os resultados pois sempre existe um p* ligando p e k.

Pode-se observar que o declínio do multiplicador no período 1960/64 é fruto do movimento conjunto de elevação da 'preferência' do público pelo Banco do Brasil e pela elevação dos requerimentos de reserva. Esta maior preferência, na verdade, não deve ser interpretada como um resultado de livre escolha dos depositantes e sim como consequência da enorme pressão dos pagamentos do Tesouro através do Banco do Brasil. A elevação da parcela de papel-moeda 'vis-à-vis' depósitos entre 1960/63 também expressa este fato visto que de forma crescente o Tesouro eleva seu gasto de custeio, em especial o gasto com pessoal, que usualmente corresponde a indivíduos que se utilizam menos de contas bancárias para seus pagamentos do que as empresas.

Quadro 6.12

Bancos Comerciais
Multiplicador dos Depósitos à Vista
Saldo Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	k	r	p	b	Soma	Multiplicador
1958	0,66	0,28	0,47	0,0	1,41	0,709
1959	0,61	0,30	0,42	0,0	1,33	0,752
1960	0,65	0,30	0,40	0,0	1,35	0,741
1961	0,74	0,31	0,43	0,0	1,48	0,676
1962	0,93	0,40	0,42	0,04	1,71	0,585
1963	0,93	0,44	0,45	0,03	1,79	0,559
1964	0,93	0,42	0,38	0,01	1,72	0,581
1965	0,84	0,44	0,33	0,01	1,60	0,625
1966	0,93	0,45	0,35	0,03	1,70	0,588
1967	0,76	0,41	0,31	0,05	1,53	0,654
1968	0,69	0,36	0,30	0,07	1,28	0,781

Fonte: Movimento Bancário do Brasil, vários números.

Veja texto para os procedimentos de cálculo.

A partir de 1966, no entanto, toda a situação se inverte em consequência do controle do déficit do Tesouro (diminuição de B) e uma queda nas reservas globais dos bancos comerciais. Estas reservas, apesar das alíquotas crescentes dos depósitos compulsórios (ver Quadro 6.11), diminuem, por um lado, pela parcela crescente de títulos do Tesouro que as autoridades permitiram na composição do encaixe, e por outro, pela diminuição relativa dos depósitos voluntários do Banco do Brasil em consequência de menores restrições ao uso do redesconto. Estabelecidas regras mais flexíveis para uso desta facilidade, os bancos

puderam minimizar suas reservas voluntárias no Banco do Brasil. Ademais, a partir de 1968, quando surgem os primeiros títulos de um embrionário mercado de dinheiro, os bancos comerciais tiveram então maiores incentivos a manter suas reservas de segunda linha sob a forma destes títulos dando maior rentabilidade ao total de seus ativos.

A política de investimentos em ações e imóveis foi examinada no Capítulo 4 e no período em análise as modificações ocorridas foram no sentido de aumentar as restrições à aplicação dos bancos nestes tipos de ativos. Já em 1963 (Instrução 253, de 11.10.63) a aplicação em ações era restringida pela dedução do montante aplicado nestes papéis do capital e reservas para efeito de limites de redesconto, autorização para operar em câmbio, concessão de agências, etc. Posteriormente, a lei de reforma bancária proibiu de todo que os bancos comerciais mantivessem carteiras de ações. A evolução da participação destes ativos financeiros no total dos ativos rentáveis mostra a redução até 64, refletindo estas restrições. A partir de 1965, a pequena recuperação se deve à troca de posições dos bancos substituindo sua carteira de ações por outros papéis de emissão do sistema financeiro. De qualquer maneira, este tipo de aplicação não pode ser considerado nem como reserva de segunda linha, e refletem mais resultados indiretos de suas aplicações em outros ativos.

Os principais ativos rentáveis dos bancos comerciais são evidentemente os empréstimos. A tendência verificada na década de 50 de uma crescente participação dos títulos descontados no total dos empréstimos se mantém no período seguinte. Este tipo de operação em 1959 já representava 79% dos empréstimos bancários, alcançando em 1968 quase 84%. As razões deste movimento já foram apontadas anteriormente, devendo-se acrescentar que durante o período de estabilização mais intenso (1964/65) a parcela de empréstimos em conta corrente garantidos por nota promissória alcançou o mínimo de participação de 11% dos empréstimos totais.

Uma análise mais clara pode ser feita através da desagregação dos empréstimos por setores nos Quadros 6.13, 6.14 e 6.15. Pode-se verificar que a participação dos empréstimos ao setor público é bastante reduzida durante todo o período. Algumas interpretações insistem que o sistema bancário foi crescentemente obrigado a financiar o setor público (Morley, 1971) o que não corresponde às evidências disponíveis. O que se confunde muitas vezes era o apoio do Banco do Brasil ao Tesouro e a crescente expansão de seus empréstimos em detrimento dos bancos comerciais (como foi visto acima) com um apoio direto dos bancos comerciais ao setor público. Portanto, a maior parcela das operações bancárias privadas estavam voltadas para o financiamento do setor privado.

Os empréstimos ao comércio apresentam uma participação decrescente no volume total de empréstimos - de 42% em 1959 para 23% em 1968 - e uma dramática queda no valor real do crédito (17% entre 1959 e 1968). No Capítulo 2 já foram feitas algumas observações

Quadro 6.13

Bancos Comerciais, Empréstimos a Setores Econômicos
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente
Milhões de Cr\$ Correntes, Saldos em Final de Ano
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

Setor Público	Comércio	Indústria	Agricultura	Pecuária	Outros	Total
1961	202,2	192,4	37,2	11,1	50,8	504,7
1962	288,1	293,3	56,3	17,3	76,2	746,2
1963	433,3	491,8	110,5	31,3	103,3	1.200,3
1964	706,5	921,6	243,8	72,1	194,7	2.196,9
1965	1.112,5	1.555,8	458,8	140,1	354,7	3.764,4
1966	1.407,9	2.060,6	600,7	199,4	562,9	5.112,3
1967	1.840,9	3.159,3	894,2	496,4	1.001,6	7.932,0
1968	2.836,8	4.940,6	1.147,4	1.036,7	1.782,4	12.516,6

Fonte: Movimento Bancário do Brasil

Quadro 6.14

Bancos Comerciais, Empréstimos a Setores Econômicos
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente
Participações (%), Valores em Final de Ano
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

Setor Público	Comércio	Indústria	Agricultura	Pecuária	Outros	Total
1961	40	38	7	2	10	100
1962	39	39	8	2	10	100
1963	36	41	9	3	9	100
1964	32	42	11	3	9	100
1965	30	41	12	4	9	100
1966	28	40	12	4	11	100
1967	23	40	11	6	13	100
1968	23	39	9	8	14	100

Fonte: Movimento Bancário do Brasil.

Quadro 6.15

Bancos Comerciais. Empréstimos a Setores Econômicos
Títulos Descontados + Empréstimos em Conta Corrente
Índices Reais (1952 = 100). Valores em Final de Ano
Saldos Trimestrais Ajustados Sazonalmente
Média Móvel de Cinco Períodos

	Sector Público	Comércio	Indústria	Agricultura	Pecuária	Outros	Total
1961	48	85	124	113	89	97	99
1962	48	80	125	113	92	95	96
1963	51	67	116	123	92	71	86
1964	51	57	113	141	110	70	82
1965	95	66	142	197	159	94	104
1966	153	61	135	186	163	101	102
1967	209	64	167	223	327	154	127
1968	239	78	208	228	545	219	160

Fonte: Movimento Bancário do Brasil

sobre esta queda no longo prazo. No entanto, o declínio durante a década de 60 é muito mais acentuado, por força de dois fatores. Em primeiro lugar, o peso das políticas de estabilização tendo recaído sobre os bancos comerciais obrigaram estes últimos a comprimir o crédito aos setores mais frágeis e mais voláteis, no caso, o comércio. Isto pode ser evidenciado se se observa que desagregando os empréstimos entre as suas duas modalidades (conta corrente e títulos descontados), enquanto o valor real global dos empréstimos entre 1960 e 1964 declinou cerca de 40%, os créditos sob a forma de empréstimos em conta corrente caíram substancialmente em 70% no mesmo período. Isto é, os setores cujas garantias oferecidas eram as menos sólidas, como era o caso do comércio, foram os que receberam o total impacto da restrição de crédito (1). Em segundo lugar, o aparecimento de instituições não-bancárias especializadas no crédito ao consumo - as financeiras - aliviou grandemente a pressão do comércio sobre o sistema bancário. De fato, antes de 1964/65 o crédito estendido pelo comércio aos consumidores era garantido pelos bancos comerciais; o surgimento das financeiras, cujos recursos eram independentes do sistema bancário, eliminou a necessidade das casas comerciais recorrerem ao sistema bancário para financiar suas vendas. De fato, em 1964 o crédito dos bancos ao comércio era quase três vezes maior que aquele estendido pelas financeiras, enquanto que em 1968, estas últimas já ultrapassavam o volume de financiamento ao comércio em quase 30%. Um índice real composto do crédito comercial e das financeiras indica, para um valor de 100 em dezembro de 1964, um valor de 197 em dezembro de 1968. Portanto, ao lado de uma clara substituição de fontes de financiamento, o setor comercial elevou substancialmente o crédito à sua disposição pelo acentuado crescimento das financeiras no crédito ao consumo.

O comportamento dos empréstimos ao setor industrial reflete o movimento duplo da restrição ao crédito e da recessão do período 1963/66. Nos três primeiros anos da década, o volume real do crédito industrial decresce por força das restrições impostas ao sistema bancário. De 1960 a 1963 este volume decresce 11% em termos reais, e é neste período que basicamente a indústria é obrigada a recorrer ao mercado não-institucionalizado (veja seção 6.4 adiante) para financiar sua produção. O triênio seguinte, 1964/66, seguiu os 'stop-and-go' da política monetária, e o crédito industrial flutuou correspondentemente (2). A partir de 1967, no entanto, o crédito industrial se expande ininterruptamente, reflexo da política monetária flexível adotada. Da mesma forma que o setor comercial, a indústria foi beneficiada pelo surgimento de alternativas institucionalizadas depois das reformas de 1964/65. Este ponto será detalhado mais adiante, mas pode-se adiantar e observar que

(1) Dado que em face a restrições de crédito os bancos normalmente cessam o suprimento de empréstimos em conta corrente, preferindo manter as operações mais líquidas de desconto de títulos.

(2) Para se ter uma idéia das flutuações no crédito industrial no período, as taxas reais de crescimento anuais em cada trimestre nos anos de 1964 a 1968 foram (em%):

	1º Trimestre	2º Trimestre	3º Trimestre	4º Trimestre
1964	-5	-1	-1	-2
1965	7	10	16	26
1966	19	8	-2	-5

Fonte: Movimento Bancário do Brasil

- 1) Criar uma autoridade monetária única, efetivamente responsável pela política monetária e creditícia, regulando as relações entre a caixa do governo (Tesouro), o banco do Governo (Banco do Brasil) e a autoridade formal existente (SUMOC), além de traçar as diretrizes para as instituições financeiras privadas.
- 2) Criar novas linhas de recursos financeiros no sentido de tornar o financiamento da atividade econômica privada e pública independente da inflação. Para isso, seria necessário:
- 3) Criar novos instrumentos de poupança, de rentabilidade real positiva, no sentido de internalizar no circuito institucionalizado as poupanças dispersas fora dele em canais especulativos, semilegais ou ilegais, elevar a taxa de poupança financeira e incentivar as empresas a reaplicar seus lucros em seus próprios negócios ou captar recursos não-exigíveis junto ao público.

De toda a volumosa legislação que procurou atingir estes três objetivos, apenas uns poucos documentos são necessários analisar para se ter a visão dos pontos em discussão, dos argumentos e das soluções: a Lei de Reforma Bancária (Lei 4.595, de 31.12.64) que basicamente tratou do primeiro aspecto mencionado; o conjunto de leis que instituiu a correção monetária (Lei 4.357, de 16.07.64 e Lei 4.380, de 21.08.64) e a Lei de Reforma do Mercado de Capitais (Lei 4.728, de 14.07.65) que trataram do segundo e do terceiro aspecto. Toda legislação posterior é derivada destes quatro diplomas legais e dizem mais respeito à sua regulamentação.

6.5.1. A Estrutura das Autoridades Monetárias antes da Lei 4595

O primeiro objetivo da reforma era consolidar as diversas instituições que operavam parcialmente como autoridade monetária e criavam uma descoordenação nas medidas de política. A política econômica, em especial a de moeda e crédito, era gerenciada pelos seguintes órgãos.

- a) SUMOC - Superintendência da Moeda e do Crédito - era o órgão controlador do sistema. Criada em 1945 (Decreto 7293, de 02.02.45), tinha todas as atribuições de estabelecer as políticas que teria um Banco Central típico. Era responsável, pela política cambial, fixava o juro dos bancos comerciais, estabelecia os tetos e taxas de redesconto, fixava o percentual de depósitos compulsórios dos bancos, fiscalizava o registro de capitais estrangeiros, podia operar no mercado aberto, fiscalizava os bancos comerciais, etc. (1).

(1) Em todos os relatórios da SUMOC publicados até 1964 encontra-se uma lista detalhada das atribuições daquele órgão.

- b) O Banco do Brasil - que nas suas funções de Banco Central operava a Carteira de Resdesconto e a Caixa de Mobilização Bancária; a primeira para crédito seletivo e de liquidez, a segunda como prestador de última instância. Como órgão executor da política traçada pela SUMOC operava a Carteira de Câmbio e a Carteira de Comércio Exterior (CACEX). A primeira realizava a compra e venda de moedas nas taxas fixadas pela SUMOC (1). A segunda implementava as políticas seletivas de exportação e importação estabelecidas pela SUMOC. Como agente financeiro do Tesouro o Banco recebia a arrecadação tributária e outras rendas da União e realizava pagamentos em nome dela. Além disto, como banco do governo, podia realizar operações de crédito ao Tesouro, supostamente por antecipação de receitas em cada exercício fiscal. Além destas atribuições, o Banco do Brasil realizava dois serviços por conta da SUMOC: era o responsável pelo serviço de compensação de cheques e era depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais.
- c) O Tesouro Nacional que era o órgão autorizado a emitir papel-moeda e amortizá-lo através da Caixa de Amortização (Decreto-lei 4.792, de 05.10.42).
- d) Na cúpula do sistema, dando a orientação geral, estava o Conselho da SUMOC constituído pelo Ministro da Fazenda, pelo Presidente do Banco do Brasil, pelo Diretor-Executivo da SUMOC, pelos Diretores da Carteira de Câmbio, CACEX e Carteira de Resdescontos do Banco do Brasil, e pelo Presidente do BNDE.

Desta forma, havia uma divisão nítida de atribuições, onde o Conselho da SUMOC era o órgão normativo, a SUMOC o órgão de controle e fiscalização e o Banco do Brasil o órgão executor. Formalmente não havia ambigüidade na definição de funções. O único mecanismo intrincado de relação entre estes órgãos dizia respeito à emissão de papel-moeda.

O órgão emissor de papel-moeda era a Caixa de Amortização do Tesouro Nacional, que, no entanto, não tinha poderes para colocá-lo em circulação. Esta atribuição era exclusiva da Carteira de Resdescontos que, não obstante estar inserida no Banco do Brasil, tinha contabilidade própria independente. Esta Carteira, por sua vez, não tinha estrutura operacional para distribuir o papel-moeda, serviço que era realizado pelo Banco. O mecanismo era então o seguinte: o Banco necessitava de papel-moeda para sua própria caixa ou para repassar aos bancos comerciais de quem ele era depositário das reservas voluntárias. Para isso, levava à Carteira de Resdesconto (CARED) títulos comerciais ou notas promissórias de suas operações correntes, que redescontava em troca de papel-moeda. A CARED por sua vez solicitava ao Tesouro um empréstimo de

(1) Na prática o Banco controlava integralmente o câmbio já que os bancos comerciais autorizados a operar em divisas eram obrigados diariamente a repassar ou solicitar cobertura para posições compradas ou vendidas, respectivamente, além dos limites fixados pela SUMOC.

papel-moeda. Teoricamente portanto, o papel-moeda era emitido garantido por legítimas operações comerciais como mandam os manuais de banco central. Uma vez se vencendo os títulos redescontados, o Banco resgatava o papel-moeda à CARED, e esta o devolvia ao Tesouro para incineração na Caixa de Amortização.

Era exatamente sobre este mecanismo que recaíam as críticas daqueles que desejavam modificar a estrutura das autoridades monetárias brasileiras. A questão toda estava no Banco do Brasil que mesclava três atribuições consideradas incompatíveis com a política monetária:

- ser agente financeiro do Tesouro, autorizado a realizar operações de crédito
- ser o depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais
- ser o maior banco comercial do país e o único banco rural.

Esta mistura de banco comercial e autoridade monetária era considerada prática inadequada de banco central pela simples razão de que não existiam limites rígidos à emissão de papel-moeda. De fato, a curto prazo, a limitação era de que o débito da CARED para com o Tesouro por conta de papel-moeda emitido não podia ultrapassar 25% das disponibilidades em ouro e divisas (Artigo 2º, do Decreto-lei 4.792). À falta de uma legislação específica, no entanto, a longo prazo tal limitação não existia pois toda vez que a CARED atingia este limite o Congresso Nacional votava uma lei 'encampando' a emissão realizada pelo Tesouro. Isto é, o Tesouro passava a ser o responsável pelo papel-moeda em circulação, cancelando-se os débitos da CARED, Banco do Brasil e Tesouro. Um exemplo, pode esclarecer a questão. Suponhamos que o Tesouro tivesse um déficit de 1.000 cruzeiros, financiado pelo Banco do Brasil, isto é, creditado automaticamente em conta corrente pelo excesso de pagamentos sobre recebimentos. O balancete das duas instituições apareceria da seguinte forma em relação a esta operação:

<u>Tesouro</u>		<u>Banco do Brasil</u>	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
	Débito com o Banco do Brasil ... 1.000	Empréstimo ao Tesouro ... 1.000	

Para fazer frente aos saques em moeda do público ou dos bancos comerciais, como resultado deste empréstimo (supondo, o que é verdadeiro, que existe uma relação técnica entre o volume de depósitos e o papel-moeda em circulação), o Banco do Brasil precisaria, digamos, de 100 cruzeiros em papel-moeda e para isso recorria à CARED, entregando para isto títulos para desconto. A CARED, por sua vez, solicitava um empréstimo deste papel-moeda ao Tesouro, eis que este último era o único autorizado a emití-lo. Os balancetes seriam então:

<u>Tesouro</u>		<u>CARED</u>		<u>Banco do Brasil</u>	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Suprimentos de papel-moeda à CARED 100	Débitos com o Banco do Brasil 1.000 Papel-moeda emitido 100	Títulos Re-descontados ao Banco do Brasil 100	Débito para com o Tesouro 100	Empréstimo ao Tesouro 1.000 Papel-moeda em caixa 100	Títulos Re-descontados 100

Se estes 100 cruzeiros fossem o limite de débito da CARED, e se fossem necessário maiores suprimentos de papel-moeda ao Banco do Brasil, a encampação da emissão pelo Tesouro desobrigava o retorno do papel-moeda, cancelando-se os débitos mútuos, e os balancetes finais seriam:

<u>Tesouro</u>		<u>CARED</u>		<u>Banco do Brasil</u>	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
	Débito com o Banco do Brasil 1.000 Papel-moeda emitido 100	-	-	Empréstimo ao Tesouro 1.000 Papel-moeda em caixa 100	

e a CARED novamente poderia iniciar suas operações partindo do zero (1). Desta forma, portanto, não havia limitações quanto ao volume de emissões de papel-moeda, e neste mecanismo a SUMOC não tinha nenhuma interferência pois todas as operações eram fora de sua alçada.

O papel-moeda, no entanto, constitui uma fração menor dos meios de pagamento em relação à moeda escritural. O segundo vazamento da política monetária vinha da combinação dos dois outros atributos do Banco do Brasil - isto é, ser depositário das reservas dos bancos comerciais e ser ele mesmo um banco comercial. De fato, um banco comercial tem como limitação às suas operações o volume de reservas que tem depositado junto à autoridade monetária. As reservas compulsórias fixam para o sistema bancário o multiplicador, e são exatamente as reservas voluntárias (ou, o excesso de caixa livre para empréstimo) que permitem a expansão das operações (2). Se um banco sobreexpande seus empréstimos, necessariamente perderá reservas na compensação, e será obrigado a reduzir suas operações. Se, no entanto, um banco é o próprio depositário das reservas, isto é, se ao perder na compensação basta creditar a conta do banco credor, criando reservas, então este banco não tem limite para suas operações ativas. Por exemplo, se o Banco do Brasil realiza uma operação de empréstimo a uma empresa X no valor de 1.000 cruzeiros, seus balancetes apareceriam da seguinte forma:

Banco do Brasil		X	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
Empréstimo a empresa X + 1.000	Depósitos da empresa X + 1.000	Depósitos no Banco do Brasil + 1.000	Empréstimos do Banco do Brasil + 1.000

Se a empresa X paga 500 cruzeiros à empresa Y que por sua vez tem conta no Banco A, o Banco do Brasil perderia 500 cruzeiros na compensação de cheques, mas na verdade ele simplesmente credita a conta de reservas do Banco A em 500 cruzeiros, assim:

(1) No Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias, no passivo aparece uma conta que expressa o papel-moeda em circulação, e no ativo, uma subconta 'obrigações do Tesouro por papel-moeda emitido' para expressar as emissões já encampadas em período anteriores. (ver Relatórios da SUMOC, 1958, pág. 31).

(2) É bom lembrar que o único instrumento de política monetária que atua sobre as reservas livres são as operações de mercado aberto, inexistentes àquela época no Brasil.

Banco do Brasil		X		Y		Banco A	
Empréstimo a X + 1.000	Depósitos de X + 500	Depósitos no Banco do Brasil + 500	Empréstimos do Banco do Brasil + 1.000	Depósitos no Banco A + 500		Reservas no Banco do Brasil + 500	Depósitos de Y + 500

(1)

Assim, tanto pelo lado do papel-moeda, como pelo lado da moeda escritural, a posição privilegiada do Banco do Brasil permitia sua expansão sem restrição (2). Na verdade, as três atribuições do Banco do Brasil se combinavam funcionalmente e implicavam a crescente operação daquele estabelecimento.

Isto não quer dizer, no entanto, que o Banco do Brasil operasse completamente fora de controle. A única forma de restringi-lo era impondo limites às suas operações ativas das várias carteiras, o que era feito pelo Conselho da SUMOC em cada ano. No entanto, uma coisa é controlar um banco comercial pelas reservas compulsórias, isto é, através de uma percentagem fixada, impessoal e irrecorrível. Outra é impor limites a um banco com quase mil agências, responsável básico pelo crédito rural e acima de tudo emprestador do Tesouro. Fixava-se o limite anual, mas se chovia, se houvesse seca, se o funcionalismo era aumentado, se um plano de investimento era iniciado, estes limites eram sistemáticamente alterados, revistos e ignorados. Teoricamente era possível controlar a expansão dos meios de pagamento, mas na prática as pressões políticas e de política econômica, inviabilizavam o esquema (3).

Portanto, o cerne da questão da descoordenação criticada na estrutura das autoridades monetárias estava na posição do Banco do Brasil, e toda a discussão da reforma bancária, iniciada, pode-se dizer, com Sir Otto Niemeyer em 1931 e supostamente terminada em 1964, estava no que ocorreria com o Banco caso fosse criado o Banco Central. Os diversos projetos apresentados colocavam a falsa discussão entre criar o Banco Central ou manter a SUMOC quando o ponto real era o que seria do Banco do Brasil na nova estrutura.

(1) Incidentalmente, observa-se que as reservas mais elevadas certamente induziriam o Banco A a expandir seus empréstimos, elevando ainda mais a oferta monetária.

(2) Não faria sentido a SUMOC impor recolhimento compulsório ao Banco do Brasil de vez que este sempre poderia recorrer à CARED para suprir-lhe o montante necessário.

(3) Não se pode esquecer que 4 dos 7 membros do Conselho da SUMOC eram do Banco do Brasil.

entre 1964 e 1968 um índice real composto do crédito industrial estendido pelos bancos comerciais e agências especializadas (1) passa de 100 para 212, isto é, mais que dobrando no período. Não há nenhuma dúvida que estas extraordinárias facilidades de financiamento foram grandemente responsáveis pelo crescimento industrial que se verificou a partir da segunda metade de 1967 até 1973.

Os empréstimos às atividades agropecuárias, não obstante minoritários na carteira dos bancos comerciais, perdem relativamente pouco nas políticas de estabilização da década. Na verdade, em todos os programas de combate à inflação, o setor agrícola era alvo de atenção especial no sentido de amortecer o impacto das medidas sobre sua disponibilidade de crédito. A atividade agrícola era entendida como um setor em que um eventual excesso de crédito não pressionaria os preços; pelo contrário, seria fator de maior expansão da oferta, dado o seu baixo coeficiente de interligação com os demais setores. Assim, em todas as elevações de compulsório, uma parcela destas podia ser composta por duplicatas rurais, ou linhas especiais de desconto destas duplicatas eram abertas. Como consequência desta política as atividades rurais puderam sobreviver aos programas de estabilização sem maiores apertos de crédito.

6.4. O Mercado Paralelo

O quadro acima analisado das disponibilidades de crédito ao setor privado indicavam uma crescente dificuldade do complexo comercial-industrial de financiar suas atividades no período 1960/64 através do sistema bancário institucionalizado. É neste período que aparece no sistema financeiro brasileiro o chamado mercado paralelo, e não obstante a inexistência de dados a seu respeito, é necessário que seja examinado com algum detalhe.

O mecanismo deste mercado era simples. Os detentores de poupanças não encontravam aplicações no mercado financeiro institucionalizado que superassem pelo menos a taxa de inflação dadas as restrições vigentes à taxa de juro. Por outro lado, as empresas sentiam crescentemente o aperto no crédito consequente das seguidas políticas de estabilização impostas no período. Aparece então um mercado de notas promissórias emitidas pelas empresas que eram vendidas com deságio aos poupadores e, portanto, tecnicamente não constituíam 'juro' e assim não burlavam a lei da usura.

(1) Bancos de Investimento e FINAME.

Até 1963 estas operações eram realizadas em Bolsa de Valores, legalmente. No entanto, objetivando dar mais confiança ao mercado, as autoridades monetárias em 1963 (1) vedaram às empresas a colocação de notas promissórias ou letras de câmbio junto ao público sem coobrigação de instituição financeira autorizada a operar legalmente.

Esta lei praticamente jogou o mercado na ilegalidade pois poucos aplicadores e tomadores estavam dispostos a arcar com os custos de colocação pelas instituições financeiras, impostos financeiros e, acima de tudo, identificação perante o imposto de renda. No entanto, o mercado continuou operando de forma semilegal, já que as autoridades não tomavam nenhuma providência no sentido de coibir as transações (2). O colapso do mercado se deu em 1965 quando algumas empresas de grande porte, frente ao violento aperto de crédito, não honraram seus vultosos compromissos no paralelo (3). Em 1969 o mercado foi efetivamente eliminado pela obrigatoriedade de registro cartorial de qualquer nota promissória emitida no país (Decreto-lei 427, de 22.01.69).

As estimativas do volume do saldo em circulação de notas promissórias são esparsas. Em 1961, aproximadamente Cr\$ 10 milhões estavam em circulação no mercado, o que representava cerca de 3% do total do crédito bancário ao setor comercial-industrial. Estima-se que esta percentagem tenha se elevado para cerca de 5% em 1963/64. Mais do que o significado quantitativo do mercado paralelo, a importância de sua existência esteve na possibilidade de as empresas poderem contar com uma fonte alternativa de crédito, mesmo que para isso tivessem que pagar o preço real de escassez destes recursos. Para os aplicadores representava um rendimento positivo face à inflação e de certa forma impedia que estes recursos fossem canalizados para mercados especulativos (imóveis, por exemplo) ou para fora do país via mercado negro de câmbio. Em termos econômicos, o desaparecimento do mercado paralelo foi menos pelas restrições legais à sua existência imposta pelas autoridades do que pelo surgimento de novas fontes de recursos e instrumentos de poupança à raiz das reformas de 1964/65.

(1) Lei 4.242, de 17.01.63, art. 78; estranhamente um artigo inserido em uma lei que trata de vencimentos do pessoal civil e militar da União.

(2) No entanto, o mercado foi crescentemente sendo tomado por empresas em situação financeira difícil, algumas em estado pré-falimentar, elevando consideravelmente o risco dos aplicadores e consequentemente a taxa de juro vigente. (Waddington, entrevista).

(3) A principal inadimplência foi da Companhia Siderúrgica Mannesman que deixou de pagar cerca de US\$ 3 milhões de notas promissórias.

Em resumo, o panorama financeiro da primeira metade dos 60 face ao que foi visto no Capítulo 5 e do que foi discutido acima pode ser sintetizado da seguinte forma:

- 1) Os financiamentos de longo prazo, que durante a década de 50 haviam sido providos pelo investimento estrangeiro e pelas agências públicas de fomento, encontravam-se reduzidos pelo menor fluxo do exterior e pelas restrições orçamentárias do BNDE.
- 2) O financiamento de curto prazo para capital de giro, provido pelo sistema bancário comercial, era comprimido de forma crescente, fruto das políticas de estabilização. A situação das empresas do complexo comercial industrial se agravou mais ainda a partir de 1962 com a aceleração da inflação que eliminou o mecanismo de financiamento implícito neste processo. Isto deu margem a que as empresas buscassem financiamento para o giro de seus negócios através de:
 - i) maior endividamento direto entre empresas
 - ii) mercado paralelo
 - iii) maior entrada de capitais externos (Instrução 289) mas que basicamente só beneficiava as empresas estrangeiras
 - iv) práticas ilegais como adiar o pagamento de tributos e contribuições sociais, face ao baixo juro cobrado sobre estes débitos.
- 3) O setor público, responsável pelo investimento em infra-estrutura, via-se crescentemente em dificuldades de cobrir seus gastos de custeio, sacrificando assim gastos importantes sob o ponto de vista dos efeitos sobre o setor comercial-industrial. A dívida pública era inexistente, o sistema tributário ineficiente, e a única alternativa de financiamento era a expansão primária dos meios de pagamento com reflexos tanto sobre a inflação como sobre a disponibilidade de crédito dos bancos comerciais.

Todo este quadro implicava a necessidade de modificações drásticas no esquema de financiamento da economia brasileira, que foram procedidas no período 1964/65.

6.5. As Reformas do Sistema Financeiro

As reformas procedidas no sistema financeiro brasileiro foram objeto de diversas análises e interpretações. A maioria delas, no entanto, se restringe a uma mera descrição das modificações processadas ou fazem uma avaliação apologética de seus resultados. Poucas foram as que efetivamente tentaram dar um conteúdo econômico analítico buscando as raízes da necessidade de uma transformação tão radical (1). Nosso objetivo nesta seção é contribuir para estas últimas.

O que se costuma designar como reforma do sistema financeiro brasileiro é um conjunto de diplomas legais (leis, decretos, resoluções, etc.) promulgados entre 1964 e 1966 e suas modificações posteriores. Não cabe dentro do escopo deste trabalho listar todas estas modificações, quanto mais não seja por já terem sido objeto de diversas publicações (2). Nosso enfoque será o de buscar os principais pontos de reforma em face dos mecanismos financeiros existentes no Brasil, examinar em linhas gerais a sua instrumentalização e avaliar seus primeiros resultados.

Antes de tudo é preciso sublinhar que as reformas do sistema financeiro brasileiro são usualmente considerados como uma transformação radical em sua estrutura e responsável por grande parte do 'milagre brasileiro' iniciado em 1968 (3). A argumentação usual é que antes de 1964 havia o 'caos financeiro', uma orgia monetária, e que as reformas puseram um fim neste quadro ao criar um comando monetário e creditício único, criar novas instituições, disciplinar as já existentes, etc., elevando a taxa de poupança e a taxa de crescimento da economia. Que as reformas atingiram profundamente o sistema financeiro não há a menor dúvida, mas a questão é se a realidade é tão enfática quanto sugere esta linha de argumentação.

A análise levada a cabo neste trabalho até este ponto nos permite identificar os objetivos gerais das reformas, explícitos ou implícitos nos diversos pronunciamentos oficiais, como:

(1) Entre os primeiros veja-se Wald, 1970. Para uma avaliação séria veja Dain, 1973, Gamboa, 1971 e Tavares, 1972.

(2) Veja Wald, 1970, para uma súmula completa e detalhada de toda a legislação.

(3) Mas infelizmente interrompido em 1973. Veja, por exemplo, Ness, 1974.

6.5.2. A Reforma Bancária

O primeiro projeto apresentado ao Congresso de forma integrada (1) teve sua discussão iniciada em 1948, e propunha a criação do Banco Central como órgão executor da política monetária e do Conselho Monetário como órgão normativo. Criava ainda diversos bancos especializados (Banco Rural do Brasil, Banco Industrial do Brasil, Banco de Investimento do Brasil, Banco Hipotecário do Brasil e Banco de Exportação e Importação do Brasil). Na prática, portanto, este projeto além de extinguir a SUMOC, explodia o Banco do Brasil em diversas instituições especializadas. Como era de se esperar, um projeto de reforma tão drástico emperrou no Congresso durante quatorze anos, tendo sido apresentados diversos substitutivos (2). Aparentemente o 'lobby' do Banco do Brasil era fortíssimo, contando inclusive com dezenas de deputados que eram funcionários ou ex-funcionários do Banco (3).

Em 1962 foi finalmente apresentado um substitutivo para discussão (4) criando o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central e apenas o Banco Rural como sucessor da Carteira Agrícola do Banco do Brasil. É importante observar que um desdobramento da questão do destino do Banco do Brasil era a constante preocupação dos políticos e dos 'lobbistas' com o problema do crédito rural que de forma nenhuma se desejava fosse transferido aos bancos privados.

Ainda assim, os funcionários e políticos ligados ao Banco do Brasil estavam temerosos pelo esvaziamento do Banco. A questão é que o projeto Daniel Faraco tirava do Banco do Brasil a faculdade de emprestar automaticamente ao Tesouro, empréstimo pelo qual o Tesouro pagava juros (ainda que originalmente parte destes recursos fossem do próprio Tesouro, suprido ao Banco via CARED) e o receio era que a receita do Banco fosse substancialmente reduzida (5). Assim, os funcionários do Banco apresentaram através do Ministério da Fazenda novo projeto (6), que criava o Conselho Nacional da Moeda e do Crédito e simplesmente transformava o Banco do Brasil em Banco Central mantendo todas

(1) Projeto 104/50, encaminhado pela mensagem presidencial 296/47, de 21.06.47, chamado 'Projeto Corrêa e Castro'.

(2) Daniel Faraco (1947, 1954, 1962); Horácio Lafer (1950); Herbert Levy (1954), Alberto Pasqualini (1954) e José Maria Alkimin (1962).

(3) Denio Nogueira (entrevista)

(4) Apresentado em 10.08.62, chamado 'Projeto Daniel Faraco'.

(5) Durante as discussões realizadas em um congresso nacional para definição das chamadas 'reformas de base' o Sr. Petrônio Medeiros Guimarães argumentou (e mostrou através de exemplos numéricos) que, se aprovado, o Projeto Faraco levaria o Banco do Brasil à falência. Veja referências na próxima nota.

(6) O chamado Projeto Ney Galvão, apresentado em dezembro de 1962. Veja Reformas de Base, Anais, Vol. IV, Reforma Bancária, versão preliminar, mimeo, documento nº 11.

as suas atribuições de banco comercial e autoridade monetária. Era pelo menos um projeto coerente com o *status quo*. O projeto previa para um futuro indefinido a criação do Banco Rural e de quatro Bancos Regionais de Desenvolvimento.

Este projeto nem chegou a ser discutido, pois, em Março de 1963, novamente o governo apresentou outro projeto (1), procurando conciliar as posições, criando o Conselho Monetário Nacional mas mantendo a SUMOC como órgão controlador e fiscalizador.

A discussão deste projeto se centrou na questão dos tetos de emissão que havia sido deixada em aberto, alterado por substitutivo posterior (2). As discussões mais aceras voltaram a ser em torno dos papéis do Banco do Brasil, do Banco Central e da SUMOC (3), mas finalmente um último substitutivo foi aprovado (4) e encaminhado ao Senado, mantendo-se a SUMOC como órgão executor da política monetária. O Senado aprovou o projeto mas com diversas emendas (5) das quais duas que alteraram completamente a versão original. A primeira criando o Banco Central e extinguindo a SUMOC. A segunda, propondo que o governo apresentasse em noventa dias projeto para institucionalizar o crédito rural (6).

As emendas do Senado foram aprovadas finalmente pela Câmara dos Deputados (7) e submetida à Presidência, sancionada em 31.12.64 sob o nº 4.595.

Examinando a lei podemos avaliar o alcance das modificações introduzidas em face das questões anteriormente levantadas.

(1) Projeto 15/63, encaminhado pelo mensagem nº 52/63 da Presidência da República em 22.03.63. Ver Anais da Câmara dos Deputados, 1964, Vol. III, pág. 227, 22ª Sessão, 08.04.64; chamado Projeto Miguel Calmon/Santiago Dantas.

(2) O Deputado Aliomar Baleeiro solicitou a declaração de inconstitucionalidade do projeto (Anais, Vol. V, 1964, pág. 386, Sessão de 28.04.64) mas seu pedido foi rejeitado em vista de substitutivo apresentado pelo Deputado José Maria Alkimin (Anais, Vol. VII, 1964, Sessão de 19.05.64).

(3) Veja por exemplo a 173ª sessão em 16.09.64, Anais, Vol. XXII, 1964.

(4) O chamado substitutivo Ulysses Guimarães; redação final nos Anais, Vol. XXIV, 1964, 22.09.64.

(5) A maioria delas do Senador Mem de Sá, Presidente da Comissão de Economia do Senado.

(6) Pelo lado técnico o governo acompanhava a tramitação do projeto através do Diretor-Executivo da SUMOC, Denio Nogueira. Este se batia pela criação do Banco Central, e nas negociações de última hora para o Senado aprovar a modificação do projeto encaminhado pela Câmara, criando o Banco Central, este ponto foi negociado pelo artigo acima referido sobre o crédito rural, o que ganhou o apoio de todos os senadores representantes da agropecuária (Denio Nogueira, entrevista).

(7) 243ª Sessão, 30.11.64, Anais, Vol. XXXIV, 1964.

Quadro 6.19

Sistema Financeiro de Habitação
Fontes e Usos de Fundos
Saldos em Final de Ano
Milhões de Cr\$

	Fontes			
	1965	1966	1967	1968
1. Depósito de Poupança	-	18,0	86,0	330,0
1.1 Caixas Econômicas	-	18,0	77,0	261,0
1.2 SCIs	-	-	9,0	49,0
1.3 APEs	-	-	-	20,0
2. Letras Imobiliárias	9,3	47,0	290,0	644,0
2.1 BNH	9,3	36,0	75,0	80,0
2.2 SCIs	-	11,0	215,0	564,0
3. SubTotal (1) + (2)	9,3	65,0	376,0	974,0
4. FGTS	-	-	592,0	1.600,0
5. Total	9,3	65,0	968,0	2.574,0
Empréstimos ao Setor Privado				
	1965	1966	1967	1968
1. BNH	18,9	73,0	316,0	1.158,0
2. Caixas Econômicas	-	18,0	77,0	261,0
3. SCIs	-	12,0	224,0	615,0
4. APEs	-	-	-	19,0
5. Total	-	103,0	617,0	2.053,0
ORTN no BNH (Cr\$ Milhões)	-	15,4	340,8	322,0
% do Saldo em Circulação	-	1,1	13,7	9,2

Fonte: Relatórios do Banco Central, vários números.

e levar a faixa de recursos às classes de alta renda. Pode-se supor que esta modificação foi responsável pelo 'boom' especulativo no mercado de imóveis ocorrido no início dos anos 70.

Em resumo, a respeito do SFH podemos concluir que:

- 1) O sistema cobriu uma importante parcela do mercado de poupanças, especializada nas poupanças compulsórias e populares.
- 2) As operações ativas, no entanto, não cumpriram as previsões e estas poupanças públicas e privadas passaram crescentemente a financiar habitações de alto luxo, onde efetivamente havia uma demanda reprimida pela ausência de recursos. O déficit habitacional, no entanto, permaneceu crescendo com a população.

6.6.3. Os Bancos de Investimento

As grandes esperanças de uma profunda modificação nos esquemas de financiamento ao setor comercial-industrial privado centraram-se na criação dos bancos de investimento. Estas instituições seriam as responsáveis pelo suprimento de capital de médio e longo prazo e apoiariam as empresas na captação de recursos não-exigíveis através de operações de 'underwriting'. O modelo que se tinha em mente era o 'Investment Bank' americano e o 'Merchant Bank' inglês, onde, além das operações de crédito e de 'underwriting', deveriam ser os verdadeiros líderes do sistema financeiro, através da constituição de equipes técnicas qualificadas para dar toda assistência às indústrias no que se referisse a problemas de financiamento de suas atividades.

Conforme vimos em pontos anteriores, o hiato que existia no sistema financeiro era no suprimento do capital que permitisse às empresas financiar sua expansão independentemente da inflação. A estrutura patrimonial das empresas brasileiras estava montada de tal forma que o empresário utilizava seus recursos próprios no capital fixo e recorria ao sistema bancário público e privado para os suprimentos de capital de giro. Assim, todas as restrições da política monetária desabavam sobre o crédito bancário, atingindo diretamente a produção corrente, agravando um eventual desequilíbrio entre oferta e demanda. A idéia da criação dos bancos de investimentos estava em inverter esta situação.

Dispondo de recursos de médio e longo prazo para a ampliação da capacidade, o empresário poderia alocar seus recursos próprios no giro da empresa, deixando assim de pressionar o sistema bancário. Por outro lado, a oferta de recursos não-exigíveis através do mercado de ações daria maior estabilidade às fontes de capital das empresas.

Na verdade, não existia impedimento legal para que as instituições existentes – bancos comerciais e corretoras – operassem tanto no mercado de crédito de longo prazo como nas atividades de 'underwriting', respectivamente. As razões pelas quais estas instituições não o faziam, no entanto, eram claras e já foram discutidas: a inexistência de oferta de poupanças financeiras de médio e longo prazo e a precária organização do mercado secundário e primário de ações, o sistema de distribuição ineficiente, etc. Por outro lado, não era desejável deixar todas as atividades novas nas mãos dos bancos comerciais (como os bancos franceses e alemães) pelo risco de abortá-las em favor das atividades mais antigas e menos complexas.

Foram assim criados os bancos de investimento com atribuição específica de apoiar o setor de empresas, estreitamente vinculada a ele através de diversos tipos de operação (1). Para o suprimento de capital de giro de médio e longo prazo os bancos de investimento foram autorizados a receber depósitos a prazo, com correção monetária e prazo mínimo de um ano. A negociabilidade desta aplicação foi permitida pela emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDB). Estes instrumentos, em tudo semelhantes às letras de câmbio, enfrentavam um mercado desacostumado a aplicações superiores a seis meses e com taxas desconhecidas (como era a correção monetária). Para impedir que as instituições nascessem sem possibilidade de captar recursos, as autoridades monetárias permitiram (já na Resolução 18) que os bancos de investimento emitissem, por tempo determinado, letras de câmbio com desconto pré-fixado. Um segundo ponto conduziu a esta decisão, pois grande parte dos bancos de investimento foi constituída pela fusão de financeiras, trazendo para estas novas instituições quadros técnicos e clientes das financeiras. Esta decisão foi um sério choque para as financeiras que só se recuperaram quando lhes foi dado um mercado cativo e quando bancos de investimento foram desautorizados a emitir letras de câmbio. Mais tarde, foi permitido que os CDBs fossem emitidos com desconto pré-fixado, tornando-os praticamente indiferenciados das letras de câmbio. Os CDBs de correção monetária jamais conseguiram um lugar significativo no mercado.

O Quadro 6.20 mostra o balanço consolidado dos bancos de investimento nos três primeiros anos de sua existência. Pode-se observar que os recursos captados através de letras de câmbio foram responsáveis por cerca de 98% do volume de empréstimos em 1966, e em 1968 ainda respondiam por 70% destas operações.

Desde o primeiro momento, no entanto, os bancos de investimento sentiram a dificuldade de estender linhas de crédito de longo prazo pela impossibilidade de colocar títulos de prazos maiores que as letras de câmbio. De fato, as letras de câmbio, autorizadas a um prazo de emissão de seis meses, podiam bancar operações de até doze meses. Os

(1) A Lei nº 4.728 definia de forma geral as novas instituições financeiras. Estas foram regulamentadas pela Resolução 18, de 18.02.66, e estendidas suas atribuições pela Resolução 63, de 21.08.67, e pelo Decreto-lei nº 157, de 10.02.67.

bancos de investimento, para poderem colocar seus papéis, tinham de acompanhar os prazos das letras de câmbio. Ainda que não autorizado a fazê-lo (o prazo mínimo era de um ano) os bancos de investimento se utilizavam de contratos de recompra com seus clientes o que trazia o prazo efetivo para seis meses. Esta limitação impedia uma oferta de financiamento acima de um ano sem uma elevação correspondente do risco de iliquidez. A situação ficou ainda mais difícil quando em 1967 uma das primeiras medidas do novo governo foi limitar a taxa de juro bancária e não-bancária o que trouxe os prazos para o mínimo, abaixo dos seis meses (1). Desta forma ficava comprometida uma das funções básicas dos bancos de investimento no crédito ao setor industrial.

Quadro 6.20

USOS	Bancos de Investimento Balanços Consolidados Milhões de Cr\$		
	1966	1967	1968
1. Caixa	9,4	29,1	63,0
2. Empréstimos	100,8	692,2	1.313,0
3. Refinanciamento FINAME	0,3	47,1	103,0
4. Refinanciamento Externo	–	–	202,0
5. Ações	9,3	75,1	261,0
6. Outros (líquido)	37,4	5,2	-5,0
FONTES			
1. Capital Próprio	42,8	159,1	311,0
2. Letras de Câmbio	98,8	560,1	923,0
3. Depósito a Prazo	2,2	85,2	409,0
4. FINAME	13,4	44,3	97,0
5. Recursos Externos	–	–	197,0
TOTAL	157,2	848,7	1.937,0

Fonte: Relatórios do Banco Central.

A única solução seria permitir que os bancos de investimento contassem com fontes alternativas de recursos de longo prazo para permitir estender crédito também de longo prazo às empresas. As duas únicas fontes destes recursos eram (de novo!) o setor público e o mercado financeiro externo. Ambos mecanismos foram então acionados.

(1) Waddington, entrevista.

Primeiro, foram os bancos de investimentos autorizados a agenciar o programa FINAME do BNDE. Este programa foi criado (1) para financiar a aquisição de máquinas e equipamentos de fabricação brasileira, estendendo crédito de até nove anos e a juros subsidiados. Os bancos de investimento, então, agenciariam a operação repassando os recursos do BNDE e cobrando uma comissão. Desta forma, puderam oferecer crédito de longo prazo para financiar a indústria, apesar da fonte de recursos ser o setor público.

Da mesma forma, os bancos de investimento foram autorizados a captar recursos no exterior e repassá-los às empresas industriais pela Resolução 63. Nesta modalidade o risco de câmbio é assumido pelo mutuário, mas constituiu uma importante fonte alternativa de recursos face a eventual escassez interna ou o diferencial de taxa de juro. Em 1968 (veja Quadro 6.20), os empréstimos concedidos através deste mecanismo já representavam 20% dos empréstimos concedidos com recursos captados internamente. Paralelamente, foi autorizado que os bancos de investimento concedessem aval para as operações contratadas diretamente pelas empresas no mercado financeiro internacional através da Lei 4.131.

O segundo aspecto na criação dos bancos de investimento referiu-se à sua inserção no mercado de captação de capital não-exigível. Ao se analisar os documentos de criação dos bancos de investimento o que se observa é que esta atividade estava fadada ao fracasso pela timidez com que foi tratada. De fato, se as autoridades monetárias desejavam que os bancos de investimento pudessem vir a ser efetivamente um elo de integração entre o setor real e financeiro (isto é, entre o capital financeiro e o capital industrial) uma condição necessária teria sido permitir que carregassem uma importante posição em ações em suas carteiras de aplicações. Uma instituição financeira para apoiar efetivamente a captação de recursos do público para subscrever ações de uma empresa deveria poder, ela, bancar se necessário a emissão para colocação futura. Em outras palavras, a avaliação do risco do empreendimento é melhor apreendido pela instituição financeira que poderia assim bancar a operação até que a empresa fosse mais aceita pelo público investidor.

Os bancos comerciais haviam sido limitados desde 1963 e proibidos desde 1964 a possuir carteira própria de ações. Ao criarem os bancos de investimento no entanto, as autoridades monetárias impuseram as mesmas restrições que vigoravam para os bancos comerciais impedindo um apoio decisivo a qualquer empresa isoladamente (2). Assim, uma eventual operação de 'underwriting' tinha que ser colocada quase que integralmente junto ao público o que implicava baixos preços de emissão e desinteresse da empresa em captar recursos por este mecanismo. O desempenho das operações de 'underwriting' conduzidas pelos bancos de investimento só foi efetivamente iniciada em 1967, atingindo em 1968 Cr\$

(1) Decreto nº 55.275, de dezembro de 1964.

(2) O artigo XVIII da Resolução 18 limitava a 5% o valor máximo de aplicação por cliente e a 2,5% na média para todos os clientes. A aplicação global em ações não poderia exceder a 50% do capital realizado do banco (artigo XXI).

120,4 milhões que correspondia a pouco mais de 3% dos aumentos de capital em dinheiro, realizados pelas sociedades anônimas (ANBID, Boletim, vários números).

Paralelamente, os bancos de investimento foram autorizados a gerir fundos de investimento abertos objetivando dinamizar o mercado secundário de ações e assim dar maior liquidez ao mercado de emissões primárias. Estes fundos, no entanto, esbarravam no estreito mercado de ações das bolsas brasileiras e na inexistência de um mercado de balcão. A solução, novamente, veio do apoio do setor público.

Em 1967 foi permitido que os contribuintes do imposto de renda deixassem de pagar determinado percentual do imposto devido desde que aplicassem tal quantia na compra de cotas de fundos de investimento especificamente criados para este fim e geridos pelos bancos de investimento (1). Estes fundos deveriam comprar ações de empresas localizadas em setores ou regiões selecionadas pelas autoridades monetárias. Esta medida foi decisiva para a dinamização dos negócios de bolsa pois injetava recursos cativos no mercado e foi, sem dúvida, responsável pela deflagração do 'boom' especulativo das bolsas iniciado em 1969. Os volumes captados por estes fundos, no entanto nunca chegaram a ser significativos para efetivamente apoiar a capitalização das empresas com recursos do público.

Pode-se concluir que os objetivos dos bancos de investimento puderam ser alcançados somente (e parcialmente) com a ajuda decisiva do setor público, através do suprimento de recursos de longo prazo e através de impostos não recolhidos, e com recursos externos. O objetivo fundamental, que era o de captar e oferecer crédito de longo prazo, não foi alcançado, e o setor industrial, de novo, enfrentou um hiato de recursos.

(1) Decreto-lei nº 157, de 1967. Tais fundos são conhecidos como 'Fundos Fiscais 157'.

SUMÁRIO E CONCLUSÕES

1. No período de 17 anos cobertos por nosso trabalho, a economia brasileira passou por substanciais transformações em sua estrutura econômica, de uma economia basicamente rural a um país semi-industrializado. O Produto Interno Bruto aumentou quase três vezes no período, a uma taxa média anual de 6,1%, o que significou uma elevação de renda per capita de pouco mais de 30% a.a.. Esta mudança estrutural pode ser avaliada pela queda da participação da agricultura no PIB de 25,3% em 1952 para 17,7% em 1968, a indústria e os serviços elevando-se de 8% para 28,4% e de 50,9% para 53,9%, respectivamente, no mesmo período.
2. A característica geral do período foi a aceleração e profundamento do processo de industrialização por substituição de importações, quando a produção interna alcançou uma gama de produtos maior que na maioria dos países menos desenvolvidos. A produção industrial expandiu-se a uma taxa média anual de 7,1% e a indústria de transformação manteve uma média anual acima dos 8% no período.
3. A segunda característica do período refere-se ao comportamento da taxa de inflação. No período de pós-Guerra, a taxa média de inflação no Brasil foi de 25%, no entanto com dramáticas diferenças em cada subperíodo. Durante os anos 50, a economia experimentou baixas taxas de inflação (em comparação com a taxa de longo prazo), com uma média de 30% a.a.; no início dos 60 esta taxa elevou-se para quase uma hiperinflação, alcançando uma média de 55% a.a. durante 1961/1968.
4. Estes dois pontos, isto é, o processo de substituição de importações e a taxa de inflação, estabeleceram a política econômica do período. A maior ou menor ênfase em políticas específicas relacionadas a cada um deles guiou o desenvolvimento brasileiro nestas duas décadas.
5. No início dos 50, os gestores de política no Brasil deram-se conta que o desenvolvimento econômico poderia ser acelerado e dirigido para metas preestabelecidas, e isto expressou-se ao se fazer do 'planejamento' o principal instrumento de política econômica. Os quase 100 anos de experiência do modelo primário exportador deixaram uma profunda marca na economia no sentido de que as forças puras de mercado não podiam guiar o crescimento econômico para os objetivos desejados. Não obstante as vantagens comparativas poderiam levar a

economia brasileira a manter-se como produtora e exportadora de produtos primários, o rompimento dos fluxos comerciais a cada oscilação do ciclo de comércio internacional levou à conclusão que somente uma forte oferta interna poderia tornar o país menos sensível a tais modificações bruscas na renda e no emprego.

6. Assim, o relatório da Comissão Mista Brasil-EUA, as projeções do grupo misto CEPAL/DBDE e o Plano de Metas formaram uma sequência coerente desta consciência, na qual a industrialização foi a opção selecionada como projeto de desenvolvimento. Pode-se argumentar que uma estratégia mais equilibrada entre indústria e agricultura poderia ter resultado em um perfil econômico menos 'distorcido' ao final dos anos 60. No entanto, era inviável propor-se as modificações necessárias na estrutura agrária sem que se levantasse uma tremenda oposição dos latifundiários que ainda dominavam a cena política. A linha de menor resistência estava sem dúvida nas modificações indiretas no perfil econômico através de incentivos à indústria.
7. Durante os anos 50, as políticas adotadas para alcançar estes objetivos foram basicamente de dois tipos. Em primeiro lugar a política de câmbio (e de comércio exterior) foi explícita no incentivo ao setor industrial. Tradicionalmente, a política de câmbio era o único instrumento diretamente sob controle dos gestores de política, e até a Segunda Guerra Mundial tinha sido utilizada para proteger os interesses dos produtores de café ou como mecanismo contra-cíclico durante as depressões do comércio internacional. A reforma do sistema cambial em 1953 tornou a taxa de câmbio em um instrumento de seleção de importações, penalizando aqueles produtos que se desejava substituir, subsidiando os diversos insumos para sua produção interna. Em segundo lugar, pode-se perceber ao longo dos anos 50, especialmente na segunda metade da década, o gradual comprometimento do setor público na economia. De 1952 a 1961, a parcela do gasto público no PIB aumentou de 14,6% para 17,5%. O setor público assumiu a responsabilidade de prover um amplo espectro de insumos básicos, essenciais ao processo de industrialização, que não podiam ser supridos pelo setor privado, seja pelo seu baixo retorno, seja pelo montante do investimento requerido.
8. No entanto, a principal característica deste gradual envolvimento do setor público foi o aumento de sua participação no gasto global sem modificações substanciais na moldura institucional. Este atraso significou o quase colapso do sistema econômico e político no início dos anos 60. A continuação do processo de crescimento dependia, então, de profundas mudanças na estrutura fiscal, administrativa e, em especial,

financeira. A crise política e social destes anos foi certamente um reflexo destas restrições econômicas.

9. Em termos dos pontos específicos que quisemos sublinhar neste trabalho, a questão central era o despreparo financeiro com o qual o setor público encarou seu envolvimento na atividade econômica. O aumento no investimento público sem uma correspondente redução na despesa corrente - ou uma elevação na carga fiscal - gerou crescentes déficits fiscais, cobertos por emissão primária de moeda dada a ausência de um efetivo instrumento de dívida pública. No entanto, enquanto a taxa de crescimento se manteve alta, este aumento na oferta monetária jogou um importante papel no período, tanto sob o ponto de vista dos requerimentos de monetização da economia quanto como amparo à inflação na diminuição das tensões implícitas na disputa pela renda entre o setor privado e o setor público.
10. No início dos anos 60, o processo de substituição de importações perdeu seu impulso, uma vez completado o ciclo de investimento ligado às indústrias instaladas para suprir o mercado coberto pelas importações. O gasto público não podia por si só manter a taxa de investimento suficientemente alta de forma a garantir o crescimento do PIB, e o declínio deste último era inevitável. Ao mesmo tempo, as tensões inflacionárias derivadas do processo de industrialização não mais podiam ser diluídas na margem do crescimento do produto, e conseqüentemente explicitaram-se através de uma violenta aceleração dos aumentos de preços.
11. As causas do declínio na taxa de crescimento podem ser encontradas em uma simples teoria do ciclo econômico. Na segunda metade dos anos 50, realizou-se um tremendo esforço de investimento, ligado ao Plano de Metas. Vários novos setores foram instalados, basicamente através do investimento externo, induzindo a expansão de setores preexistentes. O acelerador do investimento alimentou o multiplicador da renda e a economia experimentou altas taxas de crescimento. O multiplicador do emprego, por outro lado, garantiu altas taxas de crescimento - em termos de suas médias históricas - às indústrias de bens-salário, induzindo um rápido processo de modernização. Uma vez esgotados os efeitos aceleradores e multiplicadores destes investimentos, o declínio da taxa de crescimento foi imediato. Duas alternativas poderiam ser imaginadas de sorte a impedir esta queda. Em primeiro lugar, o setor público poderia elevar sua participação na formação de capital de forma a compensar o declínio no investimento privado. Esta possibilidade, no entanto, dependia de uma completa revisão das fontes de financiamento do gasto público, reduzidas no curto prazo à expansão primária da moeda, o que, naquele momento, somente atuaria sobre o mecanismo da inflação. Em segundo lugar, o setor privado poderia manter sua taxa de investimento, caso estivesse em vista uma expansão do mercado interno.

No entanto, a única alternativa seria a ampliação do mercado preexistente, agora reduzida ao incremento populacional. Esta ampliação poderia ser alcançada pela incorporação ao mercado de setores da população até então excluídos pela fortemente concentrada distribuição de renda. A solução, neste caso, também dependia da revisão dos esquemas de financiamento de forma a permitir o endividamento destes consumidores. Assim, em qualquer dos casos, a precondição da retomada do crescimento estava ligada à modificações dos sistemas de financiamento público e privado.

12. Todas as políticas de estabilização no início dos anos 60 tinham, implícita ou explicitamente, o excesso de demanda (ou a escassez de poupança) como paradigma básico da inflação. Neste sentido, todas elas buscaram atuar sobre o déficit fiscal como fonte principal do excesso de demanda e como único item de gasto sob o controle direto das autoridades. Por outro lado, dado que o déficit fiscal era coberto sistematicamente através de emissão de moeda, sua redução implicava diretamente em aperto da oferta monetária.
13. Os planos de estabilização de 1961, 62 e 63 frustraram-se todos pois era impossível para as autoridades manterem a redução programada em face da forte oposição de vários setores econômicos. A redução da oferta monetária (ou sua menor expansão em relação à taxa de inflação) colocava em risco diretamente a disponibilidade de crédito, e todos os planos eram abandonados, dado que nenhum setor estava disposto a arcar com os custos da estabilização. Neste sentido, o exemplo conspícuo foi o Plano Trienal que, de um plano de três anos, reduziu-se a uma frágil tentativa de pouco mais de três meses.
14. O aspecto surpreendente na maioria das interpretações sobre a inflação brasileira é a sustentação do paradigma de excesso de demanda independente da situação do setor real. Estivesse o produto crescendo a taxas altas ou praticamente estagnado, estivessem os setores econômicos operando à plena capacidade ou com grande ociosidade, o excesso de demanda era sempre responsável pela inflação. Ademais, nenhum esforço era feito para se entender a taxa anual superior a 20% nos últimos 30 anos. Tudo indica que os gestores de política estivessem bastante envolvidos na controvérsia monetarista-estruturalista e nenhum ponto era concedido além das causas estritamente monetárias da inflação. Uma interpretação alternativa fez-se necessária para explicar a inflação no Brasil. Não obstante as evidências diretas sejam escassas, o 'modelo' pode ser resumido como se segue:
- a) A economia brasileira tinha, e ainda tem, tensões inflacionárias estruturais latentes ou explícitas. O ponto importante a ser sublinhado é que a elevação

dos preços é um mecanismo utilizado pelas empresas para proteger suas taxas de lucro nominais em face de alterações na demanda real;

- b) Isto é possível graças à estrutura oligopólica da maioria dos setores. Assim, existe um mecanismo de reajustamento e transmissão das elevações de preços do tipo de 'mark-up', no qual os setores mais dinâmicos com estrutura oligopolística controlam estes aumentos;
- c) Existe uma autoridade monetária permissiva que sanciona os aumentos de preços através da expansão da oferta monetária. Este modelo pode explicar porque a taxa de inflação no Brasil aumenta cada vez que a taxa de crescimento do produto declina. Assim, o declínio na taxa de crescimento do PIB em 1962 implicou a elevação paralela da inflação e a correspondente expansão da oferta monetária.
15. Somente depois de 1964 existiram condições institucionais para aplicar força total no programa de estabilização através do PAEG. Não obstante a manutenção do diagnóstico de excesso de demanda, a política proposta foi absolutamente correta (no quadro institucional vigente) se se tem em conta o modelo de inflação mencionado acima. O congelamento dos salários era necessário para interromper o movimento dos 'mark-up' dado que não se propunha qualquer controle de preços, isto é, o peso da estabilização foi assumido pelo trabalho. Por outro lado, comprimiu-se o déficit fiscal de forma a interromper a emissão de moeda.
16. A reversão no declínio da taxa de crescimento em 1967 coincide com a modificação no diagnóstico da inflação. Os mecanismos financeiros acima mencionados estavam prontos para serem acionados, um novo ciclo de investimento podia ser vislumbrado e a existência de capacidade ociosa (contraditória a uma inflação por excesso de demanda) era oficialmente reconhecida. Desta forma, a política adotada foi a de uma forte expansão monetária, através de déficit fiscal e menores controles sobre o sistema bancário. Esta política contribuiu para a vigorosa retomada do crescimento a partir de 1968, inaugurando um novo ciclo de expansão econômica no Brasil.
17. Contrariamente ao argumento usual, os bancos brasileiros efetivamente elevaram sua taxa de empréstimo não como resposta à inflação mais elevada, ou para cobrir custos operacionais mais elevados. Taxas de empréstimo mais elevadas foram possíveis por conta da posição monopolística dos bancos e da taxa real negativa paga aos emprestadores. Por outro lado, as despesas por agência não mostraram valores crescentes até 1965, eliminando-se com isto a segunda parte do argumento.

18. Existem economias de escala nos negócios bancários. Bancos grandes oferecem taxas de juro inferiores aos bancos médios e pequenos, e os 'spreads' são menores para os bancos grandes. Este resultado confirma a correção da política de fusões bancárias e a redução em seu número.
19. A característica de longo prazo surpreendente do sistema bancário brasileiro e o valor quase constante do crédito real ao setor privado por mais de 17 anos. Este é um resultado inesperado para uma economia em expansão como foi o caso do Brasil neste período. Toda a expansão na oferta monetária no período foi em benefício do setor público. No entanto, pode-se sugerir que estes fundos foram 'reciclados' para o setor privado via contratantes de obras públicas.
20. A decrescente disponibilidade de crédito ao setor privado foi equacionada por este último através de vários mecanismos tais como: i) recursos financeiros associados aos contratantes públicos; ii) crédito inter-industrial; iii) mercado paralelo; iv) crédito de fornecedores externos; v) investimento externo direto; e vi) reaplicação de lucros nominais crescentes oriundos da inflação.
21. Diversas modificações ocorreram na estrutura ativa e passiva dos bancos comerciais neste período, todas elas causadas basicamente pelas restrições existentes em relação à taxa de juros. Houve uma evidente migração dos depósitos a prazo para depósitos à vista. Isto no entanto fez pouca diferença sob o ponto de vista dos bancos pois i) os depósitos a prazo podiam de qualquer maneira ser sacados à vista; ii) os bancos não aplicaram em empréstimos de longo prazo e iii) os 'spreads' de taxas eram tão altos que o custo dos fundos era irrelevante. A concentração em um ou dois ativos no uso dos fundos pelos bancos permitiu que estes cumprissem somente uma de suas funções teóricas, isto é, mobilizar recursos das unidades superavitárias para as deficitárias, renunciando à sua função de diversificar a oferta (e a demanda) de ativos financeiros. Por outro lado, os bancos concentraram seus empréstimos ao comércio e à indústria, e não à agricultura, por serem os primeiros menos arriscados e mais rentáveis.
22. O crédito privado para a indústria foi suplementado pelas agências públicas, especialmente pelo BNDE. A razão pela qual o setor público, ao invés de aliviar os controles sobre a expansão do crédito bancário de forma a que este pudesse suprir as necessidades de fundos do setor privado, preferiu suprir os fundos diretamente aos setores prioritários, está na idéia implícita em todas as estratégias que guiaram a ação do setor público nos anos 50. Esta era de que os objetivos privados nem sempre

- coincidiam com os (supostos) objetivos sociais, e portanto, uma parte substancial do investimento e do financiamento deveria estar sob controle público.
23. Este quadro razoavelmente harmônico foi quebrado no início dos anos 60 e os principais problemas que o sistema financeiro enfrentava eram:
- a) redefinir o esquema de financiamento do setor privado de forma a:
 - I) torná-lo (relativamente) independente da inflação;
 - II) montar mecanismos de suprimento de capital de giro de longo prazo e, de fundos de investimentos;
 - III) instituir esquemas para facilitar a elevação do consumo dos bens produzidos pelos novos setores.
 - b) Redefinir os esquemas de financiamento do setor público de forma a torná-los menos dependente da emissão primária de moeda.
24. As tendências financeiras no Brasil nos anos 60 mostram a existência de um alto potencial de poupança financeira, vista a rápida substituição de ativos monetários por não-monetários, sem modificações significativas na taxa de poupança. Havia também uma forte demanda por crédito especializado das novas instituições, mostrada por sua alta taxa de crescimento em 1964/68. Pode-se concluir que as reformas do sistema financeiro em 1964/65 obtiveram sucesso em absorver os fluxos de fundos não-institucionalizados.
25. A diversificação dos ativos financeiros com retorno real permitiu às empresas minimizarem suas caixas ociosas, eliminando a constituição de estoques como proteção à inflação. Assim, foi possível a partir de 1967, aumentar rapidamente a oferta monetária sem criar tensões inflacionárias. Parece claro que o surgimento de instituições financeiras não-bancárias aliviou a pressão do setor privado sobre o sistema financeiro tradicional, onde as Financeiras e os Bancos de Investimento supriam, respectivamente, crédito para o comércio e a indústria.
26. Os objetivos gerais das reformas do sistema financeiro em 1964/65 foram:

- a) Criar uma autoridade monetária única, efetivamente responsável pela política e creditícia, de forma a regular as relações entre o Tesouro, o Banco do Brasil e a SUMOC, além de dar a orientação geral às instituições financeiras privadas.
 - b) Criar novas linhas de recursos financeiros objetivando tornar o financiamento dos setores públicos e privados independentes da inflação.
 - c) Criar novos instrumentos de poupança, com rentabilidade real, de forma a:
 - i) trazer para o circuito institucionalizado poupanças dispersas nos canais especulativos, semi-legais ou ilegais;
 - ii) elevar a taxa de poupança financeira e
 - iii) estimular as empresas a reinvestirem seus lucros e/ou mobilizarem recursos não exigíveis do público.
27. Os projetos de reforma bancária apresentados desde o fim dos anos 40 explicitavam o falso argumento entre a criação de um banco central e a manutenção da SUMOC, quando o verdadeiro ponto em questão era qual seria a posição do Banco do Brasil na nova estrutura. Os principais resultados da reforma foram:
- a) A gestão centralizada pelo Banco Central era mais eficiente para lidar com as questões de política monetária e de crédito.
 - b) Isto não obstante, o Banco Central do tipo 'misto' que foi criado necessitava de um mecanismo para conciliar a emissão de moeda (pelo Banco Central) e a emissão de reservas (pelo Banco do Brasil), ligando as duas instituições. Assim, quase nada foi modificado pela reforma bancária em relação ao sistema anterior.
28. A correção monetária foi introduzida basicamente como mecanismo de elevação da taxa de juros. Por outro lado, teve que ser uma introdução parcial de forma que fosse eficiente como correção de distorções prévias. Assim, os três mecanismos de reajustes introduzidos na segunda metade dos anos 60 - as mini-desvalorizações do câmbio, a correção monetária e a 'fórmula' de aumento salarial - variaram a taxas e frequências distintas de forma a modificar os preços relativos.

29. A reforma do mercado de capitais objetivou a criação de novas fontes de fundos para as empresas e consumidores. Surpreendentemente, as discussões da Lei 4728 foram mantidas em níveis formais e irrelevantes, pouco se mencionando os pontos realmente em jogo. A idéia central era de que as Bolsas de Valores e o mercado de emissão primária de ações deveriam ser as principais fontes de capital de longo prazo; dado o suposto alto grau de endividamento das empresas em relação ao sistema bancário. O resultado no entanto, foi o surgimento e fortalecimento de instituições de crédito de médio e longo prazo, podendo-se concluir que a alavancagem das empresas brasileiras não era tão elevada como supunham as discussões da Lei. Esta e suas regulamentações posteriores criaram uma série de instituições especializadas que cobriram a maior parte das necessidades de crédito do setor privado. Tais necessidades eram por novas fontes de fundos, independente de prazo, mas desligados do sistema bancário tradicional sob permanente e estrito controle das autoridades monetárias.
30. A alocação do crédito público subsidiado também foi modificada pelo estabelecimento de 'fundos especiais' através dos quais as instituições financeiras privadas foram autorizadas a 'reciclar' fundos públicos para o setor privado, assumindo o risco operacional. No entanto, é difícil provar se os critérios microeconômicos de gestão de fundos públicos são compatíveis com os critérios de retorno social requeridos para o uso destes recursos. Por outro lado, deste sistema resultou a eliminação do subsídio direto concedido pelo Tesouro - o que era um dos principais objetivos de sua criação - mas não aliviou a pressão sobre a expansão primária de moeda dado que o subsídio não era desembolsado pelo agente financeiro governamental. Em outras palavras, neste sentido o 'déficit fiscal' tornou-se um 'déficit monetário'.
31. Diversas instituições financeiras não-bancárias foram criadas e/ou regulamentadas em 1966. Algumas instituições tornaram-se responsáveis pelo crédito ao consumo (isto é, crédito direto ao consumidor) e tiveram um importante papel na sustentação da recuperação da atividade econômica a partir de 1967. Por outro lado, a Letra de Câmbio emitida pelas Financeiras era o ativo financeiro mais popular no sistema financeiro do Brasil, através da qual foi possível elevar a taxa de poupança financeira e canalizar o fluxo de fundos para o mercado institucionalizado.
32. Um subsistema financeiro específico foi montado para reviver o mercado de hipotecas, que havia sido erodido pela inflação, com dois objetivos. Em primeiro lugar, o setor de construção civil era uma variável estratégica em relação à meta de emprego em face da sua função de produção trabalho intensiva. Em segundo lugar, era necessário tentar fechar o crescente hiato entre a demanda e a oferta de moradia,

que em 1964 elevava-se a 8 milhões de unidades. O Sistema Financeiro da Habitação (SFH) estabeleceu um programa de construção de casas de baixo custo que, no entanto, não alcançou as metas desejadas. As faixas da população de baixa renda não puderam suportar os custos atrelados à hipoteca em face da introdução da correção monetária plena. Por outro lado, o SFH recuperou uma importante fonte de recursos, as cadernetas de poupança, que por sua simplicidade, alta liquidez e garantia incondicional oferecida pelo governo, cobriu um amplo espectro de disponibilidade de poupanças, especialmente as 'poupanças populares'. A consequência foi que o SFH direcionou montantes crescentes de seus fundos ao financiamento de moradias para as classes de alta renda, enquanto o déficit habitacional total manteve-se crescente em relação ao aumento da população.

33. Os Bancos de Investimento foram projetados e estabelecidos no sentido de prover capital de giro de médio e longo prazo e de ajudar as empresas a levantar capital de risco através de operações de 'underwriting'. Ambos objetivos foram somente parcialmente (se tanto) atingidos. Os Bancos de Investimento foram autorizados a emitir CD's com características semelhantes às Letras das Financeiras, e assim o prazo médio de seus passivos não pôde ser estendido de forma a sustentar operações de empréstimos de longo prazo. Uma solução parcial foi autorizar os Bancos de Investimento a levantarem fundos no exterior (a prazos substancialmente maiores que os fundos domésticos) e reemprestarem os cruzeiros equivalentes a empresas brasileiras. Por outro lado, as operações de 'underwriting' tampouco tiveram sucesso em face das severas limitações impostas aos Bancos de Investimento quanto à composição de suas carteiras próprias. Assim, estas instituições não podiam assumir a total responsabilidade pelas novas emissões, mas apenas garantindo operações na base do 'melhor esforço'. A solução parcial veio novamente de fora do mercado financeiro, quando o Governo autorizou estes Bancos a gerirem fundos de investimento, em particular os chamados 'fundos fiscais'. Estes tinham fontes de fundos quase que compulsórios, oriundos de abatimento do imposto de renda devido por todos os contribuintes. Desta forma, o objetivo fundamental de levantar fundos de longo prazo não foi alcançado pelos Bancos de Investimento e o setor produtivo permaneceu com um hiato de recursos, preenchido pelo financiamento inflacionário.

BIBLIOGRAFIA

Livros e Artigos:

- ABREU, M. P. – Brazil and the world economy, 1930–1945: aspects of foreign economic policies and international economic relations under Vargas –Dissertação de PhD inédita, Cambridge, 1977.
- BARBOSA, R. – Finanças e políticas da República – Companhia Impressora, Rio, 1892.
- BASTOS, H. –A marcha do capitalismo no Brasil, 1500/1940 Livraria Martins Editora, São Paulo, 1944.
- BASTOS, H. – A crise comercial: aspectos da conjuntura do comércio exterior – Livraria Martins Editora, São Paulo, 1943.
- BAUMOL, W. J. – The transaction demand for cash: an inventory theoretic approach – Quarterly Journal of Economics, Novembro, 1952.
- BENNET, R. L. – The financial sector and economic development. The Mexican case – The John Hopkins Press, Baltimore, 1965.
- BERGSMAN, J. – Brazil: industrialization and trade policies – Oxford University Press, 1970.
- BONELLI, R. & Malan, P. –Os limites do possível: notas sobre o balanço de pagamento e indústria nos anos 70 – Pesquisa e Planejamento Econômico, Agosto, 1976.
- BOUÇAS, V. F. – História da dívida externa – Edições Financeiras S.A., Rio, 1950.
- BULHÕES, O. G. – O Banco Central do Brasil – Ministério da Fazenda, Biblioteca, Publicação nº 2, 1946.
- BULHÕES, O. G. – À margem de um relatório: Textos das Conclusões da Comissão Mista Brasileiro–Americana de Estudos Econômicos –Edições Financeiras S.A., Rio, 1950.
- CAIRNCROSS, A. K. – Baking in developing countries; em International Banking Summer School: the future organization of banking, Institute of Bankers of Scotland – Blackwood, Edinburgh, 1958.

- CALÓGERAS, J. P. – A política monetária do Brasil – Companhia Editora Nacional, São Paulo, 1960.
- CAMERON, R. – Banking in the early stages of industrialization: a study in comparative economic history – Oxford University Press, New York, 1967.
- CAMPOS, R. – Two views of inflation in Latin America; em Latin American issues: essays and comments; ed A. O. Hirschman – The 20th century fund, New York, 1961.
- CARLSON, R. E. – The bases of Brazilian economy; em Brazil, portrait of half continent; ed T. L. Smith – Dryden Press, New York, c. 1951.
- CARNEIRO, J. A. B. – Situation économique et financière du Brésil, 1920 – Bruxelas, 1926.
- CARREIRA, L. C. – História financeira e orçamentária do Império do Brasil desde a sua fundação – Imprensa Nacional, Rio, 1889.
- CHEVRAUX, E. W. – Financial development in Latin America during 1929, 1929.
- COOKE, M. L. – Brazil on the march – Mc Graw Hill, New York, c. 1944.
- COSTA, A. – Questões econômicas – Imprensa Nacional, Rio, 1918.
- DAIN, S. – Mudanças nos padrões de financiamento no desenvolvimento recente brasileiro – Dissertação de MSc inédita, Universidad de Chile, Santiago, 1973.
- DAVIS, H. B. – Brazil's political and economic problems – Foreign Policy Reports, New York, 1935.
- DENIS, P. – Brazil – London, 1911.
- DIAS COSTA, J. E. – A moratória brasileira e a economia nacional – Lisboa, 1936.
- DORRANCE, G. S. – Capital markets and economic development – Seminário Internacional sobre Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico, IBMEC, Rio, 1971.
- ECLA – A economia brasileira em 1966 – mimeo, 1966.
- ECLA – Auge y declinación del proceso de substitución de importaciones en el Brasil – Boletín Economico de America Latina, Março, 1964.
- ECLA – La intermediación financiera en America Latina – E/CN. 12/876, mimeo, 1971.
- EDWARDS, C. D. – Brazil's economy in the war and after; em Economic Problems of Latin America; ed S. E. Harris – Mc Graw Hill, New York, 1944.

- ECKERMAN, R. – Crescimento industrial, desemprego e o processo inflacionário no Brasil – Revista de Teoria e Pesquisa Econômica, nº 2, 1970.
- FELIX, D. – An alternative view of the 'monetarist-structuralist' controversy; em Latin America issues: essays and comments; ed A. O. Hirschman – The 20th Century Fund, New York, 1961.
- FERREIRA, E. F. – A administração da dívida pública e a política monetária no Brasil – I Seminário Internacional de Política Monetária e Administração da Dívida Pública, IBMEC, s. d.
- FONSECA, H. B. – As Instituições Financeiras do Brasil – Editora Crown, 1974.
- FREY, L. – Desenvolvimento econômico e estrutura financeira – Zahar Editores, Rio, 1961.
- FREY, L. – Investment financing and financial intermediaries – Seminário Internacional sobre Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico, IBMEC, mimeo, Rio, 1971.
- FRIEDMAN, M. – Studies in the quantity theory of money – The University of Chicago Press, 1956.
- FURTADO, C. – Características gerais da economia brasileira – Revista Brasileira de Economia, Março, 1950.
- FURTADO, C. – Uma economia dependente – Rio, 1954.
- FURTADO, C. – Formação econômica do Brasil – Fundo de Cultura, 1959.
- FURTADO, C. – Subdesenvolvimento e estagnação na América Latina – Civilização Brasileira, Rio, 1966.
- FURTADO, C. – Um projeto para o Brasil – Editora Saga, 1968.
- GAMBOA, R. R. – Desenvolvimento financeiro e fontes externas das empresas – Seminário Internacional sobre Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico, IBMEC, mimeo, Rio, 1971.
- GANNAGE, E. – Marché des capitaux et développement économique – Seminário Internacional sobre Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico, IBMEC, mimeo, Rio, 1971.
- GOLDSMITH, R. – Financial structure and development – Yale University Press, New York and Toronto, 1969.

- GORDON, L. & GROMMERS, E. L. – US Manufacturing Investment in Brazil: the impact of Brazilian Government policies 1946 – 1960 – Harvard University, Boston, 1962.
- GRAHAM, R. – Britain and the onset of modernization in Brazil 1850–1914 – Cambridge University Press, 1972.
- GROVE, D. I. – Latin American post-war inflation and balance of payments problems – Federal Reserve Bulletin, Novembro, 1948.
- GURLEY, J. G. – Review of Cameron's book 'Banking in the early stages of industrialization' – American Economic Review, Setembro, 1967.
- GURLEY, J. G. – Hacia una teoría de las estructuras financieras y el desarrollo económico; em *Desarrollo Económico y Estructura Financiera* – ed Torcuato di Tella.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. – Financial aspects of economic development – American Economic Review, Setembro, 1955.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. – Financial intermediaries and the saving investment process – *Journal of Finance*, Março, 1956.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. – Financial structure and development – *Economic Development & Cultural Change*, Abril, 1967.
- GURLEY, J. G. – Financial structure in developing economies; em *Fiscal and monetary problems in developing states* – Proceedings of the 3rd Rehovot Conference, ed D. Krivine, Praeger, 1967.
- HORSEFIELD, J. K. – Inflation in Latin America – IMF Staff Papers, 1950.
- HURLEY, E. N. – Banking and credit in Argentina, Brazil, Chile and Peru – US Department of Commerce, Washington, 1914.
- JOBIM, J. – Brazil in the making – MC Millan, New York, 1943.
- JOSLING, D. – A century of banking in Latin America – Oxford University Press, 1963.
- KAFKA, A. – Brazil; em *Banking Systems*, ed. B. H. Beckhart – Columbia University Press, 1954.
- KAFKA, A. – The Brazilian auction system – *Review of Economic and Statistics*, 1956.
- KAHIL, R. – Inflation and economic development in Brazil 1946 – 1963 – Clarendon Press, Oxford, 1973.

- KING, A. W. – Brazil: report on economic and commercial conditions – Overseas Economic Surveys, London, 1948.
- LACERDA, J. M. – Situação econômica e financeira do Brasil (1930–36) – n. e., Rio, 1937.
- LAFER, H. – O crédito e o sistema bancário no Brasil – Imprensa Nacional, Rio, 1948.
- LEFF, N. – Import constraints and development: causes of the recent decline in Brazilian economic growth – *Review of Economic and Statistics*, Novembro, 1967.
- LESSA, C. – Quinze anos de política econômica – Centro de Desenvolvimento CEPAL/BNDE, mimeo, 1964.
- LEWINSOHN, R. – O financiamento do plano SALTE – *Revista do Serviço Público*, vol. 2, 1949.
- LEWIS, A. W. – The theory of economic growth – George Allen & Unwin, London, 1957.
- LIMA, H. F. – A economia do primeiro império – *Desenvolvimento e Conjuntura*, Março, 1967.
- LOUGH, W. H. – Banking Opportunities in South America (1915) US Department of Commerce, Washington, 1915.
- LUZ, N. V. – A luta pela industrialização do Brasil – *Difusão Européia do Livro*, São Paulo, 1961.
- MANCHESTER, A. K. – British preeminence in Brazil, its rise and decline – University of North Carolina Press, 1933.
- MARQUEZ, J. – Financial institutions and economic development; em *Economic Development of Latin America*, ed. H. S. Ellis – Mc Millan, 1961.
- MORLEY, S. – Inflation and stagnation in Brazil – *Economic Development and Cultural Change*, Janeiro, 1971.
- NESS, W. – Financial market innovation as a development strategy: initial results from the Brazilian experience – *Economic Development and Cultural Change*, Abril, 1974.
- NETTO, A. D. – Alguns aspectos da inflação brasileira – *Estudos Anpes* nº 1, São Paulo, 1965.
- NETTO, A. D. – Visão Geral – FEA/USP, mimeo, 1967.

- NEVIN, E. – Capital funds in underdeveloped countries: the role of financial institutions – St Martin's Press, New York, 1961.
- NIEMEYER, O. E. – Rapport au gouvernement federal du Brésil – Paris, 1931.
- NORMANO, J. F. – Evolução econômica do Brasil – Companhia Editora Nacional, São Paulo, 1939.
- NURSKÉ, R. – Problems of capital formation in underdeveloped countries – Blackwell, Oxford, 1953.
- OAKENFULL, J. C. – Brazil: past, present and future, 1909, 1911, 1912 and 1913 – J. Bale, Sons & Dannielson Ltd., London, 1919.
- ONODY, O. – A inflação brasileira 1820/1958 – n. e., Rio, 1960.
- PATRICK, H. T. – Financial development and economic growth in underdeveloped countries – Economic Development and Cultural Change, Janeiro, 1966.
- PEREIRA, J. E. C. – A regulamentação dos empréstimos e financiamentos na política de administração do endividamento externo do Brasil – XXV Reunião da SBPC, mimeo, Rio, 1973.
- PINTO, M. – O controle do comércio externo e o desenvolvimento econômico do Brasil – Consultec, mimeo, 1962.
- PIRES DO RIO, J. – A moeda brasileira e seu perene caráter fiduciário – José Olimpio, Rio, 1948.
- PRADO JR., C. – História econômica do Brasil – Editora Brasiliense, São Paulo, 1942.
- RANGEL, I. – A inflação brasileira – Tempo Brasileiro, 1963.
- REDFIELD, A. H. – Brazil: a study of economic conditions since 1913 (1920) – US Bureau of Foreign & Domestic Commerce, Miscellaneous Series n° 86, Washington, 1920.
- RIBEIRO, C. A. – Contas das entidades que criam moeda – Econômica Brasileira, n° 2, 1955.
- RIBEIRO, C. A. – A reforma bancária brasileira – Revista do Serviço Público, vol. 12, 1948.
- RICHERS et al – O impacto da ação do governo federal sobre as empresas brasileiras FGV, 1963.

- RIPPY, J. F. – British investment in Latin America: a sample of profitable enterprises – Journal of Political Economy, Fevereiro, 1948.
- RIPPY, J. F. – A century and a quarter of British investment in Brazil – Inter American Economic Affairs, n° 1, 1952.
- RIPPY, J. F. – British investment in Latin America 1822–1949; a case study in the operation of private enterprises in retarded regions – Minneapolis, 1952.
- RÓCHA, A. – As caixas econômicas – Imprensa Nacional, Rio, 1905.
- ROLLEMBERG, L. D. – Emancipação econômica do Brasil – Livraria Martins Editora, São Paulo, 1942.
- SAMPAIO, A. – Sistemas monetários latino-americanos – Imprenta de la Universidad, Córdoba, 1943.
- SCHUMPETER, J. – The theory of economic development – Harvard Economic Studies n° 46, Harvard University Press, 1936.
- SCROGGS, W. O. – The American investment in Latin America – Foreign Affairs, vol. 10, 1932.
- SIMONSEN, M. H. – A experiência inflacionária brasileira – IPES/Committee for Economic Development, Rio, 1964.
- SIMONSEN, R. – Crisis, finance and industry – Conferência dada no Colégio Mackenzie, São Paulo, n. e., Abril 8, 1931.
- SIMONSEN, R. – História econômica do Brasil – Companhia Editora Nacional, São Paulo, 1937.
- SOCHACZEWSKI, A. C. – Consideraciones sobre la reciente evolución industrial de Brasil – Dissertação de MSc inédita, Universidad de Chile, Santiago, 1970.
- SODRÉ, N. W. – História da burguesia brasileira – Editora Civilização Brasileira, Rio, 1964.
- SOUZA COSTA, A. – Panorama econômico e financeiro da República – DIP, Rio, 1941.
- SPIEGEL, H. W. – Income, saving and investment in Brazil – Inter American Economic Affairs, 1947.
- STERN, S. – The US in International banking – Columbia University Press, New York, 1951.

- SUNKEL, O. – Um esquema geral para análise da inflação – *Econômica Brasileira*, vol. 3, nº 3/4, 1957.
- SUNKEL, O. – La Inflación chilena: un enfoque heterodoxo – *Trimestre Economico*, vol. XXV, nº 100, 1958.
- TAVARES, M. C. – Acumulação de capital e industrialização no Brasil – Dissertação de PhD inédita, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1975.
- TAVARES, M. C. – Notas sobre el problema del financiamiento de una economía en desarrollo: el caso de Brasil; em *Discusiones sobre programación monetario-financiera* – Siglo Veinteuno Editores, 1972.
- TAVARES, M. C. – Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira – Dissertação de Professor Titular inédita, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1978.
- TAVARES, M. C. & SERRA, J. – Más allá del estancamiento: una discusión sobre el estilo del desarrollo reciente en Brasil – *Revista Latinoamericana de Ciencias Sociales*, Flacso, Santiago, Julho/Dezembro, 1971..
- THE ECONOMIST – Brazil and her bondholders – vol. 121, nº 4798, 1935.
- TOBIN, J. – The interest elasticity of transaction demand for cash – *Review of Economic Studies*, Agosto, 1956.
- TOBIN, J. – Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls – *American Economic Review* (P&P), Maio, 1963.
- VIEIRA, D. T. – Evolução do sistema monetário brasileiro – FEA/USP, Boletim nº 24, 1962.
- VIEIRA, D. T. – O desenvolvimento econômico do Brasil e a inflação – FEA/USP, Boletim nº 25, 1962.
- VILLELA, A. – As empresas do governo – *Revista Brasileira de Economia*, Março, 1962.
- WALD, A. – O mercado de capitais – APEC Editora, Rio, 1970.
- WELLS, J. R. – Eurodollar, foreign debt and the Brazilian boom – XXV Reunião da SBPC, mimeo, Rio, 1973.
- WELLS, J. R. – Growth and fluctuations in Brazilian manufacturing – Dissertação de PhD inédita, Cambridge, 1977 (cópia não corrigida).
- WIRTH, J. D. – The politics of Brazilian development 1930–54 – Stanford, 1970.

- WYTHE, G. et al – Brazil, an expanding economy – The 20th century fund, New York, 1949.
- XAVIER, R. – Síntese econômico-financeira do Brasil – Kosmos, Rio, 1946.

PUBLICAÇÕES BRASILEIRAS PRIVADAS

- ADECIF – Encontro das associações das empresas de crédito, financiamento e investimento (Adecif, Acrefi, Amecif, Agrecif) – mimeo, 1967.
- ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento – Boletim Mensal.
- APEC – A Economia Brasileira e suas Perspectivas – APEC Editora, Rio.
- BANAS – Nos bastidores do setor bancário – Pesquisas Econômicas Banas S.A., 1961.
- CARTA MENSAL – Órgão oficial da Confederação Nacional do Comércio, Rio.
- D & C – Desenvolvimento e Conjuntura – Órgão oficial da Confederação Nacional da Indústria, Rio.
- OBSERVADOR ECONÔMICO E FINANCEIRO – Editora O Observador, Rio.
- REFORMAS DE BASE – Anais do Congresso para definição das reformas de base, mimeo, 1963.
- REVISTA BANCÁRIA BRASILEIRA – Editora RBB Ltda., Rio.

PUBLICAÇÕES BRASILEIRAS OFICIAIS

- ANAIS – Anais da Câmara dos Deputados.
- ANUÁRIO ESTATÍSTICO DO BRASIL – IBGE.
- BANCO DO BRASIL – Relatório Anual.
- BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – Exposição sobre o Programa de Reaparelhamento Econômico.
- CONTADORIA GERAL DA UNIÃO – Balanço Geral da União.

- CMBEU – Comissão Mista Brasileiro–Americana de Estudos Econômicos – Final Report, Washington, 1954.
- CNE – Conselho Nacional de Economia – Exposição Geral sobre a Situação Econômica.
- CONJUNTURA ECONÔMICA – Fundação Getúlio Vargas.
- CONSELHO DO DESENVOLVIMENTO – Programa de Metas – Relatório Anual.
- CONSPLAN – Conselho do Planejamento – O debate do Programa de Ação, mimeo, 1965.
- MARLANI, C. – A situação financeira do país e a Instrução 204 – Exposição do Ministro à Câmara dos Deputados – DIN, 1961.
- MINIPLAN – Programa de Ação e as Reformas de Base, vol. II – documentos EPEA nº 3, Ministério do Planejamento e Coordenação Geral, Dezembro 1965.
- MINIPLAN – Ministério do Planejamento e Coordenação Geral – Plano Decenal, Diagnóstico preliminar da situação monetária, creditícia e do mercado de capitais, 1967.
- MINIPLAN – Ministério do Planejamento e Coordenação Geral – Plano Decenal, Diagnóstico preliminar do setor de comércio internacional, 1967.
- MINIPLAN – Ministério do Planejamento e Coordenação Geral – Plano Decenal, Diagnóstico preliminar do setor industrial, 1967.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA – Sistema bancário brasileiro – Imprensa Nacional, 1947.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA – Documento de Trabalho 13 (confidencial) – Preparado pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento para o Presidente da República – 22 Fevereiro 1965.
- MOVIMENTO BANCÁRIO DO BRASIL – Serviço de Estatística Econômica – Financeira, Ministério da Fazenda.
- PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo – Documentos EPEA nº 1, 1964.
- PED – Programa Estratégico de Desenvolvimento, Diretrizes de Governo – Ministério do Planejamento, 1967.
- PLANO TRIENAL – Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social 1963–65 – Presidência da República, 1962.
- SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito – Boletim Trimestral.

SUMOC –Superintendência da Moeda e do Crédito – Relatório Anual.

PUBLICAÇÕES ESTRANGEIRAS OFICIAIS E SEMI-OFFICIAIS

BOLSA – Bank of London and South America – Fortnightly Review.

DOT – Department of Overseas Trade – Reports.

DOT – Department of Overseas Trade – Review of Commercial Conditions – London, 1944.

ECLA – Economic Commission for Latin America – Mobilization of domestic resources
– Economic Bulletin for Latin America, nº 2, 1970.

UN – United Nations – Methods of financing economic development in under developed countries, 1949.

UN – United Nations – Domestic financing of economic development, 1950.

UN – United Nations – Analysis and projections of economic development: the economic development of Brazil – UN II G 2, 1956.

US TARIFF COMMISSION – Economic Controls and Commercial Policy in Brazil – 1945.

ENTREVISTAS

A. Waddington – Banqueiro.

D. Nogueira – Ex-Presidente do Banco Central do Brasil.

C. Ribeiro – Ex-Diretor do Banco Central do Brasil.

HALLES – Entrevista com D. Nogueira; em o Caminho Brasileiro dos Bancos de Investimento – Cadernos Halles nº 5, 1970.