

**CAPÍTULO II**  
**DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL:**  
**1964 / 1984**

**INTRODUÇÃO**

O sistema financeiro no Brasil cresceu e se diversificou muito ao longo do período 1964/84. Este crescimento pode ser claramente percebido ao se observar os dados das Contas Nacionais: a participação das instituições financeiras no PIB, que era de 4,4% em 1965, atinge 6,5% em 1975 e em 1984 está na casa dos 11% (Vide tabela II.1). A questão que se coloca aqui é qual a razão e como se deu este crescimento.

A reforma bancária de 1964 pode ser considerada como a responsável pelo ponto de inflexão: de uma participação cadente no período anterior, o setor financeiro passa, a partir daí, a apresentar taxas de crescimento acima da média da economia (outros setores) e, portanto, a aumentar a sua participação. Neste processo observa-se algumas características ou melhor, alguns processos subjacentes. Diversificação dos ativos financeiros, especialização de funções entre as instituições financeiras, concentração bancária, conglomeração de instituições, internacionalização do crédito.

TABELA II.1  
PARTICIPACAO SETORIAL NO PIB E  
TAXAS DE CRESCIMENTO SETORIAIS

ANO	AGROPECUARIA		INDUSTRIA		SERVICOS		INSTIT. FINANCEIRAS	
	PART. %	TX. CRESC.	PART. %	TX. CRESC.	PART. %	TX. CRESC.	PART. %	TX. CRESC.
1965	15.91		32.54		51.55		4.38	
1966	13.29	-15.93	33.54	3.75	53.18	3.86	4.98	14.57
1967	12.78	2.43	32.49	3.17	54.74	9.63	5.06	8.19
1968	11.75	-0.02	34.66	16.04	53.60	6.50	5.04	8.38
1969	11.10	3.23	35.75	12.71	53.15	8.36	5.61	21.49
1970	10.37	18.95	32.18	14.55	47.24	13.11	5.41	22.78
1971	11.01	18.03	32.72	13.02	47.62	12.05	5.54	13.75
1972	11.07	12.69	32.74	12.20	47.14	11.01	5.41	9.51
1973	11.45	17.80	33.42	16.29	46.20	11.63	5.23	10.24
1974	11.23	6.99	34.82	13.61	46.88	10.68	5.69	18.56
1975	10.68	0.04	35.47	7.13	48.81	9.47	6.54	20.93
1976	11.45	17.72	34.98	8.26	48.50	9.09	6.98	17.09
1977	12.93	18.10	34.05	1.84	48.31	4.21	7.19	7.77
1978	10.28	-16.68	35.52	9.36	50.71	10.05	8.26	20.57
1979	9.90	3.26	36.52	10.20	51.20	8.22	8.09	4.99
1980	9.76	7.57	37.05	10.72	50.65	7.96	7.62	2.73
1981	9.13	-9.32	35.64	-6.82	54.60	4.41	10.15	29.06
1982	7.77	-14.01	35.79	1.49	56.10	3.86	10.33	2.82
1983	9.91	23.92	34.08	-7.46	57.67	-0.10	11.77	10.71
1984	10.38	10.73	35.44	9.87	56.45	3.43	11.01	-1.08

FONTE: CONTAS NACIONAIS - IBGE

O objetivo deste capítulo é explicar o processo de crescimento/desenvolvimento do sistema financeiro, principalmente no que se refere aos bancos comerciais. Nesta análise busca-se relacionar este processo aos condicionantes gerais da economia, isto é, a fase de acumulação do capital em geral, bem como enfatizar a relação deste com o Estado.

Faz-se um corte temporal onde se considera o desenvolvimento ao longo do Milagre Econômico (1968/73) e depois, na fase de reversão (1974/84). Este último período de crescimento e crise é subdividido em três subperíodos: 1974/79, onde a política econômica caracteriza-se pelo "stop and go"; 1979/80, a chamada "heterodoxia delfiniana"; e, 1981/84, no qual configura-se a política de ajuste externo.

No primeiro período, tenta-se ver a relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o crescimento econômico. No segundo, que caracteriza-se pela "ciranda financeira", em que a valorização do capital bancário praticamente perde qualquer relação com a acumulação real de capital, tenta-se relacionar o crescimento do sistema financeiro com a política econômica do governo; e mostrar como aquele foi o grande beneficiado na fase de desaceleração e recessão da economia. Antes de entrar na análise propriamente dita, far-se-á uma descrição das principais medidas da Reforma Financeira de 1964.

## II.1 - A REFORMA FINANCEIRA: 1964 - 1966

Para se entender a reforma financeira implantada no país entre 1964 - 1966, faz-se necessário uma breve digressão sobre o contexto em que ela se insere. O início dos anos 60 é marcado pela inflexão do crescimento econômico acelerado que se observou ao longo do Plano de Metas. Acompanhando a redução das taxas de crescimento da economia, assistiu-se também ao recrudescimento do processo inflacionário, com elevações contínuas na taxa de inflação que superou os 90% a.a. em 1964.

Várias foram as explicações dadas a esta crise. Podemos destacar algumas sumariamente: a reversão cíclica devido as desproporcionalidades setoriais (Singer), a falta de mercado consumidor para que pudesse se completar os estágios finais do Processo de Substituição de Importações - PSI - (Tavares); os pontos de estrangulamento que levaram ao desequilíbrio crônico do Balanço de Pagamentos - BP - e à inflação (Furtado); o desequilíbrio do setor público e as imperfeições colocadas ao livre funcionamento do mercado (Simonsen); a "contradição política principal" que relaciona crise econômica e política (Oliveira); entre outras.\* Não nos interessa aqui dizer qual é a verdadeira explicação da crise, pois cada uma aborda determinados aspectos da questão, o relevante para nós é que todas as explicações

\* Sobre as diversas interpretações da crise dos anos 60 ver Soares, P. T. P. L. (1961).

coincidem em um determinado ponto: a disfuncionalidade do sistema financeiro nacional e/ou a inexistência de mecanismos capazes de suprir as atividades produtivas com os recursos financeiros necessários.

Por que esta questão só veio ganhar destaque no início dos anos 60? Segundo Montoro Filho:

"Durante os anos 50 esta situação não criou muitos problemas. O reinvestimento de lucros, o investimento estrangeiro direto, o crédito dos bancos comerciais e de agências oficiais, e ainda as despesas governamentais, todas ajudadas pela inflação foram capazes de prover as necessidades para o crescimento do produto nacional. (...) A economia encontrou formas de satisfazer suas necessidades sem recorrer ao sistema financeiro. No início dos anos 60, entretanto, o quadro começa a se alterar. As novas características do desenvolvimento brasileiro tornaram penoso continuar a crescer sem melhorar o sistema financeiro institucional. (...) O ponto central do argumento é que na produção de bens de consumo duráveis e de capital, a necessidade financeira inicial é indivisível e bem maior do que na produção de não duráveis. O mesmo é verdadeiro com relação às vendas e ao capital de giro."<sup>2</sup>

Percebe-se que para o autor, os dois principais problemas do sistema financeiro eram: o suprimento de crédito para a acumulação (investimento), face à concentração crescente de capital e ao aumento na escala de produção; e o crédito para a circulação de mercadorias: tanto de crédito ao consumidor, devido ao aumento no valor dos bens consumidos (duráveis), como de capital de giro.

Segundo a versão oficial o grande problema aparecia devido à inflação e à interferência do governo (leis) no livre funcionamento do mercado, que faziam do sistema

---

<sup>2</sup> Montoro Filho, A. F., 1982, p. 79-81.

financeiro um "setor visivelmente retardatário da economia brasileira no início da década de 1960"<sup>3</sup>. A inflação tinha sua origem na emissão descontrolada de moeda que decorria do descontrole orçamentário do governo que levava a déficits públicos recorrentes. Resumidamente tinha-se o seguinte diagnóstico no que se refere ao sistema financeiro:

"De um lado, o controle do sistema criador de moeda era bastante precário: não havia um Banco Central, e as suas funções eram divididas entre o Tesouro Nacional, a SUMOC e o Banco do Brasil. (...) Por outro lado, a inflação combinada com a Lei da Usura, desestimulou por completo a aplicação em títulos de renda fixa: depósitos a prazo, debêntures e obrigações governamentais. Como consequência o sistema bancário particular especializou-se quase que exclusivamente no desconto de efeitos comerciais a prazo curto, raramente superior a 120 dias. A oferta de crédito a longo prazo para o financiamento industrial e para as hipotecas, se limitava a uns poucos recursos oferecidos pelas agências governamentais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e as Caixas Econômicas. (...) Novas indústrias que se haviam instalado no país, como a automobilística, a de máquinas e a de eletrodomésticos, ressentiam-se de um mecanismo que pudesse assegurar o financiamento de suas vendas pelo sistema de crédito ao consumidor. A construção residencial se tornara altamente limitada pela escassez do mercado de hipotecas. (...) E o próprio governo era vítima da corrosão do mercado de capitais, tornava-se impossível cobrir os déficits públicos pela emissão de títulos voluntariamente subscritos pelo público."<sup>4</sup>

Com base neste diagnóstico, "quatro problemas podiam ser identificados no Sistema Financeiro: a administração monetária era ineficiente por falta de uma Autoridade Monetária bem definida; o governo não dispunha de um mercado para títulos da dívida pública; os poupadores dispunham de poucas e inseguras opções para suas poupanças, as empresas

<sup>3</sup> Simonsen, M. H., 1974, p. 124.

<sup>4</sup> Simonsen, M. H., 1974, p. 124 - 125.

não contavam com formas adequadas de financiamento a médio e longo prazos".<sup>5</sup> Tem-se, portanto, que:

"em princípios da década de 1960 o quadro institucional brasileiro era francamente desfavorável ao desenvolvimento econômico. Fora os problemas da desordem política, da inflação descontrolada e dos déficits externos, o país se ressentia da falta de leis e instituições adequadas ao seu processo de crescimento. A idéia de que o Brasil reclamava Reformas de Base urgentes transformou-se em slogan demagógico no Governo Goulart, sem que no entanto surgisse qualquer proposição pragmática capaz de ajudar o desenvolvimento. A intensa atividade reformista iniciou-se, de fato, a partir da Revolução de Março de 1964, tendo representado uma das mais notáveis contribuições do Governo Castelo Branco à construção de um novo modelo econômico para o Brasil."<sup>6</sup>

A Reforma Financeira e Monetária de 1964/66 se insere neste contexto mais amplo de modificações institucionais onde outras reformas também afetariam o comportamento do Sistema Financeiro nos períodos subsequentes como a Reforma Tributária, a Reforma Cambial e a nova forma de relacionamento com o capital estrangeiro.

Pode-se classificar as principais medidas em quatro grandes grupos:

a ) instituição da correção monetária com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN),

b ) criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central (Bacen),

c ) criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e do Banco Nacional da Habitação (BNH),

<sup>5</sup> Martone, C.L., et alii, 1986, p. 13.

<sup>6</sup> Simonsen, M. H., 1976, p. 119.

d ) Reforma do mercado de capitais.

De um modo geral, esta classificação refere-se à regulamentação do mercado monetário, regulamentação do mercado financeiro e aperfeiçoamento do mercado de capitais privados.

A correção monetária veio atender a uma das principais demandas do Sistema Financeiro. A história da economia brasileira é marcada pela persistência do processo inflacionário, associado à Lei da Usura (1933), que impunha uma limitação à taxa de juros nominal ao nível de 12% a.a., e acarretava uma transferência de renda real dos credores para os devedores. Isto se constituía num entrave ao desenvolvimento do sistema financeiro e impedia a concessão de créditos a prazos mais longos.

O sistema financeiro havia começado a se adequar no final da década anterior fugindo da limitação imposta pela lei através da exigência de "reciprocidades".

"Para contornar a Lei da Usura, que teoricamente os rege, os bancos comerciais se valem de três artifícios principais:

- a) juros cobrados por fora: esse é o artifício mais grosseiro e consiste na cobrança de juros extras sem qualquer escrituração contábil pelo banco e pelo mutuário,
- b) sobrecarga nas comissões bancárias: os bancos além dos juros cobram dos mutuários diversas comissões (de abertura de crédito, de cobrança, etc). Essas comissões devidamente infladas elevam a taxa efetiva de juros muito acima dos limites da Lei da Usura. Vem sendo o artifício mais amplamente utilizado,
- c) Conta vinculada: este método, o mais refinado dos três, consiste em o banco exigir que o mutuário contraia um empréstimo maior do que necessita, em

montante ou em prazo, ficando uma parte depositada em conta vinculada, até a liquidação da dívida"<sup>7</sup>

E inicia-se também um "mercado paralelo" de letras de câmbio que burlava a restrição, ao serem vendidas no lançamento, com um forte deságio. Simonsen (1976) coloca que esta falha institucional, a qual ele chama de "ficção da moeda estável"<sup>8</sup>, seria o maior problema para o desenvolvimento do sistema financeiro. Ao se instituir a correção monetária, estendendo-a aos contratos financeiros, elimina-se o "sonho" da estabilidade da moeda, e joga-se fora qualquer restrição que se quisesse impor sobre a taxa de juros nominal. A correção monetária não é considerada um rendimento, ela apenas atualiza os valores, assim não faz sentido limitá-la. Elimina-se por essa via, a transferência de renda real aos devedores, tirando o "ônus" do Sistema Financeiro. Além disso, ao garantir taxas de juros reais positivas, "o princípio da correção monetária, inicialmente aplicado às Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, depois às letras imobiliárias e mais tarde aos demais títulos privados, criou uma nova modalidade de aplicação capaz de atrair poupanças privadas em escala substancial, mesmo numa conjuntura inflacionária: o título de renda real fixa."<sup>9</sup> Este garantiria "o fluxo constante de recursos no sentido poupança-investimento."<sup>10</sup>

<sup>7</sup> Brasil, Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica (MPCE)/ EPEA, 1966, p. 70.

<sup>8</sup> Simonsen, M. H., 1976, p. 119.

<sup>9</sup> Simonsen, M. H., 1976, p. 126.

<sup>10</sup> Brasil, MPCE - EPEA, 1966, p. 131.

montante ou em prazo, ficando uma parte depositada em conta vinculada, até a liquidação da dívida"<sup>7</sup>

E inicia-se também um "mercado paralelo" de letras de câmbio que burlava a restrição, ao serem vendidas no lançamento, com um forte deságio. Simonsen (1976) coloca que esta falha institucional, a qual ele chama de "ficção da moeda estável"<sup>8</sup>, seria o maior problema para o desenvolvimento do sistema financeiro. Ao se instituir a correção monetária, estendendo-a aos contratos financeiros, elimina-se o "sonho" da estabilidade da moeda, e joga-se fora qualquer restrição que se quisesse impor sobre a taxa de juros nominal. A correção monetária não é considerada um rendimento, ela apenas atualiza os valores, assim não faz sentido limitá-la. Elimina-se por essa via, a transferência de renda real aos devedores, tirando o "ônus" do Sistema Financeiro. Além disso, ao garantir taxas de juros reais positivas, "o princípio da correção monetária, inicialmente aplicado às Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, depois às letras imobiliárias e mais tarde aos demais títulos privados, criou uma nova modalidade de aplicação capaz de atrair poupanças privadas em escala substancial, mesmo numa conjuntura inflacionária: o título de renda real fixa."<sup>9</sup> Este garantiria "o fluxo constante de recursos no sentido poupança-investimento."<sup>10</sup>

7 Brasil, Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica (MPCE)/ EPEA, 1966, p. 70.

8 Simonsen, M. H., 1976, p. 119.

9 Simonsen, M. H., 1976, p. 126.

10 Brasil, MPCE - EPEA, 1966, p. 131.

A criação das ORTNs, um título público federal com correção monetária buscava a formação de um mercado para este tipo de papel. Desta forma, criar-se-ia uma alternativa de financiamento não inflacionário para o setor público e, permitir-se-ia a utilização das operações de open-market como instrumento de política monetária. A constituição desse mercado só seria possível se houvesse um título que resgatasse a credibilidade dos "papéis" do governo, oferecendo rentabilidade e segurança; é esta lacuna que as ORTNs vêm preencher.

O Conselho Monetário Nacional (CMN), que foi criado em 31/12/1964 pela Lei 4595, veio a substituir o antigo Conselho da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito). Constitui-se em um órgão normativo que estipula metas à política monetária. Nesta lei foi também criado o Banco Central do Brasil (BACEN) com a função de executor da política monetária. Este último foi criado a partir da absorção das Carteiras de Câmbio e Redesconto do Banco do Brasil (BB) e do Serviço de Meio Circulante (emissão monetária) do Tesouro Nacional (TN). Os recursos para a implantação do BACEN viriam do BB através da Conta Movimento. O objetivo básico desta lei era dar às Autoridades Monetárias um poder de controle independente sobre a política monetária.

Este objetivo esbarra de início na própria "Conta Movimento", "pela qual o Banco do Brasil passa a financiar

---

seus desequilíbrios de caixa automaticamente junto ao Banco Central."<sup>11</sup> E além disso, "a 'autonomia' do Banco Central, desde sua origem é submetida às decisões do Conselho Monetário Nacional."<sup>12</sup> O BB não perdeu, portanto, seu "status" de Autoridade Monetária, pois ele constituiu-se no agente bancário. Assim sendo ele continuou a executar os serviços de compensação de cheques, depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais e caixa do BACEN e Tesouro Nacional (TN). Estes três órgãos constituem-se nas Autoridades Monetárias: CMN (normativo), BACEN (executor) e BB (agente bancário). A última peça desse arcabouço era o Orçamento Monetário o qual deveria mostrar (sintetizar) as contas de gestão da política monetária feita pelas Autoridades Monetárias.

Gerou-se daí uma confusão institucional, um estranho inter-relacionamento entre BACEN - BB - TN. Esta confusão se encontrava explícita na chamada Conta-Movimento, na Lei Complementar nº 12, pela qual o BACEN se tornava o responsável pela administração da dívida pública do TN, e nas operações de fomento e apoio financeiro às atividades produtivas que eram administrados pelo BACEN e BB. Com este inter-relacionamento, dificulta-se qualquer tentativa de controlar, analisar ou mesmo entender, não só a política monetária como também a política fiscal.

<sup>11</sup> IESP - FUNDAP, 1988-A, p. 12.

<sup>12</sup> *Ibid*, p. 12.

Outro ponto da reforma foi a Lei 4.320 de 21/08/1964 que criou o Sistema Financeiro da Habitação. Criou-se também o BNH (Banco Nacional da Habitação) que deveria financiar projetos sociais de habitação, as Sociedades de Crédito Imobiliário, autorizou-se o funcionamento das Associações de Poupança e Empréstimo a nível regional e criaram-se as letras imobiliárias. Assim, "o crédito imobiliário foi contemplado com um subsistema à parte onde o BNH cumpria o papel de "banco dos bancos" para seus "agentes" financeiros: as caixas econômicas, sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo"<sup>13</sup>. Este novo arcabouço institucional tinha o objetivo, segundo as autoridades governamentais, de eliminar o enorme déficit habitacional existente, que julgava-se ser devido à falta de financiamento para o setor.

Os recursos para o subsistema da habitação vinham do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), uma poupança compulsória de 8% sobre o salário, que vinha substituir a antiga lei sobre Estabilidade e Indenização do Emprego. Este fundo seria gerido pelo BNH. Além da poupança compulsória, houve um grande incremento na captação de poupança voluntária pelas cadernetas de poupança que agora ofereciam correção monetária e mais um rendimento real. Foi sobre essa base de recursos e esta estrutura que se desenvolveu o SFH. O seu caráter social logo foi esquecido, passando a

---

13 *Ibid.*, p. 11.

financiar basicamente moradia para as classes média e alta e a ser utilizado na especulação imobiliária.

O último ponto na montagem do arcabouço institucional para o funcionamento do sistema financeiro foi a Lei da Reforma do Mercado de Capitais (Lei 4.728 de 14/07/1965). Esta lei veio a disciplinar o funcionamento do mercado de títulos privados.

A atuação das instituições financeiras ficou subordinada ao controle, fiscalização e regulamentação do BACEN. A emissão de haveres financeiros e sua negociação só poderiam ser feitas pelas instituições autorizadas pelas Autoridades Monetárias, a trabalhar no Sistema Financeiro.

"Buscou-se um modelo inspirado em exemplos de países desenvolvidos, com base na criação de instituições especializadas, que atenderiam segmentos específicos do mercado de crédito a partir de instrumentos de captação diferenciados."<sup>14</sup> As financeiras se restringiram ao crédito ao consumidor através da venda de Letras de Câmbio. Os Bancos de Investimento, também criados nesta lei, deveriam se ocupar de fornecer crédito a médio e longo prazo, através da captação de depósitos à prazo e recursos provenientes do exterior (Resolução 63).

A lei ainda disciplinou o mercado de distribuição de títulos, restringindo-os à Bolsa de Valores e regulou o funcionamento dos membros desta: corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Em termos gerais, o mais

<sup>14</sup> *ibid.*, p. 10.

importante na Lei da Reforma do Mercado de Capitais foi trazer o "mercado paralelo" para o controle/regulamentação do Estado e disciplinar a atuação de novos segmentos, daí a segmentação/especialização do setor. Como exemplo deste "enquadramento" do "mercado paralelo" tem-se o caso das financeiras (antigas Sociedades de Crédito e Financiamento).

"As sociedades de crédito e financiamento que vinham operando sem controle desde vários anos, e escapando à lei da usura mediante expedientes diversos, se multiplicam rapidamente depois de 1963, mais do que dobrando seu número em três anos e operando de forma inteiramente inorgânica, inclusive em mercados paralelos ilegais. Em 1966, com o início do registro obrigatório e um enquadramento legal mais intenso de sua forma de operação, alcançam seu ponto máximo de proliferação (291 companhias) e a partir daí declinam constantemente pelo mesmo processo de desaparecimento, fusão e reconcentração."<sup>45</sup>

Alguns outros elementos na reforma foram. a gama de incentivos fiscais fornecidos para dinamizar o mercado de capitais e, as leis voltadas a captação externa. Os incentivos fiscais foram dados tanto para os aplicadores através de deduções no Imposto de Renda, abatimentos na renda bruta, Decreto Lei 157, etc, como para as empresas abrirem seus capitais.

Quanto à captação externa,

"um ponto relevante presente nas Reformas era a aproximação que se buscava entre a intermediação financeira doméstica e a internacional. Com base no propósito de captar "poupanças externas", ... buscou-se viabilizar formas de acesso das empresas não-financeiras ao crédito em moeda estrangeira. A expressão máxima desse movimento foi a Resolução no.

<sup>45</sup> Tavares, M. C., 1975, p. 226.

63/ 1967 do BACEN, possibilitando às instituições financeiras domésticas a intermediação de repasses externos a empresas locais que não dispunham de acesso direto ao Sistema Financeiro Internacional. A outra modalidade de acesso aos financiamentos externos - de forma direta empresa-sistema financeiro - já havia sido regulamentado pela Lei no. 4.131, de 1962"<sup>16</sup>

Estas duas leis viabilizariam o processo de endividamento externo que se iniciou no período seguinte.

Em termos gerais, esta foi a reforma financeira implementada no país. Segundo Simonsen, "a criação de um sistema financeiro que fornecesse o necessário suporte financeiro ao desenvolvimento econômico do país deve considerar-se uma das realizações mais imaginativas dos governos posteriores a 1964, particularmente do Governo Castelo Branco"<sup>17</sup>.

A questão que se coloca é até que ponto este conjunto de reformas propiciaram este sistema financeiro "idealizado"? Ao se considerar como principais objetivos da reforma 1) um maior controle e independência na condução da política monetária e 2) o suprimento das atividades produtivas com recursos financeiros adequados, ou seja, a criação de um vínculo entre atividade produtiva e financeira, até que ponto estes objetivos foram atingidos?

Esta reforma e a subsequente condução da política econômica pelo Estado desencadearam alguns processos tais como a concentração bancária, a conglomeração do SFN, a internacionalização do crédito, etc. Além disso, colocou-se

<sup>16</sup> IESP - FUNDAP, 1988-A, p. 41.

<sup>17</sup> Simonsen, M. H., 1976, p. 126.

alguns problemas adicionais na economia: inflexibilidade da taxa de juros, diferentes unidades de conta (títulos pós e pré-fixados), diferencial de taxa de juros a nível interno e externo, concentração da poupança financeira nas mãos do Estado, etc. A forma como se desenvolveu o sistema financeiro a partir desse novo arcabouço institucional é o objeto das próximas seções.

## II.2 - MILAGRE ECONÔMICO: 1967 - 1973

Um dos principais problemas apontados como entrave ao desenvolvimento econômico brasileiro no início da década de 60 foi a falta de um sistema financeiro que viabilizasse a acumulação de capital. A estrutura de financiamento da economia era completamente débil em relação ao estágio de desenvolvimento das forças produtivas. O Estado possuía uma base tributária não condizente com o seu papel na economia. A outra fonte de financiamento era a inflacionária, o mercado de títulos públicos era praticamente inexistente, não havendo assim, a alternativa de financiamento não-inflacionário através da colocação de títulos públicos. O financiamento do setor privado se dava basicamente pelo confisco cambial (transferência de renda da agricultura para a indústria) e alta taxa de exploração da força de trabalho. A principal fonte de recursos era a própria reinversão dos lucros.

Dentro deste quadro, percebe-se realmente que a estrutura de financiamento constituía-se num entrave ao desenvolvimento econômico. O sistema financeiro deve cumprir alguns papéis na acumulação, concentrar o capital monetário ocioso em suas mãos e transferi-lo aos investidores, eliminando, assim, as "barreiras" à acumulação. Dinamizar a

circulação de mercadorias, no consumo, ao permitir o endividamento familiar e, na produção, ao fornecer capital de giro às empresas. Orientar os investimentos a atividades mais lucrativas e dessa forma diminuir as desproporcionalidades setoriais.

Antes das reformas do governo Castello Branco, nenhuma dessas funções eram satisfeitas. E depois? Pode-se dizer que o SF (Sistema Financeiro) que emerge da reforma, permitiu a dinamização da circulação de mercadorias mas, ficou longe de financiar a acumulação, isto é, crédito de longo prazo para investimento. Os bancos de investimento, que seriam aqui o elemento chave, restringiram-se ao financiamento do capital de giro das empresas com créditos de médio prazo. Os créditos de longo prazo continuaram vinculados às agências estatais, basicamente os bancos de desenvolvimento.

Aqui se coloca uma questão: até que ponto as alterações na estrutura de financiamento da economia foram determinantes para a retomada do crescimento e, para a obtenção de taxas recordes no período? Pode-se considerar três mudanças importantes neste sentido: a primeira é o grande crescimento da arrecadação do Estado devido à reforma tributária, o que permitiu ao Estado ampliar seus gastos, constituindo-se num dos principais elementos para dinamizar o crescimento. A segunda é no que se refere ao SFH, a grande massa de recursos que a este se destinou, devido à criação das poupanças compulsórias e ao crescimento das aplicações voluntárias em cadernetas de poupança e letras imobiliárias,

permitindo o aumento do financiamento voltado à construção civil que foi um dos carros-chefes do "milagre". A terceira alteração relevante diz respeito ao crédito ao consumidor fornecido pelas financeiras, este, ao permitir o endividamento familiar, dinamizou o mercado de bens de consumo duráveis que foi o setor líder do crescimento. O setor de bens de capital veio a reboque e, já numa fase posterior, a partir de 1970, caracterizou-se sempre por uma grande dependência da demanda estatal.

Um ponto que merece ser verificado é se o processo de endividamento externo que se inicia nesse período teve ou não impacto positivo para o crescimento. A justificativa oficial é de que sim, que apenas com o recurso à poupança externa foi possível atingir os níveis de crescimento do período. Esta é uma questão inconclusa e precisa uma análise mais atenta.

Outro ponto a ser analisado é o funcionamento do sistema financeiro no que se refere à estrutura dos ativos financeiros, a captação de recursos e, a concessão de empréstimos.

Esta seção será dividida da seguinte forma. Primeiro apresentar-se-á a Estrutura/Organização do Sistema Financeiro, a segmentação, a concentração bancária e a conglomeração. No segundo item analisa-se o funcionamento do SF e finalmente a relação com o SF internacional e, o papel do endividamento externo.

## II.2.1 - ORGANIZAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO

A reforma financeira pautou-se no sentido da especialização das instituições financeiras. Costuma-se dividir o setor em monetário e não-monetário.

O sistema monetário compreende as Autoridades Monetárias: CMN (normativo), BACEN (executor) e BB (agente bancário) e, bancos comerciais. As Autoridades Monetárias são responsáveis pela condução da política monetária, definição de metas para expansão dos meios de pagamentos (moeda e crédito), operações de mercado aberto, etc, além de fiscalizar (e regulamentar sobre) o funcionamento de todo o sistema financeiro. Os bancos comerciais, oficiais e privados, fazem parte do sistema monetário devido ao fato de poderem criar moeda, através do chamado multiplicador bancário, transformando depósitos em crédito e assim sucessivamente (depósito - crédito - depósito, etc). Este é o segmento dominante do sistema financeiro. Uma vez que o passivo dessas instituições constitui-se principalmente por dívidas à vista - os depósitos à vista da sociedade - suas operações tendem a se concentrar no curto prazo. Assim, este segmento concentra basicamente os financiamentos de curto prazo.

A outra parte do SF corresponde ao chamado sistema não-monetário. Este se divide em quatro grupos principais: SFH, Bancos de Investimento; Bancos de Desenvolvimento, e, Instituições do Mercado de Valores.

O SFH tem como principais instituições o BNH (extinto em 1986), a Caixa Econômica Federal (CEF), as Caixas Econômicas Estaduais (CEE), as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI) e, as Associações de Poupança e Empréstimos (APE). A fonte de recursos para este segmento são: a poupança compulsória (FGTS), os depósitos voluntários de poupança (cadernetas de poupança) e a venda de letras imobiliárias. O destino destes recursos é o financiamento da aquisição da casa própria e obras de saneamento básico, constituindo-se em crédito de longo prazo.

Os Bancos de Investimento e as Financeiras compõem as Agências Financeiras não-Monetárias. As financeiras operam no segmento de crédito ao consumidor (para aquisição de bens de consumo duráveis) através da venda de letras de câmbio. Os Bancos de Investimento, originariamente concebidos como forma de dinamizar o mercado de capitais e preencher a lacuna do sistema no que se refere a concessão de créditos de longo prazo, acabaram se restringindo aos créditos de médio prazo para financiar o capital de giro das empresas. A fonte de captação desses bancos são os depósitos à prazo e recursos externos via Resolução 63.

O terceiro grupo, os bancos de desenvolvimento, é o responsável pelo crédito de longo prazo. São agências governamentais, federal - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) - e estaduais - bancos de desenvolvimento estaduais, exemplo: BADESP. Grande parte dos fundos (FINAME, FINEP, etc) opera com recursos oficiais

e são repassados a outras instituições, em geral, bancárias. Alguns fundos, créditos de longo prazo, são administrados pelo BB e BACEN, por exemplo o FUNAGRI, e assim torna-se difícil avaliar o montante de empréstimos de longo prazo.

O último segmento, as Instituições do Mercado de Valores, são as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as Bolsas de Valores, as sociedades de investimento, as instituições de previdência privada, as seguradoras, os fundos 157, etc. Estas agências são aplicadoras de recursos em títulos e valores emitidos por entidades financeiras e por empresas do setor industrial e comercial. Operam principalmente no mercado acionário. A atuação dessas entidades se dá sob a fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Percebe-se por esta explanação que a reforma financeira buscava a uma segmentação do mercado e a uma especialização das funções das instituições financeiras. Outro ponto a se notar é que o setor privado não se engajou na concessão de crédito a longo prazo, este continuou vinculado ao Estado através dos bancos de desenvolvimento. Os Bancos de Investimento que deveriam vir a atuar neste segmento passaram a concorrer no mesmo mercado que as financeiras levando a uma divisão deste segmento. Com isto, a importância deste ficou bem aquém da imaginada. O principal segmento continuou sendo o dos bancos comerciais e, é em torno destes que girará o processo de conglomeração no setor.

### II.2.1.1 CRESCIMENTO DO SETOR FINANCEIRO

O crescimento do sistema financeiro pode ser percebido claramente ao se observar a participação das instituições financeiras na Renda Interna (Vide Tabela II.1). Tal crescimento é também observado ao se analisar as relações Haveres Financeiros / PIB e Empréstimos do Setor Financeiro / PIB. Utilizando estas duas relações, percebe-se pela primeira a queda de importância dos haveres monetários em favor dos não-monetários, e pela segunda a queda de importância do sistema bancário. A relação Haveres Financeiros/PIB passa de 23,7% em 1965 para 42,6% em 1973. Quanto à relação Empréstimos do Sistema Financeiro ao setor privado/PIB esta aumenta de 17,9% em 1964 para 46,9% em 1973.

Outro ponto a se analisar nesse processo de crescimento é o comportamento do número de agentes financeiros. O número de instituições financeiras cresceu ao longo do período 1964/74. Este crescimento se deve basicamente ao aparecimento de novos tipos de instituições que não existiam antes da Reforma. As instituições existentes no período anterior, 1965, eram apenas os bancos comerciais (331), os bancos de desenvolvimento (2), o BNH (criado em 1964), as caixas econômicas (26 - 22 federais que depois foram unificadas pelo Decreto -Lei 759 de 12/8/1969 e 4

TABELA II.2

## NUMERO DE INSTITUICOES FINANCEIRAS 1964 - 84

DISCRIMINACAO	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
BANCOS COMERCIAIS	328	320	297	249	217	192	181	155	128	115	109	106	106	107	107	108	111	111	114	113	111
BANCOS DE INVESTIMENTO	-	-	7	21	21	29	30	40	44	45	41	40	39	39	39	39	39	39	39	39	39
SOC. CRED. FIN. E INV.	134	202	272	247	235	203	212	170	157	152	150	142	135	125	119	118	115	115	115	114	112
BANCOS DE DESENVOLVIMENTO FEDERAIS	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
ESTADUAIS E REGION.	-	-	-	-	-	-	10	10	10	11	12	12	13	13	13	13	13	13	13	13	13
ASSOC. DE POP. E EMP.	-	-	-	-	21	32	32	34	34	36	36	36	36	36	36	38	36	35	25	22	12
SOC. DE CRED. INOB.	-	-	2	22	25	34	44	45	46	44	46	42	40	40	40	45	53	56	64	76	74
DISTRIBUIDORAS	-	-	-	-	556	576	573	569	568	569	567	552	527	509	447	468	461	440	434	426	411
CORRETORAS	-	-	-	254	377	394	404	421	417	414	396	380	362	327	290	265	271	262	255	259	266
SOC. SEGURADORAS	144	151	157	156	157	358	157	157	126	110	100	98	96	95	95	95	95	95	95	95	95
SOC. INVEST.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	7	10	11	11	14	13	13	11	11
SOC. ARREND. MERC.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	51	55	56	57	57	56	57	56	56

FONTE: RELATORIOS ANUAIS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

estaduais), financeiras (202) e Companhias de Seguro (151). (Ver Tabela II.2).

O crescimento posterior deve-se principalmente ao aparecimento das instituições do mercado de valores. O número de Companhias de Seguro não cresceu no período. As Sociedades Corretoras aparecem com 254 estabelecimentos em 1967 e saltam para 421 em 1971. As distribuidoras aparecem em 1968 com 556 instituições, apresentando um pequeno crescimento, atingindo 569 em 1971. As sociedades de investimento que surgem com 9 instituições em 1967, decresce e são apenas 2 em 1971. O número de Bolsas de Valores passou de 10 em 1967 para 16 em 1971.

Aém deste segmento percebe-se um aumento no número de instituições em outros setores. Os novos tipos de instituições apresentam o seguinte comportamento. Bancos de Investimento eram 7 em 1966, 21 em 1968 e 45 em 1973; existiam duas Sociedades de Crédito Imobiliário em 1966 passando para 25 em 1968 e 44 em 1973, as Associações de Poupança e Empréstimos que eram 21 em 1968 passam para 36 em 1973. Os Bancos de Desenvolvimento passam de 4 em 1968 para 11 em 1973. Quanto às caixa econômicas surge apenas uma no período. Já as financeiras sofrem uma diminuição acentuada, passando de 247 em 1967 para 152 em 1973. Este processo de retração no número de financeiras deve-se a regulamentação do mercado. Num primeiro momento houve um grande crescimento no número de instituições devido à legalização das instituições que operavam no mercado paralelo. Após o

"enquadramento" inicia-se o processo de saneamento do segmento através da concorrência, em que apenas as mais fortes sobrevivem, ocorrendo o processo de concentração no segmento. O principal processo, no entanto, é o de concentração bancária. O número de sedes cai de 217 em 1968 para 115 em 1973. É este processo que será analisado a seguir. (Vide Tabela II.2).

Até 1964, o setor financeiro restringia-se basicamente ao setor bancário, além das financeiras que eram de pequena importância. Isto pode ser comprovado pela participação dos empréstimos do sistema bancário no total do crédito ao setor privado que era de 80% em 1964. A importância do setor bancário também é vista em relação aos haveres financeiros possuídos pelo público, em 1960 a participação dos haveres monetários (papel moeda e depósitos à vista) no total era 93%.

Nessa época, a operação dos bancos era basicamente captar a moeda em poder do público e repassá-los em empréstimos. A diferença entre as taxas de captação e aplicação é o lucro dos bancos. Lembremos que a Lei da Usura impunha limites à remuneração dos depósitos, limites estes burlados nos empréstimos através da exigência de reciprocidades e outros artifícios. Deste modo, a concorrência pelos recursos no setor bancário se dava pela ampliação no número de agências, ou seja, o deslocamento do banco para a porta do depositante. Quanto maior a massa de depósitos que o banco conseguisse manipular, dado o alto

"spread", maior o poder de acumulação deste. Como havia a limitação sobre o preço, a concorrência foi pela expansão territorial, uma forma ineficiente<sup>18</sup>. Como coloca Montoro Filho:

"O crescimento da demanda de crédito a partir de fins da década de 50 gerou importantes reações na economia. Em primeiro lugar, os bancos comerciais procuraram aumentar seus empréstimos e/ou taxa de juros. Para aumentar a oferta de fundos, eles haveriam de obter mais recursos do mercado. Se não houvesse limitação de taxa de juros, as pressões seriam no sentido de aumento na taxa de captação, na taxa de aplicação e, provavelmente na quantidade de empréstimos. Como havia regulamentação de taxa de juros, os bancos comerciais procuraram conseguir mais depósitos à vista aumentando o volume de serviços prestados aos clientes, o número de agências, suas despesas de propaganda e outras formas de non-price competition. Estas atividades implicam aumentos de custo, (...) seria preciso elevar o retorno sobre as aplicações. Como havia a lei da usura ... os bancos comerciais encontraram diversas formas de contornar essa limitação"<sup>19</sup>.

O que permitia uma base ampliada para esse tipo de operações do setor bancário era o fato de os déficits públicos recorrentes serem financiados basicamente pela emissão monetária. Assim, sobre essa base monetária crescente, crescia o setor.

No final da década de 50 já se iniciava o processo de concentração bancária, com algumas restrições impostas pela SUMOC para a abertura de novas agências. Este processo ganha

18 Ineficiente no sentido de alocação dos recursos globais da economia, uma vez que com os preços tabelados, o sistema de preços não pode funcionar como mecanismo alocativo eficiente na forma postulada pelos modelos de equilíbrio geral. Em termos da empresa individual, dada a restrição que a elas se colocava era uma forma de maximização de lucro e, portanto, eficiente.

19 Montoro Filho, A. F., 1982, p. 93.

fôlego a partir de 1964, sendo este um objetivo explícito das Autoridade Monetárias.

"O número de sedes de bancos vem se reduzindo desde 1954; a orientação seguida anteriormente pela SUMOC e mantida pelo Banco Central tem sido a de promover a expansão dos serviços bancários que deve acompanhar a evolução do país, mediante o aumento da rede de estabelecimentos existentes, evitando-se uma proliferação das sedes, o que tenderia a dificultar a orientação do Sistema Bancário pelas Autoridades. Com esse sentido são inclusive promovidos entendimentos com bancos interessados na incorporação do ativo e passivo de estabelecimentos cuja situação não é considerada suficientemente sólida" <sup>20</sup>

A justificativa oficial para a necessidade da concentração no setor era a busca de maior eficiência. Nesta lógica, a hipótese por trás é a existência de economias de escala no setor <sup>21</sup>. Ao se reduzir os custos operacionais dos bancos devido a concentração, estes ganhos seriam repassados à sociedade pela redução no custo dos empréstimos.

A partir deste diagnóstico, várias medidas foram tomadas para favorecer a concentração.

"Pode-se classificar o processo de concentração de duas formas: direta ou induzida e indireta ou refletida. A forma direta ou induzida é aquela representada pelas deliberações das autoridades governamentais através de estímulos às fusões e incorporações, complementadas pelas regulamentações do Banco Central na concessão de cartas-patente para agências, criação das agências pioneiras, etc. É a forma indireta ou refletida é aquela inerente à própria expansão do capitalismo monopolista no Brasil, no período pós-64, orientado pelas políticas de estabilização das autoridades governamentais." <sup>22</sup>

<sup>20</sup> Brasil, MPOE - LPEA, 1964 p. 183.

<sup>21</sup> Vários estudos foram feitos para avaliar a existência ou não de economias de escala no setor. Entre outros ver: Bouzan (1972), Carneiro (1982), Marques (1982), etc.

<sup>22</sup> Marques, 1982, p. 41.

A forma direta ou induzida se refere aos incentivos explícitos oferecidos pelo governo às fusões e incorporações. Estes eram benefícios fiscais e creditícios aos incorporadores. Este objetivo do governo chegou ao ápice quando em julho de 1971 foi criada a Comissão de Fusão e Incorporação de Empresas (COFIE). Outro fator importante para às fusões/incorporações foi a política do governo para a concessão de cartas-patentes. No período em que a concessão destas cartas estava proibida, gerou-se um mercado entre os bancos, pois a única forma para se abrir uma nova agência, era adquirindo uma carta-patente de outro banco. Com isso beneficiaram-se os grandes bancos. Outras formas utilizadas foram: exigência de capital mínimo, mudanças no recolhimento compulsório, etc.

No que se refere ao processo indireto, pode-se dizer que a "concentração" foi uma característica de todos os ramos da economia no período. A concorrência entre capitais por si só gera um processo de concentração. Algumas políticas governamentais, não voltadas diretamente para as fusões e incorporações, tiveram impacto sobre esse processo. O principal exemplo é o da taxa de juros. O tabelamento dos juros em 1967, associado a "um agudo processo de competição por recursos e clientes que elevou os custos financeiros de operação"<sup>23</sup>, fez com que vários bancos, com estrutura financeira mais débil, fossem incorporados pelos maiores.

---

<sup>23</sup> Tavares, H. C., 1975, p. 225.

Não se aprofundará a análise da forma como se deu a concentração, em cada um de seus passos. A questão é que isto é um fato e se constituía em objetivo explícito do governo. Em 1964, o número de bancos era 328, passando a 109 em 1974. Dentro destes, os bancos privados diminuíram de 327 para 72 (Vide Tabela II.3).

O total de incorporações/fusões entre 1964/76 foi de 220, sendo 205 incorporações e 15 fusões (Vide dados em Marques, 1982). A maior parte desse processo está concentrado entre 67/73; a partir daí, o processo praticamente se estancou e iniciou-se a fase de saneamento.

O comportamento no número de agências foi o seguinte: 7717 em 1970, 7931 em 1973 e 11251 em 1980 (Vide Tabela II.3). Percebe-se que, no período de maior concentração (1967/73), o número de agências praticamente não mudou, comprovando que a proibição de novas cartas-patentes se constituiu num grande estímulo ao processo. A partir do momento em que o processo já praticamente se estagnava, retomou-se o crescimento vigoroso do número de agências. Tudo isso beneficiou basicamente os grandes bancos que aumentaram sobremaneira seu poder de captação e concorrência. O Bradesco e o Itaú por exemplo chegaram em 1980, respectivamente com 1241 e 836 agências, quase 20% do total; se considerarmos apenas os bancos privados, esta participação vai para 30%.

Esta concentração se espelha também na participação em termos de depósitos, empréstimos e patrimônio líquido. A

TABELA II.3

## BANCOS COMERCIAIS - MATRIZES E AGENCIAS

ANO	OFICIAIS						PRIVADOS						TOTAL		
	FEDERAIS			ESTADUAIS			NACIONAIS			ESTRANGEIROS					
	MATR.	AGENC.	MATR. : AGENC.	MATR.	AGENC.	MATR. : AGENC.	MATR.	AGENC.	MATR. : AGENC.	MATR.	AGENC.	MATR. : AGENC.			
1964	1	328							328	1540				329	1868
1970	1	699	3	135	25	1307			144	5541			8	35	7717
1971	1	745	3	137	24	1340			119	5600			8	35	7857
1972	1	781	3	140	24	1343			92	5606			8	34	7904
1973	1	793	3	141	24	1457			79	5506			8	34	7931
1974	1	969	3	149	24	1673			72	5495			9	34	8320
1975	1	962	3	148	24	1745			69	5655			9	34	8544
1976	1	1127	3	151	23	1865			69	5799			10	36	8978
1977	1	1227	3	154	23	1992			70	6312			10	37	9722
1978	1	1235	3	228	23	2176			68	6546			12	37	10222
1979	1	1136	3	229	23	2347			68	6863			13	38	10613
1980	1	1137	3	242	23	2549			67	7285			17	38	11251
1981	1	1270	3	258	23	2872			67	7758			17	38	12196
1982	1	2403	3	294	24	3080			69	8325			18	39	14141
1983	1	2400	3	284	24	3113			66	8570			19	59	14426
1984	1	2401	3	310	24	3123			64	8843			19	59	14736

FONTE: RELATORIOS ANUAIS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

participação dos quatro maiores bancos privados em cada um destes itens era em 1965 de 15%, 14% e 11% respectivamente, e em 1974 passa para: 28%, 22% e 19%<sup>24</sup>.

A principal consequência da concentração bancária foi o aumento de poder dos grandes bancos, que devido à fragilidade no período anterior assumiam um papel secundário na economia. Com a concentração neste setor, eles passaram a disputar<sup>25</sup> em igualdade de condições com a indústria já concentrada.

Um outro processo subjacente a este foi o de conglomeração do setor financeiro. Como se viu, a reforma de 64 levou à segmentação/especialização do setor financeiro. Assistiu-se a profundas alterações na forma de captação de recursos e consequentemente na concessão de crédito. A participação dos ativos monetários (depósitos à vista) vai se reduzindo e paralelamente vai se reduzindo a participação do sistema bancário na concessão de empréstimos.<sup>26</sup> Com isso, a resposta dos bancos, "na corrida para controlar e expandir o mercado financeiro ... (foi) buscar apoio na criação ou associação com agências financeiras extrabancárias"<sup>27</sup>. Vê-se que os grandes bancos não limitaram sua atuação ao setor bancário mas expandiram suas atividades a outros segmentos,

24 Ver dados em Marques (1982).

25 O termo disputar é utilizado aqui no sentido de concorrência pela apropriação do excedente. Com a indústria concentrada e bancos concorrenciais levaria-se a uma menor taxa de juros e a uma menor apropriação do excedente pelo sistema financeiro. Com ambos concentrados a situação pode se alterar.

26 Estes processos serão analisados nas próximas seções.

27 Tavares, M. D. , 1979, p. 227.

tanto do setor financeiro como em menor escala para o setor produtivo. Hoje não se deve falar em grandes bancos, mas em conglomerados financeiros, tendo como "cabeça" os bancos comerciais, estes grupos possuem financeiras, bancos de investimento, seguradoras, corretoras, distribuidoras, sociedades de crédito imobiliário, etc.

"Assim, a perda de participação bancária nos ativos das instituições financeiras de crédito ao setor privado não significa perda de poder financeiro dos grandes bancos, mas sim uma reorganização do sistema em que os bancos aproveitaram as facilidades à intermediação não-bancária para expandir-se sob essa forma. As vantagens da diversificação do ponto de vista dos grandes grupos financeiros reside menos nas economias provenientes da especialização de mercado do que no aproveitamento das vantagens diferenciais concedidas pela política financeira aos vários tipos de instituições novas, com o objetivo de estimular e desenvolver o mercado financeiro."<sup>28</sup>

Os grandes bancos atuam, portanto, em todas as áreas do mercado e, com isto aumentam seu poder pois acabam subordinando os pequenos grupos.

O processo de concentração bancária mostrou não chegar aos resultados esperados pelas autoridades governamentais, isto é, não se logrou via eficiência bancária uma redução nas taxas de juros. Esta situação levou o próprio governo a tabelar as taxas de juros, o que, como visto, contribuiu ainda mais para a concentração.

As decisões sobre as incorporações parecem não ter seguido nenhum critério definido "a priori". Se a justificativa for o poder de competição, esta não se

<sup>28</sup> *ibid.*, p. 227.

sustenta pois bancos incorporadores acabaram sendo incorporados (Vide Marques, 1982). Portanto, tudo indica que este processo pautou-se muito mais por influência de outros fatores que não econômicos.

### II.2.2 - EVOLUÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS

Talvez a principal evidência da crescente importância do sistema financeiro seja a evolução dos ativos financeiros a partir de 1964. A principal característica nesta evolução é o crescimento dos haveres não monetários em relação aos haveres monetários. Em 1965 a participação dos haveres monetários era de 86,5% e o de haveres não-monetários 13,5%. Já em 1970 estas participações passam, respectivamente, para 56,8% e 43,2%. Em 1971 os haveres não-monetários já haviam superado os monetários. No último ano da série (1984) as participações são de 11,6% e 88,4% respectivamente. (Vide Tabelas II.4).

Ao longo do "Milagre Econômico" pode-se notar o seguinte comportamento dentro de cada um desses grupos. A tendência geral dos haveres monetários é de queda. A única divisão neste grupo é entre papel moeda em poder do público e depósitos à vista. A mudança na composição entre esses dois itens é de pequena relevância: há uma pequena queda do primeiro que passa de 1/4 para 1/5 do total. Esta alteração não nos permite tirar qualquer conclusão. O relevante é a queda geral dos ativos monetários que caracteriza uma

"desmonetização" em favor da "financeirização" das atividades econômicas.

Dentro do grupo dos haveres não-monetários, nota-se uma participação crescente de praticamente todos os títulos em relação ao total de ativos financeiros, crescimento este às custas dos monetários. Dentro do próprio grupo nota-se algumas tendências. No período, os dois principais haveres foram as letras de câmbio e os títulos públicos federais. Quanto às primeiras, a justificativa está no crescimento da demanda de bens de consumo duráveis que se deu com base no endividamento familiar (crédito ao consumidor). Os títulos que lastreiam este crédito concedido pelas financeiras são as letras de câmbio. Já quanto aos títulos públicos federais, eles começaram a aumentar sua participação com a criação das ORTNs que, como visto, buscavam resgatar a credibilidade dos papéis do governo.

A colocação dos títulos públicos estava muito mais vinculada à questão de política monetária do que ao financiamento do governo (retornaremos a esse assunto ao falar do endividamento externo). No início os títulos usados foram as próprias ORTNs, mas suas características dificultavam a sua utilização como instrumento da política de mercado aberto. Criou-se, então, em 1970 as LTN (Letras do Tesouro Nacional) com o objetivo específico de intermediar as operações de mercado aberto, e dessa forma elas foram tendo uma importância crescente.

Dentro do grupo dos haveres não-monetários, os Depósitos a Prazo Fixo foram diminuindo a participação ao longo da década de 60, começando a crescer a partir de 1970 estabilizando-se em torno dos 20% do total. Iniciou-se a recuperação no começo de 70 e se estabilizou na casa dos 20%. Os Depósitos de Poupança apareceram em 1966 com 0,6% e começam a ter participação crescente a partir daí, atingindo os 11,5% em 1973. As letras imobiliárias aparecem em 1965 (0,7%) atingem o máximo em 1970 com 7,5% e a partir daí entram em declínio (Vide Tabelas II.5.1 e II.5.2).

Ao se relacionar com o PIB nota-se que a relação Haveres Financeiros/PIB é crescente. Em 1965 esta relação é de 28,67% já em 1973 é de 44,65% (Vide Tabela II.4). Tal fato indica, em linhas gerais, uma certa "financeirização" da atividade econômica, ou seja, a produção e circulação de mercadorias pressupõe proporção crescente de relações financeiras. Esta "financeirização" refere-se ao endividamento familiar (consumo), ao endividamento público (déficits e política monetária), etc.

A diversificação dos haveres não monetários atraíram uma maior massa de recursos para o sistema financeiro. Antes da reforma não havia alternativa para a aplicação de poupanças "momentâneas" das famílias e empresas. Os haveres monetários proporcionam apenas a valorização do capital bancário. Com o crescimento dos haveres não-monetários - que possibilitam não somente a valorização do capital bancário através dos "spreads", mas também a dos aplicadores - estes

TABELA II.5

HAVERES NAO-MONETARIOS  
PART. (%) NOS HAVERES TOTAIS  
E TAXAS DE CRESCIMENTO  
(1965 - 1984)

ANO	TOTAL	DEPOSITOS DE POUPANCA		LETRAS DE CAMBIO		LETRAS IMOBILIARIAS		DIVIDA PUBLICA ESTADUAL E MUNIC.		DIVIDA PUBLICA FEDERAL (1)	
		DEPOSITOS DE POUPANCA	DEPOSITOS A PRAZO	LETRAS DE CAMBIO	LETRAS IMOBILIARIAS	DIVIDA PUBLICA ESTADUAL E MUNIC.	DIVIDA PUBLICA FEDERAL (1)	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
(%)	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL	TOTAL
1965	13.58	0.00	2.43	6.61	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	4.45	-
1966	20.61	16.90	2.38	6.87	0.36	219.50	0.00	0.00	0.00	10.87	89.49
1967	26.84	49.49	3.34	61.16	9.99	343.51	1.38	0.00	0.00	11.96	26.31
1968	33.15	49.26	4.51	63.05	14.32	73.21	2.02	0.00	0.00	11.26	13.80
1969	36.52	22.65	4.72	16.62	13.88	7.91	2.69	0.00	0.00	13.22	30.72
1970	43.18	37.89	3.34	93.82	7.12	75.85	3.22	0.00	0.00	16.21	43.00
1971	50.38	46.21	4.04	51.58	10.18	79.19	3.36	0.00	0.00	16.58	28.12
1972	64.19	39.86	6.30	71.24	13.89	49.79	4.09	0.00	0.00	21.38	41.53
1973	56.68	35.30	6.52	58.54	11.91	31.34	3.01	0.00	0.00	17.69	26.83
1974	57.05	17.11	9.91	76.96	11.47	12.04	2.84	0.00	0.00	16.38	7.71
1975	61.38	25.58	11.86	39.61	11.71	19.20	1.92	0.00	0.00	20.94	49.20
1976	63.65	19.97	15.70	53.22	10.68	5.47	1.43	0.00	0.00	22.47	24.15
1977	66.27	1.86	17.42	8.56	13.08	19.81	1.06	0.00	0.00	23.63	2.91
1978	68.60	13.28	18.70	17.48	14.67	22.78	0.71	0.00	0.00	23.18	7.34
1979	67.47	16.90	20.31	29.08	15.90	28.78	0.50	0.00	0.00	20.24	3.75
1980	67.11	-5.46	22.68	6.14	14.72	-11.96	0.37	0.00	0.00	19.54	-8.22
1981	76.33	31.67	23.51	20.02	14.76	16.09	0.25	0.00	0.00	29.22	73.12
1982	82.33	25.76	23.79	17.98	13.98	10.39	0.12	0.00	0.00	32.71	30.52
1983	86.57	54.39	26.56	63.89	14.09	47.97	0.12	0.00	0.00	37.22	67.06
1984	88.37	10.87	26.24	7.32	16.48	27.07	0.06	0.00	0.00	37.90	10.61

(1) - INCLUI TITULO DA DIVIDA PUBLICA FEDERAL NA CARTEIRA DO BACEN  
FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL - VARIOS NUMEROS

TABELA II.5.1  
 HAVERES NAO MONETARIOS  
 PARTICIPACAO (%) NO TOTAL

ANO	TOTAL	DEPOSITOS POUPANCA	DEPOSITOS A PRAZO	LETRAS DE CAMBIO	LETRAS IMOBILIARIA	DIVIDA PUBLICA EST. E MUN.	DIVIDA PUBLICA FEDERAL (1)
1965	100.00%	0.00%	17.93%	48.67%	0.63%	0.00%	32.77%
1966	100.00%	0.66%	11.55%	33.32%	1.73%	0.00%	52.74%
1967	100.00%	0.64%	12.45%	37.22%	5.13%	0.00%	44.56%
1968	100.00%	3.13%	13.60%	43.20%	6.10%	0.00%	33.97%
1969	100.00%	5.50%	12.93%	38.00%	7.36%	0.00%	36.21%
1970	100.00%	7.73%	16.49%	30.77%	7.46%	0.00%	37.55%
1971	100.00%	8.01%	20.21%	32.21%	6.66%	0.00%	32.91%
1972	100.00%	9.81%	21.65%	26.68%	6.38%	2.19%	33.30%
1973	100.00%	11.50%	21.01%	28.34%	5.31%	2.63%	31.21%
1974	100.00%	17.37%	20.10%	25.59%	4.98%	3.25%	28.71%
1975	100.00%	19.31%	19.08%	19.54%	3.12%	4.84%	34.11%
1976	100.00%	24.67%	16.77%	15.69%	2.24%	5.33%	35.30%
1977	100.00%	26.29%	19.73%	12.10%	1.60%	4.62%	35.66%
1978	100.00%	27.26%	21.39%	12.12%	1.03%	4.41%	33.80%
1979	100.00%	30.10%	23.56%	10.75%	0.74%	4.85%	29.99%
1980	100.00%	33.80%	21.94%	9.43%	0.55%	5.17%	29.12%
1981	100.00%	30.81%	19.34%	6.12%	0.33%	5.12%	38.28%
1982	100.00%	28.90%	16.98%	9.02%	0.15%	5.22%	39.73%
1983	100.00%	30.68%	16.27%	5.41%	0.13%	4.52%	42.99%
1984	100.00%	29.70%	18.65%	4.66%	0.06%	4.04%	42.89%

FONTE - BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL - VARIOS VOLUMES

(1) - INCLUI TITULO DA DIVIDA PUBLICA FEDERAL NA CARTEIRA DO BACEN

TABELA II.5.2

HAVERES NAO MONETARIOS  
PARTICIPACAO (%) NO TOTAL

ANO	TOTAL	DEPOSITOS POUPANCA	DEPOSITOS A PRAZO	LETRAS DE CAMBIO	LETRAS IMOBILIARIA	DIVIDA PUBLICA EST. E MUN.	DIVIDA PUBLICA FEDERAL (1)
1965	100.00%	0.00%	18.42%	50.00%	0.65%	0.00%	30.94%
1966	100.00%	0.69%	12.02%	34.67%	1.80%	0.00%	50.82%
1967	100.00%	0.65%	12.77%	38.17%	5.26%	0.00%	43.16%
1968	100.00%	3.19%	13.86%	44.01%	6.22%	0.00%	32.72%
1969	100.00%	5.52%	12.97%	38.12%	7.38%	0.00%	36.01%
1970	100.00%	7.79%	16.63%	31.03%	7.52%	0.00%	37.02%
1971	100.00%	8.34%	21.05%	33.54%	6.94%	0.00%	30.13%
1972	100.00%	10.10%	22.28%	27.46%	6.57%	2.25%	31.35%
1973	100.00%	11.98%	21.89%	29.53%	5.53%	2.74%	28.34%
1974	100.00%	17.42%	20.15%	25.65%	4.99%	3.26%	28.52%
1975	100.00%	20.53%	20.28%	20.77%	3.32%	5.14%	29.95%
1976	100.00%	25.14%	17.10%	15.99%	2.29%	5.43%	34.06%
1977	100.00%	27.79%	20.86%	12.79%	1.69%	4.88%	31.98%
1978	100.00%	28.44%	22.31%	12.64%	1.07%	4.60%	30.94%
1979	100.00%	32.41%	25.37%	11.57%	0.80%	5.22%	24.63%
1980	100.00%	36.73%	23.84%	10.25%	0.60%	5.61%	22.97%
1981	100.00%	34.26%	21.51%	6.81%	0.37%	5.70%	31.36%
1982	100.00%	32.89%	19.32%	10.26%	0.17%	5.94%	31.42%
1983	100.00%	41.96%	22.26%	7.40%	0.18%	6.18%	22.02%
1984	100.00%	36.07%	22.65%	5.66%	0.08%	4.91%	30.63%

FONTE - BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL - VARIOS VOLUMES

(1) - EM PODER DO PUBLICO

TABELA II.6

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS SALDOS DE FINAL DE PERIODO  
PARTICIPACAO (%) SOBRE O TOTAL

ANO	HAVERES MONETARIOS				HAVERES NAO-MONETARIOS				TOTAL	DEPOSITOS POUPANCA	DEPOSITOS A PRAZO	LETRAS DE CAMBIO	LETRAS IMOBILIARIAS	DIVIDA PUBLICA EST. E MUN. FEDERAL (1)	DIVIDA PUBLICA
	TOTAL	PAPEL-MOEDA	DEPOSITOS PUBLICA VISTA	DEPOSITOS	TOTAL	DEPOSITOS	LETRAS DE	LETRAS							
1965	100.00	86.42	16.45	69.97	13.58	0.00	2.43	6.61	0.09	0.00	4.45	0.00	0.00	0.00	4.45
1966	100.00	79.39	17.76	61.64	20.61	0.14	2.38	6.87	0.36	0.00	10.87	0.00	0.00	0.00	10.87
1967	100.00	73.16	13.97	59.19	26.84	0.17	3.34	9.99	1.38	0.00	11.96	0.00	0.00	0.00	11.96
1968	100.00	66.85	12.82	54.04	33.15	1.04	4.51	14.32	2.02	0.00	11.26	0.00	0.00	0.00	11.26
1969	100.00	63.48	12.12	51.37	36.52	2.01	4.72	13.88	2.69	0.00	13.22	0.00	0.00	0.00	13.22
1970	100.00	56.82	10.77	46.05	43.18	3.34	7.12	13.29	3.22	0.00	16.21	0.00	0.00	0.00	16.21
1971	100.00	49.62	9.18	40.44	50.38	4.04	10.18	16.23	3.36	0.00	16.58	0.00	0.00	0.00	16.58
1972	100.00	35.81	9.43	26.38	64.19	6.30	13.89	17.13	4.09	1.41	21.38	0.00	0.00	1.41	21.38
1973	100.00	43.32	7.58	35.74	56.68	6.52	11.91	16.07	3.01	1.49	17.69	0.00	0.00	1.49	17.69
1974	100.00	42.95	7.13	35.82	57.05	9.91	11.47	14.60	2.84	1.86	16.38	0.00	0.00	1.86	16.38
1975	100.00	38.62	6.66	31.96	61.38	11.86	11.71	11.99	1.92	2.97	20.94	0.00	0.00	2.97	20.94
1976	100.00	36.35	6.74	29.61	63.65	15.70	10.68	9.99	1.43	3.39	22.47	0.00	0.00	3.39	22.47
1977	100.00	33.73	6.41	27.32	66.27	17.42	13.08	8.02	1.06	3.06	23.63	0.00	0.00	3.06	23.63
1978	100.00	31.40	6.09	25.30	68.60	18.70	14.67	8.31	0.71	3.02	23.18	0.00	0.00	3.02	23.18
1979	100.00	32.53	6.49	26.03	67.47	20.31	15.90	7.25	0.50	3.27	20.24	0.00	0.00	3.27	20.24
1980	100.00	32.89	6.70	26.20	67.11	22.68	14.72	6.33	0.37	3.47	19.54	0.00	0.00	3.47	19.54
1981	100.00	23.67	4.95	18.72	76.33	23.51	14.76	4.67	0.25	3.91	29.22	0.00	0.00	3.91	29.22
1982	100.00	17.67	4.20	13.47	82.33	23.79	13.98	7.43	0.12	4.30	32.71	0.00	0.00	4.30	32.71
1983	100.00	13.43	2.69	10.73	86.57	26.56	14.09	4.68	0.12	3.91	37.22	0.00	0.00	3.91	37.22
1984	100.00	11.63	2.57	9.05	88.37	26.24	16.48	4.12	0.06	3.57	37.90	0.00	0.00	3.57	37.90

FONTE - BOLETIM MENSAL DO BANCO CENTRAL - VARIOS VOLUMES  
(1) - INCLUI TITULO DA DIVIDA PUBLICA FEDERAL NA CARTEIRA DO BACEN

tornaram-se imãs para os saldos ociosos (este fato se torna latente na década de 80 com a aceleração inflacionária). É em cima desta base que se desenvolve o sistema financeiro.

### II.2.3 - EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO

A atuação dos intermediários financeiros é captar recursos ociosos das unidades superavitárias e repassá-los às unidades deficitárias. Do lado da captação nota-se uma tendência de redução da participação dos depósitos à vista em favor dos haveres não-monetários. A contrapartida em termos de empréstimos é uma queda na participação do sistema bancário: esta era de 73% em 1966, diminui para 49% em 1973, estabiliza-se nesse nível até 1980, e volta a diminuir atingindo 36% em 1984 (Vide Tabela II.7). A tendência geral do período é de crescimento do sistema não-monetário. Deve-se analisar também o crescimento dos empréstimos em termos reais e sua relação com o PIB.

Outro ponto importante de se analisar é quem são os tomadores finais, ou seja, para onde fluem os recursos do sistema financeiro. A idéia aqui é que, quando a economia vai bem, o principal tomador é o setor privado, quando a economia se desaquece cabe ao Estado o papel de tomador.

Alguns outros itens são interessantes de se analisar, o tipo de crédito concedido por cada instituição, isto é, qual o vínculo com a atividade produtiva, e, a participação dos recursos externos no crédito doméstico.

TABELA II.7

EMPRESTIMOS AO SETOR PRIVADO  
(PARTIC. % NO PIB E NO TOTAL DE EMPRESTIMOS)

ANO	TOTAL	SISTEMA MONET.		SISTEMA N. MONET.	
	GERAL	% PIB	% TOTAL	% PIB	% TOTAL
1966	20.05	14.69	73.27	5.36	26.73
1967	28.30	16.96	59.92	11.34	40.08
1968	30.09	19.20	63.82	10.89	36.18
1969	34.60	20.50	59.25	14.10	40.75
1970	33.24	18.30	55.06	14.94	44.94
1971	37.50	19.45	51.88	18.05	48.12
1972	44.41	23.49	52.90	20.92	47.10
1973	50.12	24.58	49.04	25.54	50.96
1974	53.75	26.58	49.46	27.17	50.54
1975	60.23	29.58	49.12	30.64	50.88
1976	59.20	28.33	47.85	30.88	52.15
1977	58.75	27.91	47.51	30.84	52.49
1978	56.81	28.38	49.97	28.42	50.03
1979	56.11	28.56	50.90	27.55	49.10
1980	46.59	23.34	50.10	23.25	49.90
1981	49.67	22.80	45.91	26.87	54.09
1982	52.70	21.61	41.01	31.09	58.99
1983	45.72	16.63	36.37	29.09	63.63
1984	41.53	15.18	36.55	26.35	63.45

FONTE : BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Ao se observar a relação empréstimos ao setor privado/PIB, nota-se uma tendência crescente no período. Esta passa de 20,0% em 1966 para 50,1% em 1973. Os empréstimos do sistema monetário passam de 14,7% para 24,6%, e os do sistema não-monetário de 5,4% para 25,6% (Vide Tabela II.7). Com isso conclui-se que a perda de importância do sistema monetário não se deve a uma retração absoluta deste, uma vez que os empréstimos deste apresentam uma tendência crescente ao longo do período, mas sim a um crescimento maior ainda do sistema não-monetário. Estes dados mostram uma intensificação da atividade de intermediação financeira e um maior vínculo das atividades econômicas (produção e consumo) em relação ao sistema financeiro. Demonstra-se um grau crescente de endividamento e, por outro lado, o crescimento da esfera financeira de valorização.

Na fase do "Milagre Econômico" pode-se dizer que os dois principais segmentos em termos de concessão de empréstimos foram: o SFH e as financeiras. Este fato demonstra a grande importância que tiveram o setor de construção civil e o de bens de consumo duráveis, os quais podem ser tidos como os "carros-chefes" do crescimento. Dentro do SFH nota-se uma participação crescente das Sociedades de Crédito Imobiliário e das Associações de Poupança e Empréstimo, um crescimento do BNH até 1971 para a

partir daí começar a se retrair<sup>29</sup> e, uma participação cadente das caixas econômicas.

As financeiras, dentro do sistema não-monetário, tinham uma participação majoritária em 1965 (55%), a partir daí, foram perdendo espaço, dentro do Sistema não-Monetário mas não dentro do total, devido ao surgimento das demais instituições. Sua participação caiu até 1969, mas a partir daí estabilizou-se na casa dos 30% dos empréstimos do sistema não-monetário (SNM) até 1973. (vide Tabela II.9)

A reversão do ciclo que aí ocorre leva a uma perda crescente de importância das financeiras. Os Bancos de Investimento surgem em 1966 participando com 6,1% dos empréstimos do SNM, aumentam de importância até 1969, e a partir daí estabiliza-se na ordem dos 20%. Quanto aos Bancos de Desenvolvimento, sua participação apresenta de início uma tendência à queda, pois com o aparecimento de novas instituições restringe-se sua área de atuação, a participação passa de acima de 20% em 1965 para 8% em 1973, e a partir daí retomará o crescimento (Vide Tabela II.9).

Dentro do sistema monetário, não houve praticamente nenhuma alteração entre seus componentes. O BB manteve sua participação entre 35-40%; os bancos comerciais privados entre 40-45% e os bancos comerciais oficiais entre 15-25%. (vide Tabela II.8)

29 Como veremos na próxima parte do trabalho, ao analisarmos a questão dos repasses, deve-se diferenciar entre crédito total e crédito direto fornecido pelo BNH.

TABELA II. 8

## ENPRESTIMOS DO SISTEMA MONETARIO POR SEGMENTO

PARTICIPACAO (Z) NO TOTAL E TAXAS DE CRESCIMENTO (Za.a.)  
(1966 - 1973)

(saldos de dezembro)

ANO	TOTAL		BANCO DO BRASIL		BANCOS FEDERAIS		BANCOS COMERCIAIS			
							ESTADUAIS		PRIVADOS	
	PART.Z	TX. CRESC.	PART.Z	TX. CRESC.	PART.Z	TX. CRESC.	PART.Z	TX. CRESC.	PART.Z	TX. CRESC.
1966	73.27		24.02		2.57		n.d.		46.68	
1967	59.92	13.83%	17.76	2.91%	2.50	35.62%	n.d.		39.66	18.25%
1968	63.82	25.93%	20.00	33.16%	2.63	24.31%	n.d.		41.19	22.80%
1969	59.25	11.88%	20.17	21.51%	3.50	60.50%	n.d.		35.58	4.10%
1970	55.06	11.67%	18.85	12.34%	3.09	6.08%	n.d.		33.11	11.84%
1971	51.88	19.31%	17.65	18.53%	2.32	-4.78%	n.d.		31.90	22.01%
1972	52.90	34.62%	19.64	46.90%	2.36	34.35%	7.33		23.57	-2.47%
1973	49.04	26.68%	18.67	29.90%	2.09	20.79%	7.52	40.29%	20.76	20.36%

FONTE - BOLETIM MENSAL DA BANCO CENTRAL DO BRASIL - VARIOS VOLUMES

TABELA II.9

## EMPRESTIMOS DO SISTEMA NAO-MONETARIO POR SEGMENTO

PARTICIPACAO (X) NO TOTAL E TAXAS DE CRESCIMENTO (%a.a.)  
(1966 - 1973)

(saldos de dezembro)

ANO	TOTAL		FINANCEIRAS		BANCOS DE INVESTIMENTO		S.F.H.		BANCOS DE DESENVOLVIMENTO	
	PART.X	TX. CRESC.	PART.X	TX. CRESC.	PART.X	TX. CRESC.	PART.X	TX. CRESC.	PART.X	TX. CRESC.
1966	26.73		9.84		1.14		6.04		9.71	
1967	40.08	108.66%	7.90	11.71%	3.49	324.57%	6.92	59.42%	21.78	212.10%
1968	36.18	6.74%	12.26	83.64%	5.13	73.87%	11.19	91.14%	7.60	-58.71%
1969	40.75	35.70%	9.96	-2.13%	7.32	72.11%	17.97	93.57%	5.49	-12.94%
1970	44.94	32.57%	12.15	46.66%	8.26	35.61%	18.31	22.47%	6.22	36.04%
1971	48.12	35.59%	12.12	26.32%	9.25	41.76%	20.51	41.84%	6.24	27.09%
1972	47.10	29.22%	12.84	39.85%	12.54	79.12%	17.93	15.40%	3.79	-19.94%
1973	50.96	47.81%	14.74	56.83%	12.45	35.61%	20.00	52.38%	3.77	36.00%

FONTE - BOLETIM MENSAL DA BANCO CENTRAL DO BRASIL - VARIOS VOLUMES

Quanto aos tomadores finais, percebe-se que, quanto ao setor privado, o recurso aos empréstimos segue um comportamento cíclico. No período 1968/73 em que a economia estava aquecida, o setor privado era o maior tomador, isso tanto no que se refere ao crédito doméstico como ao financiamento externo (Lei 4.131). O setor público começa a ganhar importância no período seguinte, quando se dá a reversão do ciclo (vide dados consolidados dos balancetes de cada segmento no Capítulo III). A explicação para isto está na diferença de comportamento dos dois setores em cada fase do ciclo. É no período expansivo que o setor privado tem necessidade de maiores recursos para fazer frente a seus projetos de investimento; por outro lado, esta é a fase de menor necessidade de financiamento do setor público pois amplia-se a arrecadação e diminui-se as transferências ao setor privado. Quando se dá a reversão cíclica, o setor privado se ajusta cortando programas de investimento e reduzindo despesas. Nesta fase reduz-se a arrecadação do setor público, aumenta-se as transferências para o setor privado para se evitar as quebras, incentivar determinados setores, etc. O que se pretende enfatizar é que quando a economia vai bem o setor privado, enquanto principal tomador de recursos no sistema financeiro, é o responsável pela valorização do capital financeiro.

O último tópico a se analisar é o destino do empréstimo. Do total de empréstimos concedidos ao setor privado pelo sistema financeiro em 1966, pouco mais de 20%

se destinavam ao investimento, e o restante era para capital de giro e outros fins. Da parcela destinada ao investimento em torno de 30% foram créditos do sistema habitacional. Em 1968 os empréstimos para investimento correspondem a 25% do total, sendo que aproximadamente 40% saíram do SFH. A participação foi crescendo até atingir aproximadamente 30% em 1971/72, sendo aproximadamente 50% do SFH.

Os créditos para investimento constituem-se em créditos de longo prazo. As únicas instituições que fornecem este tipo de crédito são agências ligadas ao governo. Com isto demonstra-se que o engajamento do sistema financeiro privado com o setor produtivo deu-se apenas superficialmente, na esfera da circulação de mercadorias. Um dos principais objetivos da reforma, que era suprir a atividade produtiva com os recursos financeiros necessários, não foi atingido. Os bancos de investimento, que seriam o instrumento para este fim, especializaram-se no financiamento do capital de giro e repasse de recursos externos. Esta tarefa continuou, portanto, atrelada ao Estado. Assim, mesmo com todas as modificações ocorridas, não se conseguiu montar um esquema de financiamento de longo prazo para a economia, uma vez que o mercado de capitais é de um volume muito pequeno e o sistema financeiro privado só se interessa pelo curto prazo. O financiamento do investimento continua vinculado ao Estado e ao auto-financiamento pelos lucros.

## II.2.4 - INTERNACIONALIZAÇÃO DO CRÉDITO

O período 1967/73 pode ser considerado como o de início do processo de endividamento externo. As quatro modalidades de empréstimos externos são: créditos de importação, empréstimos compulsórios, empréstimos diversos e aportes financeiros. Para a finalidade desta análise o que interessa é a última categoria, não só por ser a de maior magnitude no período, mas por serem estes que se relacionam com a internacionalização do crédito na economia brasileira.

Os aportes financeiros constituem empréstimos externos em moeda estrangeira via Lei 4.131 (1962) e Resolução 63 (1967). A Lei 4.131 dá permissão às empresas captarem recursos diretamente com o sistema financeiro no exterior. A Resolução 63 permite aos bancos, comerciais e de investimento, captar recursos no exterior para repassarem internamente. Destas duas, a principal modalidade foi a Lei 4.131.

Através destes expedientes e das condições vigentes no sistema financeiro internacional, o Brasil ingressa no fluxo de financiamentos a nível internacional. Neste sentido, "as reformas monetária e financeira que se seguiram ao Plano de Metas foram 'atropeladas' pelo Circuito Financeiro Internacional, montado para 'resolver' o impasse pela crise monetária no final dos anos sessenta"<sup>30</sup>. Esta crise se refere aos constantes déficits no Balanço de Pagamentos dos

<sup>30</sup> Kilsztajn, S., 1984, p.101.

EUA e, a decisão desse governo de financiá-los com emissão de obrigações em favor do resto do mundo, levando a uma ampliação da liquidez internacional. Os bancos tinham a necessidade de reciclar esses dólares para permitir a valorização de seus capitais. Criou-se o chamado mercado de eurodólares.

Nestas condições de mercado havia a necessidade de aumentar o número de tomadores para ampliar o volume de empréstimos. Neste contexto "permitiu-se que a participação dos países subdesenvolvidos crescesse à medida que os prazos dos empréstimos eram estendidos e os spreads caíam, de tal forma que, a partir de 1971, as operações com esses países representavam cerca de um terço do total de operações do mercado"<sup>91</sup>.

A entrada líquida de capitais no Brasil entre os anos 1967/73 foi de 12,8 bilhões de dólares. A dívida externa total em 1973 atingia US\$ 13 bilhões (vide Tabela II.10 e II.11).

"esta relativa facilidade com o qual o Brasil aumenta seu endividamento líquido global em termos de empréstimos em moeda deve-se a dramáticas mudanças ocorridas no tocante à disponibilidade internacional de capitais, mais do que uma manifestação de apoio internacional à sua política e ao seu desempenho econômico. Os acontecimentos dos últimos anos, nos mercados de euromonedas sugerem um estado de coisas no qual os bancos se viram forçados a buscar novos tomadores de empréstimos e em que o excesso de oferta engendrou sua procura. O maior fluxo de créditos externos aos países em desenvolvimento, o alongamento de seus prazos e o barateamento de suas condições tem constituído um fenômeno generalizado, de forma alguma

<sup>91</sup> Cavalcanti, C.B., 1993, p.21.

TABELA II.10  
 EMPRESTIMOS EXTERNOS - RESOLUCAO 63 E LEI 4.131  
 (US\$ MILHOES E PART.%)

ANO	TOTAL	RES. 63	%	4131	%
1969	1,604.70	806.00	50.23	798.70	49.77
1970	2,284.60	1,034.40	45.28	1,250.20	54.72
1971	3,193.00	1,278.10	40.03	1,914.90	59.97
1972	3,962.70	1,465.20	36.97	2,497.50	63.03
1973	3,918.70	1,069.50	27.29	2,849.20	72.71
1974	4,717.50	1,608.00	34.09	3,109.50	65.91
1975	4,701.70	928.30	19.74	3,773.40	80.26
1976	5,398.50	1,572.50	29.13	3,826.00	70.87
1977	6,178.80	1,321.40	21.39	4,857.40	78.61
1978	11,882.70	3,053.80	25.70	8,828.90	74.30
1979	10,224.80	1,574.50	15.40	8,650.30	84.60
1980	8,312.00	3,500.90	42.12	4,811.10	57.88
1981	13,063.50	5,466.90	41.85	7,596.60	58.15

FONTE: CRUZ, P. D. (1984)

limitado ao Brasil.(...) A superabundância de divisas externas atualmente existente no mercado de euro-moedas permite a quase todos os governos estáveis, qualquer que seja sua coloração política levantar empréstimos nas condições indicadas"<sup>32</sup>.

Uma vez que se demonstrou a existência da oferta de fundos, a nível externo, algumas questões que se colocam são: quais as razões que levaram o Brasil a exercer a demanda e a entrar nesse processo de endividamento na velocidade que entrou e, quais os seus impactos a nível interno.

A justificativa oficial sempre foi de que "o apelo a recursos externos era condição sine qua non e expressava, em última instância a contribuição de 'poupanças externas' ao esforço de desenvolvimento da economia nacional"<sup>33</sup>, ou seja, era necessário para financiar as altas taxas de investimento do período. A primeira constatação que se chega ao observar os dados de Balanço de Pagamentos é que a entrada de recursos até 1973 superou em muito as necessidades de cobrir o hiato de recursos e os serviços da dívida e, desta forma, não serviu apenas para financiar a importação de máquinas e equipamentos (vide Tabela II.11). Como mostra Cruz:

"o crescimento das exportações foi de tal magnitude que garantiu as divisas necessárias para fazer frente à ampliação das importações, conduzindo a um Balanço Comercial equilibrado no quinquênio 1969-73. Este resultado indica que a despeito do crescimento "desequilibrado", não houve pelo lado do comércio de

<sup>32</sup> Wells, J. , 1973, p.17.

<sup>33</sup> Cruz, P.D. , 1980, p. 61.

TABELA II. 11

CONTAS EXTERNAS BRASILEIRAS - 1967 / 84  
(US\$ BILHOES)

DISCRIMINACAO	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
1 - BALANCA COMERCIAL	0.3	0.0	0.3	0.2	-0.3	-0.2	0.0	-4.7	-3.5	-2.3	0.1	-1.0	-2.8	-2.9	1.2	0.8	6.5	13.1
EXPORTAÇÕES	1.7	1.9	2.3	2.7	2.9	4.0	6.2	8.0	8.7	10.1	12.1	12.7	15.2	20.1	23.3	20.2	21.9	27.0
IMPORTAÇÕES	1.4	1.9	2.0	2.5	3.2	4.2	6.2	12.7	12.2	12.4	12.0	13.7	18.0	23.0	22.1	19.4	15.4	13.9
2 - SERVICOS NAO-FATORES	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.5	-0.7	-1.0	-1.4	-1.5	-1.4	-1.2	-2.3	-2.5	-2.8	-2.8	-4.2	-1.4	-1.1
3 - SERVICOS DE FATORES	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-1.0	-1.7	-2.4	-2.9	-3.7	-5.4	-7.3	-10.3	-12.9	-11.3	-11.6
JUROS	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.7	-1.5	-1.8	-2.1	-2.7	-4.2	-6.3	-9.2	-11.4	-9.6	-10.2
LUCROS E DIVIDENDOS	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.3	-0.4	-0.6	-0.8	-0.8
OUTROS	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7	-0.7	-0.9	-0.9	-0.6
4 - TRANSFERENCIA UNILATERAIS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2
5 - SALDO EM CONTA CORRENTE (1+2+3+4)	-0.2	-0.6	-0.3	-0.7	-1.3	-1.5	-1.7	-7.1	-6.7	-6.1	-4.0	-6.9	-10.7	-12.8	-11.7	-16.3	-6.1	0.6
6 - ENTRADA LIQUIDA DE CAPITALIS	0.3	0.5	0.9	0.8	1.9	3.9	4.5	6.5	5.5	8.7	4.7	10.4	6.8	8.9	11.6	10.5	5.7	8.0
7 - VARIACAO DAS RESERVAS (5+6)	0.1	-0.1	0.6	0.1	0.6	2.4	2.8	-0.6	-1.2	2.6	0.7	3.5	-3.9	-3.9	-0.1	-5.8	-0.4	8.6

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL - VARIOS NUMEROS

mercadorias, qualquer pressão indutora da tomada de capitais de empréstimo ao longo do ciclo expansivo"<sup>34</sup>

Assim, aproximadamente 50% do endividamento se transformou em reservas. "Chegou-se a uma situação absolutamente ímpar no final de 1973: o País tinha 6,4 bilhões de dólares de reservas para uma dívida de 12,5 bilhões de dólares."<sup>35</sup>

Poder-se-ia justificar esta opção alegando que a folga cambial é condição necessária para se ter uma posição tranquila no mercado internacional. Mesmo com esta justificativa chega-se a conclusão de um endividamento externo excessivo. "Enquanto o próprio FMI recomendava reservas equivalentes a 25% das importações anuais (três meses), o Brasil, que já em 1969 possuía reservas que correspondiam a 33% das importações anuais, acabaria por acumular reservas que em 1973 representavam 104% das importações."<sup>36</sup> Daí a questão: "Ter cerca de 50% da dívida externa mantida sob a forma de reservas, sabendo-se que os juros recebidos pelos depósitos no exterior são menores que os juros pagos pelos empréstimos captados no exterior, é uma política sábia?"<sup>37</sup>

A variação de reservas tem como contrapartida a emissão monetária. A entrada de dólares implica a sua conversão em cruzeiros pelo BACEN. No objetivo de controlar a oferta

34 *ibid.*, p. 63.

35 Zini Jr., A. A., 1982, p. 194.

36 Kilsztajn, S., 1984, p.75.

37 Zini Jr., A. A., 1982, p. 194.

monetária o BACEN emite títulos do Tesouro Nacional (lembrar que a Lei Complementar nº. 12 autorizava o BACEN a emitir títulos em nome do TN para fins de política monetária) para, através das operações de mercado aberto, enxugar a liquidez da economia. Assim,

"o que vem ocorrendo na realidade é uma operação de transferência interna de fundos entre os tomadores nacionais de Letras do Tesouro e os devedores por empréstimos externos, intermediada pelas Autoridades Monetárias. Este mecanismo embora represente, dadas as circunstâncias, ganho de flexibilidade doméstica de recursos, poderia vir a ser substituído por operações genuinamente internas (sem a contrapartida de tão elevado endividamento externo) no âmbito de um sistema de intermediação financeira reformado, basicamente quanto às funções de transformação de créditos contínuos de curto prazo na estrutura requerida de débitos de longo prazo."<sup>38</sup>

Vê-se com isso que a primeira fonte de explicação para se entender o processo de endividamento externo refere-se a incapacidade do sistema financeiro doméstico de fornecer créditos de longo prazo associado à permissividade de acesso ao crédito externo (Lei 4.131 e Res 63). Uma vez que, após a Reforma de 1964 que introduziu a especialização funcional, "o governo não ampliou proporcionalmente as disponibilidades de recursos de sua agências (...) como também os bancos de investimento não conseguiram mobilizar internamente recursos a serem aplicados a longo prazo, transformando-se em meros supridores de capital de giro"<sup>39</sup>, levou-se a que parcela substancial da demanda de crédito interno fosse canalizada para o sistema financeiro internacional, apesar da

<sup>38</sup> Pereira, J.C.R., 1974, p. 197.

<sup>39</sup> *ibid*, p. 186.

existência de recursos internos que eram aplicados em títulos do governo.

A outra explicação deve ser buscada no diferencial entre o custo interno e o externo do dinheiro:

"Enquanto o Brasil, no intuito de desenvolver sua intermediação financeira, garantia juros reais positivos através da correção monetária do cruzeiro, o Capital Financeiro Internacional, através de crédito fácil, prazos dilatados e baixas taxas reais de juros buscava novos espaços para a acumulação. A incongruência entre estas duas estruturas de taxas de juros alimentou a absorção do capital financeiro internacional e a expansão dos ativos financeiros internos. Todo o período do "Milagre", com suas altas taxas de acumulação produtiva, foi acompanhado por uma intensa acumulação financeira que decolou da acumulação produtiva de forma totalmente anômala"<sup>40</sup>

Ao tentar se segurar a liquidez (que tinha por origem o endividamento externo) com a colocação de títulos públicos, elevava-se a taxa de juros interna e fornecia-se o elemento para a acumulação financeira, estimulando ainda mais a captação externa. A permissividade para a captação externa fazia com que as empresas buscassem os recursos externos, uma vez eliminada as possibilidades internas, tanto em termos de recursos como de custos. Dessa forma, as grandes empresas nacionais, estrangeiras, estatais e o próprio governo (colocação de títulos) concorriam pelos recursos do mercado financeiro juntamente com as empresas de menor porte. Ao elevar o custo do dinheiro internamente, as grandes empresas foram buscar recursos no exterior (Lei 4.131) penalizando as menores e o próprio governo que iam

<sup>40</sup> Kilsztajn, S., 1984, p. 101.

endividando-se nesse processo. Os grandes privilegiados neste processo eram os bancos e o sistema financeiro, as empresas que tinham acesso fácil ao crédito externo, uma vez que:

"os custos financeiros dos empréstimos externos eram inferiores à própria remuneração dos títulos públicos captados pela Autoridades Monetárias. A diferença entre o serviço da dívida interna (correção monetária e juros das ORTN e taxa de desconto das LTN) e o custo financeiro dos tomadores externos (correção cambial mais juros) que repassavam os dólares para as Autoridade Monetárias estava sendo, assim, coberta pelas próprias Autoridades Monetárias. As Autoridades Monetárias acabaram, portanto, por "subsidiar" os tomadores de empréstimos externos."<sup>41</sup>

Além destes tem-se, especialmente, o sistema financeiro internacional que buscava tomadores de empréstimos para reciclar seu excesso de liquidez; e, além disso, recebia o capital de volta (reservas) remunerando abaixo do que recebe pelo empréstimo.

A entrada via Lei 4.131, captação direta pelas empresas, representava 50% das entradas de recursos em 1969 e passou a 73% em 1973 (vide Tabela II.10). Deste montante aproximadamente 50% se destinavam às empresas estrangeiras que tinham maior facilidade de acesso ao crédito externo através de suas matrizes, sendo que o restante se dividia entre as privadas nacionais (grandes) e as estatais (Vide Tabela II.12). Percebe-se o enorme poder de competição que isto gerava frente ao resto do sistema econômico que deveria captar seus recursos internamente. O setor financeiro

---

<sup>41</sup> *ibid.*, p. 103.

TABELA II.12

EMPRESTIMOS EXTERNOS - LEI 4.131 - TOMADORES FINAIS  
(US\$ MILHOES E PART. %)

ANO	TOTAL	PRIVADO						PUBLICO	%
		TOTAL	%	NACIONAL	%	EXTERNO	%		
1969	798.70								
1970	1,250.20								
1971	1,914.90								
1972	2,497.50	1,874.40	75.05	680.60	27.25	1,193.80	47.80	623.10	24.95
1973	2,849.20	1,718.30	60.31	655.60	23.01	1,062.70	37.30	1,130.90	39.69
1974	3,109.50	2,011.50	64.69	431.80	13.89	1,579.70	50.80	1,098.00	35.31
1975	3,773.40	1,872.50	49.62	234.80	6.22	1,637.70	43.40	1,900.90	50.38
1976	3,826.00	1,872.70	48.95	139.50	3.65	1,733.20	45.30	1,953.30	51.05
1977	4,857.40	2,356.90	48.52	292.60	6.02	2,064.30	42.50	2,500.50	51.48
1978	8,828.90	3,511.50	39.77	465.50	5.27	3,046.00	34.50	5,317.40	60.23
1979	8,650.30	2,007.40	23.21	554.10	6.41	1,453.30	16.80	6,642.90	76.79
1980	4,811.10	1,124.10	23.36	176.20	3.66	947.90	19.70	3,687.00	76.64
1981	7,596.60	2,311.10	30.42	427.70	5.63	1,883.40	24.79	5,285.50	69.58

FONTE: CRUZ, P. D. (1984)

TABELA II.13

EMPRESTIMOS EXTERNOS - RESOLUCAO 63 - TOMADORES FINAIS  
(US\$ MILHOES E PART.Z.)

ANO	TOTAL	BANCO COMERCIAL				BANCO DE INVESTIMENTO				BANCO DE DESENVOLV			
		PUBLICOS	Z	NACIONAIS	Z	ESTRANGEIRO	Z	NACIONAIS	Z	ESTRANGEI	Z	DESENVOLV	Z
1969	886.00												
1970	1,034.40												
1971	1,278.10												
1972	1,465.20	159.40	10.88	403.10	27.51	125.70	8.58	283.20	19.33	480.40	32.79	13.40	0.91
1973	1,069.50	149.00	13.93	339.00	31.70	78.70	7.36	154.60	14.46	342.10	31.99	6.10	0.57
1974	1,608.00	669.00	41.60	381.30	23.71	107.20	6.67	95.20	5.92	332.70	20.69	22.60	1.41
1975	928.30	413.70	44.57	182.60	19.67	136.00	14.65	23.00	2.48	173.00	18.64		
1976	1,572.50	343.10	21.82	356.60	22.68	526.10	33.46	72.20	4.59	274.50	17.46		
1977	1,321.40	390.10	29.52	359.60	27.21	262.70	19.88	46.80	3.54	240.20	18.18		
1978	3,053.80	832.70	27.27	796.20	26.07	452.20	14.81	186.40	6.10	728.70	23.86	22.00	1.66
1979	1,574.50	388.20	24.66	470.80	29.90	281.00	17.85	102.10	6.48	323.10	20.52	9.30	0.59
1980	3,500.90	1,159.00	33.11	1,003.10	28.65	740.80	21.16	77.50	2.21	488.50	13.95	32.00	0.91
1981	5,466.90	1,251.00	22.88	1,855.40	33.94	1,216.70	22.26	345.00	6.31	553.80	10.13	245.00	4.48

FONTE: CRUZ, P. D. (1984)

doméstico se beneficiava nesse processo apenas indiretamente pela esterilização de divisas que o governo promovia, colocando ativos para a valorização do capital bancário.

Quanto à Resolução 63, os bancos eram outra vez os grandes beneficiados. Ao captar recursos no exterior a um baixo custo frente ao interno, ampliava-se a massa de recursos à sua disposição e que seria remunerado com um "spread" elevado, devido ao custo interno do dinheiro. Além disso, a colocação de títulos públicos para esterilizar essa entrada de recursos oferecia um ativo para a valorização do capital bancário. Era o subsídio dado pelas Autoridades Monetárias para a captação externa.

A entrada de recursos via Lei 4.131 no período 1968/73 superou os US\$ 9 bilhões e via Res. 63 ficou em torno de US\$ 6 bilhões (Tabela II.10). Esses recursos vieram suprir parcela da demanda de crédito interno no período expansivo. Os recursos captados através da Res. 63 pelo sistema financeiro para o repasse interno, aparecem embutido nos dados de empréstimos do SFN, já os recursos vindos através de Lei 4.131 são empréstimos adicionais que não passam pelo sistema financeiro.

A relação recursos externos/empréstimos que era inexpressiva em 1964, atinge 15% em 1969, 18,5% em 1971 e se retrai para 10% em 1973. Se forem desconsiderados os empréstimos das financeiras e do SFH, que financiavam consumo e construção civil, a participação dos recursos externos em alguns anos superou os 25% do total de

empréstimos do restante do sistema financeiro, e durante todo período situou-se acima dos 20% destes.

Esses dados mostram a importância que passaram a ter os recursos externos, mostrando o processo de internacionalização do crédito. Como se disse antes, em nada alteraria o funcionamento da economia se, ao invés de se recorrer aos recursos de fora que desencadearam como contrapartida interna um processo de endividamento interno do setor público, houvesse sido feito diretamente a ponte entre unidades superavitárias e deficitárias a nível interno pelo SF doméstico. Portanto, a explicação para esse processo de endividamento externo não deve ser buscada numa "rationale" econômica, como a colocada pela política econômica: incentivar a entrada de recursos externos para permitir a folga cambial e, endividamento interno para o controle monetário (reprodução do equivalente geral). A resposta deve ser buscada muito mais em questões tais como: interesses, benefícios, etc. Viu-se que os grandes beneficiados nesse processo foram as grandes empresas que tinham acesso fácil ao crédito, o SF nacional e o SF internacional. É neste âmbito que deve-se procurar a explicação, a "rationale", a essência da política do governo.

## II.5 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Reforma Financeira de 1964/65 criou o arcabouço institucional de um sistema financeiro moderno. Significou um ponto de inflexão, deu legalidade a algumas mudanças que o próprio sistema vinha executando para se ajustar a nova realidade e, acelerou esse processo de transformações. Esta reforma levou ao crescimento e diversificação do sistema financeiro.

Pode-se dizer que os dois principais objetivos da reforma foram: oferecer condições de suprir as atividades econômicas com os recursos financeiros necessários e, dar poder de controle independente à condução da política monetária.

Para a consecução do primeiro objetivo dever-se-ia modificar as formas de captação de recursos, estimular os agentes a canalizarem os recursos ociosos para o sistema financeiro, e estruturar as formas de repasse. Neste sentido, que se insere a correção monetária, a criação de vários ativos financeiros não-monetários e as várias instituições. O princípio em que se baseou a reforma foi o de segmentação do mercado e a especialização das várias instituições. Armou-se a seguinte estrutura: bancos comerciais - créditos de curto prazo; SFH composto pelo BNH, caixas econômicas, associações de poupança e empréstimo, sociedades de crédito imobiliário - créditos de longo prazo

para a construção civil; financeiras - crédito ao consumidor; bancos de investimento - capital de giro de médio prazo; instituições do mercado de valores - negociação de títulos e valores mobiliários, mercado de capitais; bancos de desenvolvimento - créditos de fomento de longo prazo.

Quanto ao outro objetivo tem-se a criação do CMN e do BACEN, que seriam respectivamente o órgão normativo e o executor da política monetária. A estes caberia além do controle sobre a política monetária, a fiscalização e regulamentação do funcionamento de todo o sistema financeiro. Estes dois órgãos mais o Banco do Brasil constituem as Autoridades Monetárias. O objetivo de um controle independente da política monetária não foi atingido pelo estranho inter-relacionamento que se gerou entre BACEN -- BB -- TN.

As regulamentações bancárias e a condução da política monetária pelo BACEN permitiram a aceleração do processo de concentração bancária que se iniciara na década anterior. Segundo as autoridades oficiais, objetivava-se com isso, maior eficiência do sistema bancário através dos ganhos de escala e com isso a redução nas taxas de juros. Na realidade, a única consequência desse processo foi aumentar o poder dos grandes bancos, levou-se a oligopolização do setor bancário e estes megabancos encabeçaram um processo de conglomeração no sistema financeiro.

Outras medidas importantes foram as relacionadas a captação externa de recursos. Esta era possível pela Lei 4.131 e pela Res. 63 e se tornava atraente pela alta taxa de juros interna e a política cambial (minidesvalorizações) que não acompanhou a inflação logo barateava os recursos externos. Desencadeou-se um processo de internacionalização do crédito e de endividamento externo no período seguinte - Milagre Econômico.

Não se pode afirmar que a Reforma Financeira foi o determinante do Milagre, mas teve influência positiva ao dinamizar o consumo de duráveis através do endividamento familiar permitido pelo crédito ao consumidor, por deslocar uma grande massa de recursos para a construção civil através do SFH e por permitir a ampliação dos gastos do Estado.

O setor financeiro cresceu ao longo de todo este período. Isto é demonstrado pelo grande aumento na relação Haveres Financeiros/PIB e também pelo crescimento dos empréstimos. Percebe-se algumas características nesse crescimento; a primeira é a perda de importância relativa do Sistema Monetário frente ao Sistema não-monetário. E a segunda é a participação crescente do crédito externo. Uma terceira característica introduzida na Reforma, que será de crucial importância para o período seguinte e, que será tratada na seção seguinte, é a diversidade das unidades de conta com que trabalha o SF: títulos com taxa de juros pré-fixadas, títulos pós-fixados com correção monetária, pós-fixados com correção cambial, taxas subsidiadas, etc.

O grande volume de recursos que fluiu para o SF teve sua valorização garantida principalmente pelo setor privado que foi o principal tomador de recursos nesta fase. Poderia-se julgar que isto estaria demonstrando um maior engajamento do SF na atividade produtiva. Ilusão. A integração entre os dois setores se deu de forma apenas superficial. O SF privado continuou especializado no curto prazo integrando-se apenas na circulação de mercadorias e no financiamento do capital de giro das empresas. O crédito para investimento, de longo prazo, que é o relevante em termos de acumulação continuou vinculado às agências governamentais e aos recursos externos.

O segmento do SF privado que deveria se incumbir de fornecer o crédito de investimento e inclusive ser um elemento dinamizador do mercado de capitais era o dos bancos de investimento. Estes se especializaram no fornecimento de capital de giro. Isto deve-se a alguns fatos: em primeiro lugar, ao se introduzir taxas de juros reais positivas, pós-Reforma, para estimular o desenvolvimento da intermediação financeira elevando a "poupança financeira", instituiu-se a impossibilidade de se adequar os instrumentos de captação aos de aplicação; especialmente porque este setor, na área de crédito de longo prazo, iria concorrer com as agências governamentais que ofereciam créditos em condições especiais e com o SF internacional onde as taxas de juros despencavam. Assim, dado o diferencial entre os custos do dinheiro, a demanda de crédito de longo prazo se dirigiria ou ao governo

ou ao exterior, dada a permissividade no acesso ao crédito externo, não sobrando espaço para os bancos de investimento. Quanto à dinamização do mercado de capitais algumas dificuldades se colocavam. Em primeiro lugar a estrutura de propriedade das empresas no país: grande participação das estrangeiras e estatais e, no caso das nacionais que seriam o alvo deste mercado, estas são em grande parte familiares. Outro ponto é que a existência de aplicações garantidas e rentáveis para as poupanças e, após, o susto/prejuízo incorrido pelos aplicadores no "boom" especulativo de 1971 tem-se uma grande dificuldade a estimular os recursos a fluírem para este mercado. Assim, os bancos de investimento passaram a operar basicamente com depósitos à prazo e repasses de recursos externos destinados ao capital de giro das empresas.

Este não imbricamento entre os dois setores vai conduzir a dinâmicas de valorização próprias. Constituem-se esferas separadas que seguirão rumos separados no período seguinte.

A grande acumulação financeira que se observa no período está relacionada a uma sobre-utilização de recursos externos que se materializou no acúmulo de reservas que eram esterelizadas pela política de dívida pública. Desta forma se deu em grande parte descolada da acumulação real.

Modernização, especialização, internacionalização são as características do processo de crescimento do SF que poderia significar a "financeirização" da economia. Mas esta

ocorre apenas na superfície do processo e não significa o caminho em direção ao "capital financeiro", no sentido dado por Hilferding ao termo. Cabe ao Estado através dos bancos de desenvolvimento e dos fundos e programas, o comando do processo de concentração do capital. Isto é feito de maneira específica e incompleta, como enfatiza Tavares (1983), pois o Estado gera o aporte de recursos mas não detém a propriedade.

## II.3 1974/84: QUEBRA DO ESTADO E CIRANDA FINANCEIRA

Este período é marcado pelo desaquecimento da economia. Paralelamente a este fato, desencadeia-se um processo especulativo que caracterizaria a disfuncionalidade do sistema financeiro. Associado a isto e como determinante do processo, tem-se o fenômeno da falência do Estado que está vinculada à estatização da dívida externa e ao crescimento violento da dívida interna. A quebra do Estado e o seu vínculo com o processo especulativo é sintetizado no caráter financeiro que assume o déficit público.

O comportamento da economia ao longo deste período não foi uniforme. Para se entender como esse processo foi se desencadeando, deve-se dividir este período em alguns sub-períodos. 74/79: Do Crescimento e Crise; 79/80: Da Heterodoxia Delfiniana e 81/84: Do Ajuste Externo.

### II.3.1. II PND: CRESCIMENTO E CRISE

Em fins de 1973, a situação interna sinalizava a reversão do ciclo. O crescimento econômico no "milagre" desembocou em vários desequilíbrios setoriais, por exemplo, a oferta de alimentos para o mercado interno não acompanhou o ritmo do resto da economia. Alguns outros desequilíbrios se mostravam no setor de insumos básicos, infraestrutura, etc. Estes pontos se tornavam focos de pressão inflacionária. Associado a este fato, já se percebe uma

redução na demanda por duráveis. Tem-se ainda, a nível interno, um aumento das pressões sobre o governo para melhor distribuição da renda e maior abertura política.

Este já conturbado quadro interno, que por si só levaria a uma redução dos investimentos e desaquecimento da economia, é agravado pela crise internacional desencadeada pelo choque do petróleo em 1973, quando os países da OPEP quadruplicaram o preço do barril de petróleo, e por um choque de juros internacional de curta duração que se segue ao choque do petróleo.

Atendência da economia em 1974 era de aceleração inflacionária, devido às várias fontes de pressão represadas; esta aceleração se manifesta no aumento da taxa de inflação para aproximadamente 30% a.a., enquanto que em 73 havia sido de 15,4%. A crise no setor externo - devido tanto a redução das exportações resultante da crise mundial, quanto ao aumento no preço do petróleo e na taxa de juros internacional - manifesta-se em um alto déficit em transações correntes neste ano, levando à queima de reservas, o que deixa "explícita a vulnerabilidade da economia brasileira às indiossincracias da economia mundial."<sup>42</sup> A desaceleração "natural" do crescimento - devida a reversão cíclica - manifesta-se na queda da demanda de bens de consumo duráveis e redução do investimento privado em virtude das desproporcionalidades setoriais e do quadro de incertezas constituído pela instabilidade no

<sup>42</sup> Paulani, L. et alii, 1987, p. 79.

cenário internacional. Além disso, "a crise vem demonstrar o limite político desse modelo de desenvolvimento (período do milagre), já que o autoritarismo e os interesses dos grupos que interagiam com os centros decisórios do governo haviam claramente marginalizado a grande maioria da população."<sup>43</sup>, isto levou a várias pressões internas por maior abertura política e por mudança na política econômica no que se refere à distribuição de renda.

Com tudo isso, tem-se que: "enquanto o curto prazo (inflação e desequilíbrios na balança comercial) impunham um ajuste recessivo, e para isto bastaria um empurrão já que a tendência 'natural' era de desaceleração, a resolução a longo prazo (vulnerabilidade externa) e os constrangimentos políticos implicavam a continuidade do crescimento de forma redirecionada, tornando indesejável a saída recessiva".<sup>44</sup>

Assim, em meio a este cenário sombrio, o presidente Geisel, apresenta em setembro desse ano, o projeto de lei do II PND (II Plano nacional de Desenvolvimento) para os exercícios de 1975 a 1979. O II PND era colocado como a forma de superar a crise sem sacrificar o desenvolvimento. Como coloca Cruz:

"A emergência da crise internacional - num momento em que o ciclo expansivo doméstico dava os primeiros sinais de esgotamento - em nada abala a retórica desenvolvimentista do governo brasileiro. Pelo contrário, tratava-se, agora, de responder criativamente à crise aproveitando as oportunidades

---

43 *ibid.* p. 79.

44 *ibid.* p. 80.

abertas pela nova conjuntura internacional. Na visão das autoridades governamentais, a economia brasileira - uma "ilha de tranquilidade em meio a um mar revolto" deveria responder à crise através do crescimento acelerado, resguardando um relativo controle sobre a inflação e sobre o Balanço de Pagamentos. O dado novo na retórica oficial é que se tratava não mais de acelerar o crescimento desordenado, desequilibrado, mas sim de orientá-lo decisivamente na direção de setores que haviam ficado relativamente atrofiados no período anterior: insumos básicos e bens de capital."<sup>45</sup>

Segundo Castro (in Castro e Souza, 1985): "A resposta brasileira, acredito, não pode ser reduzida a qualquer dos termos da dicotomia convencional. Optou-se aqui por uma autêntica transformação: da economia e do seu relacionamento com o exterior. Frente a esta opção, o 'financiamento', propriamente dito, nada mais seria que a escolha da passividade, enquanto o ajustamento convencional equivaleria à mera climatização da economia."<sup>46</sup>

O que se vê é que, apesar de propor profundas transformações estruturais (ajustamento de longo prazo) na economia brasileira, a lógica do II PND possuía uma alta dose do que se convencionou chamar de "financiamento"; não no sentido da passividade colocada por Castro, mas na tentativa de superar os constrangimentos de curto prazo (déficit em transações correntes) através da captação de recursos externos que "teoricamente" seriam destinados a suprir de recursos financeiros os programas.

O Plano constituía-se num conjunto de investimentos que seriam feitos principalmente pelas empresas estatais, cujo objetivo era não somente manter o crescimento a taxas semelhantes à do período anterior, como também ajustar a estrutura econômica à situação de escassez de petróleo e

45 Cruz, P.D., 1984, p. 37-38.

46 Castro, A.D. e Souza, F.E.P., 1985, p.34.

consolidar uma sociedade industrial moderna<sup>47</sup>. A ênfase do programa seria dada para as indústrias básicas: as de Bens de Capital, Eletrônica Pesada e Insumos Básicos. Os objetivos eram substituir importações e abrir novas frentes de exportação. A lógica do modelo era, portanto, constituir um capitalismo moderno com o prosseguimento do processo de substituição de importações (PSI). Os principais grupos de insumos básicos contemplados eram: Siderurgia, Metais Não-Ferrosos, Petroquímica, Fertilizantes e Defensivos Agrícolas e, Papel e Celulose.

O outro ponto se refere à infra-estrutura. Quanto ao setor energético, o objetivo era atender internamente o essencial de suas necessidades. Neste sentido, dever-se-ia promover a substituição do petróleo por outras fontes energéticas quando possível. Os principais programas nesta área seriam: prospecção e produção de petróleo, energia nuclear (com a Nuclebrás), construção da Usina de Itaipu e, o PROÁLCOOL. No item transporte, todos os tipos seriam atendidos com programas específicos; destaca-se no tipo ferroviário, a Ferrovia do Aço<sup>48</sup>.

O II PND foi um programa estatal de investimentos que visava enfrentar a crise com crescimento, firmar uma indústria moderna, e superar de vez a dependência externa. O instrumento utilizado para a implementação do Plano foram as empresas estatais. Restava saber, como financiar, é por este

47 Ver o discurso de lançamento do II PND. Brasil, Leis (1974).

48 Sobre as metas do II PND ver Brasil, Leis (1974).

lado que pode-se entendê-lo como uma opção pelo financiamento e é onde aparecerão os maiores problemas futuros para a economia brasileira.

A implementação do II PND atenuaria a desaceleração do crescimento e iria impedir uma reversão abrupta do ciclo. Ao se fazer isto, julgava-se esquecer o outro problema econômico que a política econômica deveria atacar, a aceleração da inflação. A política econômica do período é caracterizada por este conflito: crescimento econômico ou combate à inflação.

"A pasta da Fazenda encontrava-se nas mãos de um ortodoxo, defensor do ajuste via redução do crescimento (M. H. Simonsem), enquanto a pasta do Planejamento era administrada por João P. dos Reis Velloso, àquela altura defensor incansável do papel do Estado como veículo da transição da economia brasileira para um estágio superior de desenvolvimento. O lançamento do II PND aparentemente resolve o combate, correspondendo a prevalência inicial das posições defendidas pelo Ministro Velloso. Todavia, a convivência das duas posições é problemática, de modo que a condução da política econômica ao longo do período 1974-78 é marcadamente hesitante (o pé ora está no acelerador e ora no freio) e o II PND, apesar de acionado desenvolve-se num ritmo arrastado, bem aquém da velocidade que se pretendia."<sup>49</sup>

Esta disputa em termos de política econômica caracterizou o "stop and go", marca registrada do período, que ampliava a incerteza e desestabilizava ainda mais o sistema.

<sup>49</sup> Paulani, L. et alii, 1987, p.00.

### II.3.2. ESTATIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA

Em decorrência das mudanças no cenário internacional, o país passou a experimentar vultosos déficits em transações correntes, os quais deveriam ser financiados com recursos externos. O setor privado nacional, devido à reversão cíclica da economia, começou a se ajustar diminuindo a captação externa via Lei 4131. A participação deste que era de 22,9% em 1973, passa para 13,9% em 1974, e para 6,4% em 1975. O setor privado externo que era o principal tomador em 1974, com uma participação de 50,8% no total de empréstimos via Lei 4131 começa a se retrair, passando para 43,3% em 1975, 34,5% em 1978 e 16,8% em 1979 (vide Tabela II.12). Como a necessidade de recursos era crescente, a única maneira era o setor público se endividar.

A estratégia para forçar a entrada de recursos externos, pelo lado do setor privado, era manter a taxa de juros interna elevada e fornecer uma série de incentivos tais como:

"redução dos prazos mínimos de amortização e carência exigidos pelo BACEN para registro de novos empréstimos, redução da alíquota do imposto de renda incidente sobre remessa de juros e comissões; isenção do imposto sobre operações financeira para operações de repasse de recursos externos, permissão para que os recursos não utilizados nas operações de repasse fossem aplicados na forma de depósitos em moeda estrangeira junto ao BACEN, etc."

Esperava-se com isso estimular a captação externa pelo setor privado, mas, esta se mostrou pouco eficiente, como sugerem os dados.

"Os resultados (...) sugerem que a perda de posição relativa das captações privadas decorreu, fundamentalmente, da desaceleração da taxa de crescimento do produto e da redução das inversões privadas, à medida que ambas afetaram negativamente a demanda por crédito em cruzeiros, inclusive em sua componente externa. Por outras palavras, enquanto o ritmo de crescimento do produto se mantém acelerado, a demanda por crédito exercida pelo setor privado é capaz de garantir um ingresso significativo de recursos externos. Num segundo momento, quando a taxa de crescimento do produto experimenta uma trajetória de desaceleração numa conjuntura onde, contraditoriamente se ampliam as necessidades de recursos externos, as captações privadas não crescem, o que determina uma participação cada vez maior do setor público como única forma de assegurar ingressos massivos de recursos externos."<sup>51</sup>

O jeito era forçar as empresas estatais. Com a implementação do II PND, as empresas estatais precisariam de um grande volume de recursos para financiar seus investimentos. Para forçá-las a captar no exterior, o Estado fez uma política de contenção tarifária para evitar o auto-financiamento e combater a inflação, restringindo o acesso destas ao crédito interno, o qual vinha diminuindo em função do combate inflacionário. Deste modo, só lhes restava o crédito externo.

"O financiamento dos projetos estatais estava condicionado, portanto, à geração de recursos próprios, à disponibilidade de recursos fiscais ou, ainda, à mobilização de recursos no exterior. Quanto à primeira alternativa (...) o reajuste dos preços e tarifas dos bens e serviços públicos passa a estar, crescentemente,

<sup>51</sup> *ibid.*, p. 143.

subordinado aos objetivos de combate à inflação. (...) Essa política significava em última instância, que as empresas estatais estavam impossibilitadas de exercer seu 'poder monopólico', via preços, para assegurar um crescimento autofinanciado. (...) A segunda alternativa - recursos do Tesouro - também acabava apresentando condicionantes afetos aos objetivos de combate à inflação. Num primeiro momento (...) ausência de qualquer medida de reforço à capacidade de mobilização de recursos fiscais. Num segundo momento (...) anúncio de corte no gasto público. (...) A dívida pública, por sua vez, era vista essencialmente como instrumento de política monetária. Por essa mesma época, como visto, eram impostas novas restrições à captação de recursos pelas empresas estatais no mercado financeiro doméstico. Dados tais vetores, torna-se evidente que a tomada de recursos externos acabava por se constituir no caminho 'natural' para o financiamento do projeto das empresas estatais. (...) as empresas estatais passavam a ser vistas, crescentemente, como tomadoras preferenciais pelos credores internacionais, pois além do aval do Tesouro, apresentavam programas de inversão de médio e longo prazos num contexto de desaceleração do investimento privado."\*

Com isto, a participação do setor público na captação via Lei 4101, que era de 35,3% em 1974, passa para 50,3% em 1975, crescendo continuamente até atingir 76,8% em 1979 (Vide Tabela II.12).

Desencadeia-se o processo de estatização da dívida, na qual utiliza-se as estatais necessitadas de recursos para fazer frente aos investimentos previstos no II PND como forma de "tapar os buracos" do Balaço de Pagamentos. É uma resposta à necessidade de recursos em um momento que não havia agentes privados dispostos a realizar as tomadas de recursos externos nos volumes requeridos.

A entrada crescente de recursos está condicionada às condições do sistema financeiro internacional. Passados os

---

\* *ibid*, p. 119 - 121.

anos de liquidez restrita, 1974/1975, voltou a abundância de liquidez devido à reciclagem dos petro-dólares (segundo momento de transbordamento do euromercado), levando à redução na taxa de juros internacional, estimulando portanto, a captação. Em 1976, a entrada de recursos já supera as necessidades de financiamento e permite se voltar a acumular reservas. A contrapartida interna era o endividamento como tentativa de se controlar a liquidez, já que o combate à inflação constituía-se no outro braço da política econômica.

É interessante notar que, neste segundo momento do endividamento externo, apenas nos primeiros anos apresentase a necessidade de recursos para fechar as contas comerciais, justamente nos anos de liquidez restrita, levando a uma queima de reservas; a partir de 1976 a situação já praticamente estabiliza-se.

"Conclui-se, portanto, que o novo impulso da dívida externa brasileira resultou de um segundo movimento de 'transbordamento' do euromercado de moeda e de uma política econômica decididamente indutora da tomada de recursos externos. O acréscimo da dívida pouco tem a ver com o comportamento da conta de mercadorias e de serviços produtivos, ou seja, com a contribuição de 'poupanças externas' ao crescimento, apresentando como contrapartidas principais o próprio custo da dívida e o acúmulo de reservas internacionais".<sup>53</sup>

Ainda, para estimular a captação externa do setor privado, o governo elimina o risco cambial. A Circular 230 e a Resolução 432 (1977), permitem às instituições financeiras e às empresas não-financeiras, respectivamente, depositarem

<sup>53</sup> Cruz, P. D., 1983, p. 49.

em cruzeiros no Banco Central, o valor correspondente a seus débitos externos (Resolução 63 e Lei 4131), ficando este último responsável pela dívida. "Na prática, institucionalizou um mecanismo de socialização de perdas decorrentes de desvalorizações cambiais mais acentuadas, mecanismo esse que foi extremamente útil às empresas endividadas por época da maxidesvalorização realizada em fins de 1979".<sup>54</sup> Esta facilidade de hedge cambial acrescentou um elemento especulativo ao sistema, eliminou o risco do setor privado, jogando todo o ônus sobre o Estado, e colocou mais um fator de instabilidade na política monetária. Quando se supõe que a taxa de câmbio está sobrevalorizada e a expectativa é de desvalorização cambial, ampliam-se os depósitos em moeda estrangeira (DME) no BACEN, como forma de se livrar da perda cambial. Quando não se espera a desvalorização cambial e a taxa de juros interna está elevada, reconverte-se os DME em cruzeiros até o momento em que se volta a esperar a desvalorização.

A maior participação do setor público na captação externa e os expedientes utilizados para livrar o setor privado do problema, fizeram com que a participação do setor público no endividamento externo total atingisse a casa dos 80% na década de 80. Este fato será um dos maiores problemas da economia brasileira na década passada.

Resta analisar como se financiou o setor privado ao longo do II PND. O Plano não se constituía apenas de

54 Cruz, P. D., 1984, p. 114.

investimentos estatais, mas caberia estimular o desenvolvimento de alguns setores, prioritários pelo setor privado, por exemplo, bens de equipamento: material elétrico pesado, mecânica, etc.

A forma utilizada para estimular e direcionar os investimentos privados nestes setores foi tanto a garantia de demanda devido às encomendas das estatais que estavam ampliando seus investimentos, como o crédito subsidiado, através do BNDE, BB e os fundos e programas. Este fato é confirmado ao se observar os empréstimos concedidos pelo setor financeiro ao setor privado. As maiores taxas de crescimento no período estão no segmento dos bancos de desenvolvimento. A participação destes no total, passa de 3,7% em 1973 para 10,4% em 1978 (Vide Tabelas II.14 e II.15).

"Por época do lançamento do programa houve um grande fortalecimento do BNDE enquanto agência financeira destinada a dar suporte à execução dos novos projetos de inversão. (...) Tais recursos destinaram-se, primordialmente, a viabilizar os projetos do setor privado nas áreas de bens de capital e de insumos básicos, seja através dos empréstimos diretos - e subsidiados - do BNDE, da participação acionária das três subsidiárias - IBRASA, FIBASE e EMBRAMEC - seja, ainda, através do crédito FINAME para a aquisição de equipamentos nacionais. (...) Note-se que as linhas diretas de crédito do BNDE, fortemente subsidiadas, destinavam-se a empresas de capital nacional. Esse novo esquema de financiamento explica porque as empresas de capital nacional, que ampliaram suas inversões após 1974 - as dos setores priorizados pelo II PND - praticamente nada contrataram junto ao sistema financeiro internacional."

TABELA II.14

## EMPRESTIMOS DO SISTEMA MONETARIO POR SEGMENTO

PARTICIPACAO (%) NO TOTAL E TAXAS DE CRESCIMENTO (Za.a.)  
(1974 - 1979)

(saldos de dezembro)

ANO	TOTAL		BANCO DO BRASIL		BANCOS FEDERAIS		BANCOS COMERCIAIS			
							ESTADUAIS		PRIVADOS	
	PART.Z	TX. CRESC	PART.Z	TX. CRESC	PART.Z	TX. CRESC	PART.Z	TX. CRESC	PART.Z	TX. CRESC
1974	49.46	37.33%	21.03	53.39%	2.08	35.58%	7.71	39.51%	18.64	22.26%
1975	49.12	14.60%	21.93	20.33%	2.04	12.93%	7.70	15.32%	17.45	8.01%
1976	47.85	22.13%	22.21	26.95%	1.88	15.66%	7.54	22.68%	16.22	16.58%
1977	47.51	-0.78%	21.76	-2.06%	1.88	0.10%	7.68	1.77%	16.18	-0.31%
1978	49.97	6.84%	21.25	-0.80%	1.89	2.09%	8.60	13.80%	18.22	14.35%
1979	50.90	19.67%	21.20	17.17%	1.89	17.68%	9.03	23.33%	18.77	21.06%

FONTE - BOLETIM MENSAL DA BANCO CENTRAL DO BRASIL - VARIOS VOLUMES

TABELA II.15

## EMPRESIMOS DO SISTEMA NAO-MONETARIO POR SEGMENTO

PARTICIPACAO (%) NO TOTAL E TAXAS DE CRESCIMENTO (Z.a.a.)  
(1974 - 1979)

(saldos de dezembro)

ANO	TOTAL		FINANCEIRAS		BANCOS DE INVESTIMENTO		S.F.H.		BANCOS DE DESENVOLVIMENTO	
	PART.Z	!TX. CRESC!	PART.Z	!TX. CRESC!	PART.Z	!TX. CRESC!	PART.Z	!TX. CRESC!	PART.Z	!TX. CRESC!
1974	50.54	35.09%	11.73	8.37%	10.60	15.95%	21.93	49.36%	6.29	127.22%
1975	50.88	16.15%	9.93	-2.30%	10.44	13.63%	22.73	19.61%	7.78	42.74%
1976	52.15	28.52%	8.04	1.47%	9.53	14.47%	25.53	40.83%	9.05	45.92%
1977	52.49	0.58%	6.76	-15.91%	9.72	1.94%	26.57	3.96%	9.44	4.23%
1978	50.03	-3.18%	7.83	17.63%	10.33	7.96%	21.46	-17.93%	10.40	11.95%
1979	49.10	15.30%	7.15	7.24%	10.81	22.87%	20.83	14.01%	10.32	16.48%

FONTE - BOLETIM MENSAL DA BANCO CENTRAL DO BRASIL - VARIOS VOLUMES

A ampliação das linhas de crédito especiais neste período diferencia ainda mais as unidades de conta com que opera o sistema financeiro. A contrapartida disto em termos de Estado é uma piora na sua situação financeira ao ampliar as transferências de subsídios, e, um atrelamento das decisões privadas de investimento à condução da economia pelo Estado.

O que se observa com a forma de financiamento do II PND é o pequeno engajamento do Sistema Financeiro Nacional (SFN)- privado- neste projeto. Os recursos para os investimentos das estatais vieram, em sua maior parte, do exterior e, quanto ao financiamento privado, o Estado continuou a fazer o papel de "capital financeiro" (específico e incompleto) ao comandar o processo de acumulação, fornecendo os recursos ao setor privado. Se não houve este engajamento do SFN no projeto de desenvolvimento, como ele atuou e se desenvolveu no período?

### II.3.3. FUNCIONAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Apesar de não participarem diretamente do projeto desenvolvimentista, observa-se que os intermediários financeiros continuaram aumentando sua participação no PIB, crescendo a taxas maiores que o resto da economia. Os haveres financeiros continuaram crescendo, prosseguindo a tendência de queda da participação dos haveres monetários frente aos não monetários. Dentro dos haveres não

monetários, observa-se a perda de importância das letras de câmbio, que apresentam taxas de crescimento negativas ao longo de todo o período, bem como das letras imobiliárias. Por outro lado, observa-se um grande crescimento dos depósitos de poupança, títulos públicos federais e depósitos a prazo. Quanto aos empréstimos, nota-se um menor crescimento da participação das instituições privadas, perdendo espaço para as agências oficiais. (Vide Tabelas II.4 e II.5)

Para se analisar estes processos deve-se entender o funcionamento do sistema financeiro no que se refere a dois aspectos: a criação de ativos e a captação de recursos. O primeiro, está ligado ao fenômeno especulativo e às relações interfinanceiras, a criação de moeda endógena no sistema. Quanto ao segundo aspecto, deve-se diferenciar a forma de atuação das diversas instituições.

#### II.3.3.1. CRESCIMENTO DOS ATIVOS FINANCEIROS

Observa-se entre 1974/78 uma relação estável Haveres Financeiros/PIB que se situou em todo o período pouco acima dos 40%. Mas dentro desta estabilidade percebe-se uma alteração na estrutura interna em que os ativos monetários reduziram-se de 17,7% do PIB para 13,3% correspondendo a apenas 32,5% dos ativos totais, enquanto os ativos não-monetários passam de 23,5% do PIB para 27,5%, o que corresponde a 67,5% do total dos ativos (Vide Tabela II.4).

Dentro dos haveres não-monetários percebe-se um retração das letras de câmbio e das letras imobiliárias e um grande aumento dos depósitos de poupança, depósitos a prazo e títulos públicos. A questão que se coloca é o que explica esta acumulação financeira?

A primeira explicação que poderia ser dada a esse processo é que o desenvolvimento do sistema financeiro permitiu um crescimento da poupança. Esta explicação segue a idéia de Rangel (1986) sobre a funcionalidade da inflação brasileira, no período pré-64, para o crescimento dos investimentos. A idéia básica é que em um processo inflacionário, na ausência de ativos que permitam a defesa do poder aquisitivo do dinheiro, todos os recursos ociosos tendem a ser gastos imediatamente, quer em investimentos pelas empresas, quer em consumo pelas famílias. O desenvolvimento do sistema financeiro e a criação de ativos que preservassem o valor real das poupanças tenderia a diminuir esta "ânsia" pelo gasto e permitiria a ampliação da poupança. Nesta mesma linha de argumentação explica-se a queda na participação dos ativos monetários. A existência dos haveres não monetários seria um imã, em um contexto inflacionário, para os recursos isto é, ocorreria uma fuga da liquidez. Esta argumentação estaria em consonância com as teorias tradicionais de demanda por moeda e análises de portfólio.

O que está por trás dessa análise é que o crescimento da poupança da sociedade está sustentando o crescimento dos ativos. Segundo Tavares (1983):

"Ao analisar a evolução dos ativos financeiros globais verifica-se uma expansão acelerada nos últimos 10 anos. Esta exprime a resposta, do lado dos ativos, ao crescimento acelerado dos passivos gerais da economia, isto é, do endividamento progressivo das famílias (consumo metropolitano), das empresas (produção e investimento) e do Estado (sobretudo através do endividamento externo, que tem como contrapartida monetária o endividamento interno). A maior parte das "poupanças" que ocorrem para comprar esses ativos não são em realidade poupança em nenhum sentido, nem micro nem macroeconômico" 56

Assim, não é no crescimento da poupança que se deve buscar a razão do crescimento dos ativos financeiros e do sistema. Esta deve ser buscada na forma como este se adequou ao modelo de crescimento da economia que se baseou no endividamento crescente dos agentes econômicos.

O sistema financeiro no Brasil desenvolveu bem as funções de ampliar as relações de débito e crédito na economia (criação de crédito) e, diversificação e acumulação de ativos financeiros (transferências de recursos). Possibilitou a função de valorização financeira, mas não se engajou no financiamento da acumulação, concentração e centralização de capital; esta ficou a cargo do Estado. O SFN desenvolveu bem as funções de intermediação para atender as necessidades de curto e médio prazo, através da diversificação de ativos e emissão de crédito.

---

56 Tavares, M.C., 1983, p. 115.

Se o crescimento dos ativos financeiros não corresponde ao aumento da poupança, ou fuga de liquidez, como explicá-lo? Para Tavares:

"A massa global dos ativos financeiros é basicamente transacionada no interior do sistema financeiro, que utiliza os títulos líquidos como dinheiro "endógeno", na busca contínua de valorização financeira. A emissão primária, realizada com forte deságio corresponde, por sua vez, ao fluxo de endividamento primário dos agentes produtivos, famílias e do Estado contra o setor financeiro, e não corresponde à 'poupança' de ninguém. O setor financeiro, com base nesse fluxo de títulos 'primários' emite continuamente novos títulos 'secundários', que ao invés de serem guardados em carteira, até a sua maturação, servem de base ampliada à dívida interfinanceira e acionam, assim, a circulação rápida e retroalimentada dos papéis. (...) Os agentes financeiros vivem do lucro sobre operações 'passivas' de terceiros ou, ultimamente, e cada vez mais, de ganhos especulativos, de valorização de suas carteiras de 'ativos'".

Esta circulação financeira crescente pressupõe um volume crescente de títulos (ativos financeiros) com uma perfeita transacionalidade, isto é, que sejam líquidos e funcionem como "dinheiro". É por esta razão, a liquidez dos ativos financeiros, que o seu crescimento não pode ser considerado como fuga de liquidez. Assim, a autora propõe a distinção entre o que chama liquidez monetária e liquidez financeira. A primeira consistindo da "moeda de curso forçado" da qual não se consegue fugir, a moeda necessária para as transações diárias, circulação de mercadorias - a moeda enquanto meio de circulação. A segunda, que diz

respeito à perfeita transacionalidade dos ativos, seria a moeda enquanto reserva de valor<sup>59</sup>.

Os principais "instrumentos de circulação financeira", dinheiro financeiro, são os títulos públicos federais, sem risco, protegidos contra a inflação, oferecendo uma rentabilidade e possuindo liquidez (cartas de recompra do BACEN). "O expediente da carta de recompra significou a institucionalização da liquidez financeira, já que viabilizou a qualquer instituição 'picar' grandes massas de títulos na ausência de tomadores finais, transformando títulos da dívida direta em indireta."<sup>60</sup> O crescimento do volume destes títulos, justificado pelo controle monetário, teve como principal função nutrir esta circulação financeira crescente, uma vez que o Tesouro não apresentou déficits que justificassem esta emissão continuada de títulos. É, portanto, sobre uma base ampliada de circulação financeira, possibilitada pelo endividamento público crescente, que se desenvolve o sistema financeiro<sup>61</sup>. A valorização financeira, que se poderia dizer "fictícia", uma vez que se processa por uma circulação rápida e retroalimentada de papéis, sem vínculo com a valorização produtiva - já que está desancorada do processo de acumulação - é possibilitada pela

59 Ibid p. 110-114.

59 IESP - FUNDAP, 1968-A, p. 22.

60 Segundo Faria, 1969, p. 243, o multiplicador bancário no Brasil desenvolve-se a partir de empréstimos ao governo (compra de títulos públicos) e não de depósitos.

"descapitalização" do Estado que se vê imerso num processo de endividamento crescente.

Essa dicotomia entre os dois dinheiros que permite uma valorização financeira desancorada é um dos principais elementos da crise financeira. O outro foco de instabilidade são as diferentes unidades de conta, o que levou a mudanças na estrutura interna dos ativos não-monetários com o crescimento dos ativos com correção monetária a posteriori em detrimento dos ativos com correção monetária a priori. Estes dois elementos são fundamentais para o entendimento da crise financeira e do processo especulativo.

#### II.3.3.2. CRISE FINANCEIRA E ESPECULAÇÃO

Entende-se aqui, por crise financeira<sup>61</sup>, o processo de retração da atividade produtiva, que acompanha a elevação da taxa de juros. Na fase concorrencial do capitalismo, este processo vinha acompanhado de crises econômicas que se materializavam em deflação e "quebradeira" geral na economia. Na fase atual, este processo vem acompanhado da elevação contínua dos preços - um processo inflacionário.

Quando o nível de produção e conseqüentemente o investimento se reduzem, há dois efeitos opostos sobre a demanda por crédito. Diminui por um lado, a necessidade de crédito para a circulação, uma vez que reduz-se a massa global de mercadorias. As famílias diminuem a demanda por

<sup>61</sup> Ver a discussão sobre crises financeiras no Cap. I.

crédito ao reduzirem o consumo de duráveis, e as empresas restringem as necessidades de crédito para capital de giro. Por outro lado, tem-se uma ampliação da demanda por crédito, já que cresce a preferência pela liquidez (para fins especulativos) e, também porque as unidades que se endividaram no período anterior de expansão, precisam reciclar suas dívidas (revalidar os títulos antigos), pois com a retração da atividade torna-se mais difícil saldá-las.<sup>62</sup> Esta demanda por crédito, para especulação e revalidação de dívidas, possui um maior grau de incerteza pela maior insegurança de retorno, uma vez que não está lastreada numa massa de mercadorias, portanto, só poderá ser atendida a juros crescentes, tendendo a agravar ainda mais a situação.

Para entender a crise financeira "à brasileira" deve-se continuar com a distinção entre liquidez financeira e liquidez monetária, acrescentando-se uma distinção adicional ao sistema financeiro no que se refere à unidade de conta com que operam: setor nominal e setor real.

A crise de liquidez atinge o setor monetário e não o financeiro. O crédito no setor monetário corresponde ao endividamento direto de famílias e empresas, baseando-se em títulos primários que "tem como limite a garantia 'real' da produção, do consumo e do patrimônio, não podendo estender-se além deles"<sup>63</sup>. Com a retração da produção estes novos

<sup>62</sup> Ver Tavares, H C, 1963, p. 130.

<sup>63</sup> *Ibid.*, p. 131.

títulos não tem como expandir-se (uma vez que a base real que lhes dá sustentação está restrita e, além disso concorrem com a reciclagem das dívidas passadas) restringindo-se então a liquidez monetária. "Assim, a dívida primária das famílias e das empresas diminui para dar lugar à renovação do violento estoque de dívida contraída no auge".<sup>44</sup>

Quanto à liquidez financeira que é a base da circulação financeira de títulos, tendo por base o volume crescente de títulos, principalmente títulos da dívida pública "não tem limite algum, salvo a credibilidade e o "poder" do sistema financeiro ante si mesmo e ante às Autoridades Monetárias"<sup>45</sup>. Nesta órbita gera-se excesso de dinheiro, inclusive o que se desloca do setor monetário, que é preciso aplicar continuamente para promover a valorização do capital-dinheiro.

"Assim, a particularidade da 'crise brasileira' de crédito é (...) que numa das órbitas do sistema, a financeira, haja 'excesso' de dinheiro, que é preciso aplicar continuamente para render mais dinheiro - a valorização fictícia do capital-dinheiro - e na outra órbita, a 'monetária', falte dinheiro (meios de pagamento) para liquidar e refazer permanentemente as dívidas crescentes de todos os agentes 'extra-bancários', que não tem o poder legal de emitir títulos financeiros negociáveis no 'mercado aberto' de valores".<sup>46</sup>

<sup>44</sup> *ibid.*, p. 131.

<sup>45</sup> *ibid.*, p. 131.

<sup>46</sup> *ibid.*, p. 131.

A expansão da dívida externa coloca a necessidade crescente de novos recursos para fazer frente aos serviços desta. Para estimular a captação externa, mantém-se os juros internos elevados. A entrada de divisas (acima das necessidades) leva o BACEN a desembolsar cruzeiros para cobrir as operações externas. Com o objetivo de se controlar a base monetária leva-se ao crescimento do endividamento interno. A colocação desses novos títulos da dívida pública só pode ser feita em melhores condições (maiores juros), tornando-se, assim, mais atraente para os recursos ociosos e estimulando-se ainda mais a captação externa para fins especulativos (diferencial entre custo de captação externa e a remuneração interna).

"Julgando 'enxugar' com esta operação a liquidez 'excessiva' proveniente da ampliação da chamada 'base monetária externa', está-se em realidade criando uma máquina especulativa montada na esquizofrenia dos dois dinheiros - os meios de pagamentos e o dinheiro financeiro - que passa a ter como base interna os títulos do Tesouro."<sup>47</sup>

A credibilidade deste circuito vai depender se estes títulos podem constantemente ser convertidos em "dinheiro de curso forçado". "A 'liquidez real' torna-se insuficiente para a valorização desenfreada do 'dinheiro financeiro'. Pedese de volta ao Banco Central que sancione o 'valor' dos títulos da dívida pública".<sup>48</sup> Isto é garantido pela constante emissão monetária via Autoridades Monetárias, que

---

<sup>47</sup> *ibid.*, p. 133.

<sup>48</sup> *ibid.*, p. 133.

para enxugar novamente a liquidez lançam novos títulos, fecha-se o círculo especulativo, com o Tesouro nutrindo a esfera financeira com o endividamento crescente do setor público e às custas da desvalorização constante da moeda de curso forçado. A especulação torna-se uma atividade segura para os aplicadores com a garantia do Estado.

Outro foco de instabilidade no sistema financeiro são as diferentes unidades de conta com que este opera. De um lado, as operações pré-fixadas nas quais é definido uma taxa de juros nominal ex-ante, embutindo uma dada expectativa de desvalorização da moeda (correção monetária implícita), são contratos nominais. Por outro lado, as operações pós-fixadas, nas quais se determina o rendimento real e acrescenta-se a correção monetária. Pode-se colocar ainda operações "reais" que ao invés da correção monetária utilizam a variação cambial<sup>49</sup>.

"Um sistema que funciona com mais de uma unidade de conta só pode ser estável se a relação entre essas unidades não sofrer alterações bruscas e imprevisíveis, o que pode ocorrer com variações na inflação esperada ou por mudanças nos critérios norteadores da correção monetária e cambial. Estas duas últimas são instrumentos mais gerais de política econômica e não instrumentos específicos da estabilização do sistema financeiro, o que agrava o problema."<sup>50</sup>

Estes diferentes tipos de operação levaram a uma segmentação/especialização no mercado. Silva (1979), divide este em setor nominal, que seria o que opera com contratos

<sup>49</sup> Ver Silva, A. M., s/d, p. 32-35.

<sup>50</sup> IICOP - FUNDAP, 1968-1, p. 17.

nominais e, o setor real, que opera com contratos em termos reais. As instituições financeiras privadas (com exceção daquelas ligadas ao SFH) especializaram-se nos contratos em termos nominais, pelo fato de seus repasses serem feitos basicamente na forma de descontos e créditos de curto prazo que são contratos em termos nominais. Se a captação fosse feita em termos reais, haveria grandes riscos de se ter prejuízo, isto é, chegar a spreads negativos cada vez que ocorresse um choque inflacionário.

Já as agências governamentais e o SFH operam basicamente com contratos em termos reais. Grande parte dos recursos deste setor, são as poupanças compulsórias - corrigidas pela correção monetária e recebendo um rendimento real - , e os recursos das cadernetas de poupança que tem a mesma sistemática de cálculo. Os repasses dessas instituições, por seu turno, não obedecem a mesma lógica e se constituem, grande parte, em créditos subsidiados (habitação, BNDE, fundos e programas, etc). Assim,

"a existência de contratos em termos reais, de um lado, e a maciça presença do governo no mercado, de outro, definiu uma situação bastante complexa para a fixação da taxa de juros. Do lado da captação parcela substancial da poupança financeira é remunerada a base de 4 a 6% a.a. mais correção monetária a posteriori, Isso seguramente fixa um patamar mínimo de remuneração aos olhos do poupador. (...) De outra parte, no lado das aplicações, criaram-se linhas de crédito subsidiado para setores prioritários que supostamente não teriam condições de suportar custos financeiros fixados a partir da remuneração da poupança financeira. É como se estivéssemos criando a possibilidade para que o maior agente do mercado de capitais do Brasil passasse a operar com 'spread negativo'".<sup>71</sup>

71 Silva, A.M., s/d, p.41.

O "rombo" é coberto pelo Tesouro com endividamento.

Essa dicotomia no mercado, vai expor toda a sua fragilidade com a aceleração inflacionária pós-74. Segundo Silva (S/D), em fase de aceleração das taxas de inflação, os recursos que fluem para o sistema financeiro buscam as aplicações seguras, logo, canalizam-se para os contratos em termos reais. Há uma fuga das aplicações nominais. Isto é demonstrado pela já mencionada diminuição do volume de letras de câmbio e, o grande crescimento das cadernetas de poupança e dos títulos da dívida pública federal.

Pelo lado dos tomadores de recursos, estes preferem as operações em termos nominais pois há a possibilidade de se chegar a taxa de juros negativas. Gera-se uma crise de liquidez no setor nominal. As instituições que continuam a operar com contratos em termos nominais tendem a elevar violentamente as taxas de juros, na tentativa de defender-se dos spreads negativos. Mesmo assim, esse resultado não é garantido devido à aceleração da inflação.

"podemos eventualmente observar:

- a) crescente crise de liquidez no setor financeiro que opera primariamente no setor nominal (...) o que eventualmente pode conduzir à insolvência por iliquidez; e
  - b) igualmente insolvência das empresas que tenham contratado débitos em termos reais no passado (...)
- Isso tudo impõe uma extraordinária pressão sobre a oferta de liquidez primária"\*\*\*

A única saída é o BACEN ir "salvar" este setor através de recursos via redução dos depósitos compulsórios e aumento da

parcela remunerada destes, e amplia-se a ajuda financeira às instituições. Para ajudar as empresas endividadas e para desestimular as aplicações em termos reais altera-se a sistemática de correção monetária, proíbe-se cadernetas de poupança para pessoas jurídicas e limita-se a correção monetária de empréstimos do BNDE e BNH. Mais uma vez a contrapartida é o endividamento público.

O resultado é, portanto, crise de liquidez no setor nominal e excesso de liquidez no setor real. O aumento da taxa de juros nominal - na tentativa de defesa do setor nominal - agrava ainda mais a situação ao "jogar mais lenha na fogueira" especulativa.

"A crescente demanda por fundos especulativos encontra condições excepcionais para captar recursos no exterior (...) começa a ocorrer uma maciça entrada de recursos financeiros do exterior. (...) Isso ocorria não para satisfazer as necessidades de investimento da economia brasileira, mas sim para alimentar a onda especulativa financeira doméstica."<sup>73</sup>

Os investimentos se reduzem e os recursos vão procurar a valorização na esfera financeira, buscando o setor real. Este circuito é alimentado pela contínua emissão de títulos públicos que garantem a valorização fictícia do capital-dinheiro que se desloca para a esfera financeira. Lembremos que todo esse processo é assegurado em última instância, pela garantia de conversibilidade devido ao poder do BACEN de emitir a "moeda legal".

73 *ibid.*, p. 70-71.

"Se acrescentarmos nesse contexto a convivência do sistema com um espectro amplo de taxas de juros (de positivas a negativas, em termos reais), completa-se o quadro da especulação, dado pela possibilidade de acesso a linhas de crédito subsidiado que podem ser aplicadas em ativos indexados e com remuneração real; gera-se o fenômeno conhecido como 'ciranda financeira'. A ciranda financeira constitui-se basicamente na troca de posições ativas e passivas entre o setor público e privado, viabilizada continuamente pelo spread negativo do sistema (crescente com o aumento das taxas de inflação) deixando no seu rastro um elevado endividamento interno e externo."<sup>74</sup>

A consequência de todo esse processo é então crescimento da dívida externa e endividamento público interno, alimentando-se um circuito especulativo, e gerando-se uma disfunção financeira, na qual todos recursos que fluem para o sistema financeiro são usados para uma valorização "fictícia" sobre papéis do governo. A própria política monetária vai mostrando sua ineficácia no círculo. aumento de juros, inflação e tentativa de controlar a liquidez (dificilmente conseguindo, dada a necessidade de injetar liquidez para evitar as inadimplências). Os únicos recursos que se deslocam para investimentos são os de crédito subsidiado concedidos pelas agências governamentais (e mesmo assim, parcela deste vaza para a especulação). Mostra-se a "propensão a magnificar crises embutida na estrutura do mercado de capitais do país."<sup>75</sup> Tudo é possível pelo processo de degeneração das contas públicas e pela corrosão monetária.

74 IESP - FUNDAP, 1988-A, p. 23.

75 Silva, A.M., s/d, p. 56.

#### II.3.4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

O fenômeno marcante do período 1974/79 foi a contradição em termos de política econômica, no que se refere ao chamado "stop and go". De um lado tem-se o projeto desenvolvimentista do II PND que buscava completar o PSI e firmar de vez no país uma estrutura industrial moderna. Este programa constituía-se numa massa de investimentos feitos pelas empresas estatais e em vários incentivos ao setor privado. Os setores priorizados seriam os de bens de capital, eletrônica pesada e insumos básicos. Por outro lado, tem-se a política anti-inflacionária que se baseava no controle monetário.

O financiamento dos projetos do II PND se deu de forma diferenciada. Para o financiamento dos investimentos das estatais recorreu-se ao endividamento externo uma vez que cerceou-se o acesso ao crédito doméstico e restringiu-lhes o auto-financiamento pela contenção tarifária. A utilização das empresas estatais para a captação de recursos externos atendia, num primeiro momento, à necessidade de cobrir os déficits do balanço de pagamentos e num segundo momento, para constituir reservas. O financiamento do setor privado envolvido com o projeto desenvolvimentista fez-se basicamente com crédito subsidiado de instituições governamentais. Como se vê, o SFN continuou à margem do financiamento do crescimento, desatrelado do processo produtivo.

O funcionamento do SFN restringiu-se à valorização financeira, que se baseia exclusivamente na circulação retroalimentada de papéis. O crescimento dos ativos financeiros não tinha nenhuma relação com o crescimento da poupança para investimentos, era simplesmente "poupança" financeira presa a um circuito especulativo. Esse circuito era permitido pela política econômica que forçava a taxa de juros interna para cima, de forma a estimular a captação externa, em seguida esterilizava esta entrada de recursos com títulos da dívida pública que alimentava o circuito de valorização-fictícia do capital-dinheiro.

Arma-se a crise financeira "à brasileira". Ao se observar o setor financeiro nota-se um crescimento de recursos à sua disposição e, ao se analisar mais detidamente, percebe-se grandes diferenças internas, e que a grande massa de recursos é, na realidade, uma falta. Quer se siga a orientação de Tavares (1983), que distingue entre "liquidez financeira" e "liquidez monetária", quer se siga a idéia de Silva (s/d) que separa entre "setor nominal" e "setor real", conclui-se que o excesso de recursos - liquidez - está preso a uma esfera especulativa (liquidez financeira e setor real) e que para a concessão de crédito há falta de liquidez. Este processo só se tornou possível graças à deterioração do Estado e à aceleração inflacionária.

Chega-se ao fim desse período com um enorme endividamento público, tanto externo - pelo processo de

estatização da dívida, como interno - que suportou a especulação e o crescimento econômico. O SFN transformou-se no campo de valorização fictícia, numa esfera totalmente especulativa sem qualquer vínculo com os empreendimentos (investimentos), perdendo o caráter de intermediário financeiro. A atividade econômica atrelou-se ao Estado tanto em termos de investimento direto quanto financiamento ao setor privado.

A consequência deste quadro, é que a década de 80 será prisioneira deste período. Ao se fazer sentir a restrição externa e a real situação do Estado, a economia parece entrar numa crise sem volta. Assim, ao mesmo tempo em que o II PND permitiu uma mudança estrutural da economia, levando a um grande desenvolvimento econômico e uma maior autonomia - aspecto este que autores como Castro, (1985) consideram o principal fato do período ao permitir-se maior liberdade para o ajuste seguinte - levou também, devido à forma como se deu o financiamento e a condução da política econômica (conjuntural), à consequências financeiras, catastróficas que persistem até hoje.