

**JOSÉ BENEDITO DE PAULA**

**DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E BAIXA EFICIÊNCIA NO PROCESSO DE  
ACUMULAÇÃO DE CAPITAL: UM ESTUDO SOBRE O CASO DOS BANCOS  
PRIVADOS NO BRASIL NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA**

**CURITIBA**

**ABRIL/2007**

**JOSÉ BENEDITO DE PAULA**

**DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E BAIXA EFICIÊNCIA NO PROCESSO DE  
ACUMULAÇÃO DE CAPITAL: UM ESTUDO SOBRE O CASO DOS BANCOS  
PRIVADOS NO BRASIL NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA**

**Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em  
Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais  
Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como  
requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em  
Desenvolvimento Econômico.**

**Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado**

**CURITIBA  
ABRIL 2007**

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

**JOSÉ BENEDITO DE PAULA**

**DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E BAIXA EFICIÊNCIA NO  
PROCESSO DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL: UM ESTUDO SOBRE O  
CASO DOS BANCOS PRIVADOS NO BRASIL NA PERSPECTIVA PÓS-  
KEYNESIANA**

**Tese aprovada como requisito parcial para obtenção do título  
de doutor no Curso de Pós-Graduação em Desenvolvimento  
Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade  
Federal do Paraná.**

**Banca Examinadora:**

**Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado (UFPR) – Orientador**

**Prof. Dr. Fábio Dória Scatolin (UFPR)**

**Prof. Dr. José Gabriel Porcile Meireles (UFPR)**

**Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho (UFRGS)**

**Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula (UERJ)**

**Curitiba, 20 de abril de 2007**

**Aos meus pais (in memoriam), à  
minha esposa e aos meus filhos.**

## **Agradecimentos**

Agradeço, em primeiro lugar, e de modo especial, ao Professor Marcelo Luiz Curado, que, mais uma vez, na condição de orientador, mestre e amigo, e sempre paciente, me forneceu as bases e o norte indispensáveis para o desenvolvimento e finalização deste trabalho.

Agradeço aos professores Fábio Dória Scatolin, Fernando Ferrari Filho e José Luís da Costa Oreiro, os quais, como membros da banca de qualificação, apontaram lacunas no trabalho e me deram várias sugestões que melhoraram sensivelmente a sua qualidade. Aos professores Luiz Fernando Rodrigues de Paula e José Gabriel Porcile Meireles, pelos comentários e sugestões apresentados por ocasião da defesa final da tese.

Agradeço aos meus professores do Curso de Doutorado, em cujas disciplinas pude enriquecer meus conhecimentos e ampliar a minha visão sobre problemas teóricos e empíricos no campo do desenvolvimento econômico.

Agradeço aos meus colegas do Departamento de Economia, que me emprestaram o seu apoio e estímulo antes e durante o curso de doutorado, o que faço de modo especial aos professores Maurício Aguiar Serra e Ramón G. Fernández.

Agradeço à professora Françoise Iatski de Lima, que, com competência e “olhos de lince”, leu pacientemente todo o texto, cujas observações possibilitaram corrigir várias impropriedades na versão final deste trabalho.

Agradeço aos técnicos do Laboratório de Informática, aos funcionários do Departamento de Economia e da Coordenação do Curso de Pós-Graduação, pela ajuda em diferentes fases na elaboração deste trabalho.

Finalmente, agradeço à minha esposa, pelo estímulo permanente, pela paciência, compreensão e carinho que soube me dedicar nessa longa e difícil caminhada de minha vida.

“(...) o remédio para o auge da expansão não é a alta, mas a baixa da taxa de juros! Pois aquela pode fazer perdurar o chamado auge da expansão. O verdadeiro remédio para o ciclo econômico não consiste em evitar o auge das expansões e em manter assim a semi - depressão permanente, mas em abolir as depressões e manter deste modo permanentemente em um quase-boom!”. (Keynes, TG, 1982).

“(...) acho que não se pode, com segurança, abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento.” (Idem).

“(...) In order to understand our economy it is necessary to take a critical, nonsense look at banking. It is disruptive force that tends to induce and amplify even as it is an essential factor if investment and economic growth are to be financed.” (Minsky, 1986).

## SUMÁRIO

### LISTA DE SIGLAS

### RESUMO

### ABSTRACT

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO – DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E SUAS CONEXÕES COM A ATIVIDADE ECONÔMICA</b>	<b>12</b>
2.1 ALGUNS ASPECTOS DA TEORIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS EFICIENTES	14
2.2 AS ABORDAGENS DE INSPIRAÇÃO NEOCLÁSSICA SOBRE O PAPEL E O COMPORTAMENTO DOS BANCOS	19
2.2.1 Alguns aspectos da análise de Fama	19
2.2.2 A análise de Tobin	20
2.2.3 A intermediação financeira na abordagem de Gurley-Shaw	24
2.3 O paradigma da repressão financeira	27
2.3.1 A abordagem de Shaw: repressão e liberalização financeira	27
2.3.2 O paradigma da repressão financeira em McKinnon	30
2.4 BANCOS, CRÉDITO, AVERSÃO AO RISCO E RACIONAMENTO DE CRÉDITO EM STIGLITZ	40
2.5 A ABORDAGEM INSTITUCIONAL DE ZYSMAN	46
2.5.1 As características gerais dos três modelos de sistemas financeiros	49
2.5.2 Análise dos principais aspectos histórico-institucionais dos três modelos	52
2.6 AS ABORDAGENS PÓS-KEYNESIANAS	65
2.6.1 A análise de Chick sobre a evolução das estruturas financeiras	65
2.6.2 O comportamento da firma bancária keynesiana	68
2.6.3 Bancos, moeda e atividade econômica em Minsky	72

2.7 INVESTIMENTO, POUPANÇA E TAXA DE JUROS. EFICIÊNCIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS. O MODELO PÓS-KEYNESIANO DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO	83
2.7.1 Aspectos da controvérsia clássico-keynesiana sobre poupança, investimento e taxa de juros	83
2.7.2 O conceito pós-keynesiano de sistemas financeiros eficientes (ou funcionais)	88
2.7.3 O circuito financiamento-investimento-poupança- <i>funding</i>	91
<b>3. O SISTEMA FINANCEIRO PRÉ-REFORMAS DE 1964-65</b>	<b>100</b>
3.1 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO	100
3.1.1 O sistema de autoridades monetárias	100
3.1.2 Os instrumentos de gestão monetária	102
3.2 AS INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO: CARACTERÍSTICAS E FUNÇÕES	105
3.2.1 Os Bancos Comerciais	106
3.2.2 O Banco do Brasil	110
3.2.3 Caixas Econômicas	112
3.2.4 Bancos de Desenvolvimento	113
3.2.5 As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento	115
3.3 O incipiente mercado de capitais: bolsa de valores e o mercado de ações	118
3.4 ALGUNS ASPECTOS RELACIONADOS COM O FRACO DESEMPENHO DOS BANCOS PRIVADOS NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	122
<b>4. AS REFORMAS FINANCEIRAS DOS MEADOS DOS ANOS 60. ÊXITOS, FRACASSOS E AVALIAÇÃO CRÍTICA</b>	<b>128</b>
4.1 ALGUNS ASPECTOS DO AMBIENTE ECONÔMICO-FINANCEIRO NO INÍCIO DOS ANOS 60	129
4.2 AS JUSTIFICATIVAS PARA A INTERVENÇÃO DO GOVERNO NO SISTEMA FINANCEIRO	131



4.3 MUDANÇAS ESTRUTURAIS E A NOVA ARQUITETURA DO SISTEMA DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA (1964-65)	134
4.3.1 O novo modelo de autoridades monetárias	136
4.3.2 Entidades especiais das autoridades monetárias	137
4.3.3 As instituições do sistema de intermediação financeira	138
4.4 A NOVA ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL RESERVADO PELO PAEG AOS BANCOS DE INVESTIMENTO	144
4.5 BANCOS DE INVESTIMENTO: DESVIOS E MALOGRO SOB A ESTRATÉGIA <i>MARKET-LED GROWTH</i>	149
4.6 UMA BREVE AVALIAÇÃO DA NOVA ESTRUTURA FINANCEIRA PÓS-REFORMAS DE 1964-65	154
4.6.1 O papel relevante das financeiras e do sistema financeiro da habitação	155
4.6.2 Análise crítica do modelo financeiro implantado pelas Reformas de 1964-65 na perspectiva pós-keynesiana	159
<b>5. ASPECTOS DA EVOLUÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO: DO “MILAGRE” ÀS CRISES DOS ANOS 70 (PERÍODO 1968-1979)</b>	<b>165</b>
5.1 A CONCENTRAÇÃO E A CENTRALIZAÇÃO DO CAPITAL FINANCEIRO NO PERÍODO DE 1968-79	166
5.1.1 Fatores determinantes do processo de concentração bancária	168
5.1.2 Concentração e conglomeração financeira	170
5.1.3 Aspectos da proposta do II PND de conglomeração financeiro-industrial	174
5.2 ANÁLISE DOS PRINCIPAIS ASPECTOS INSTITUCIONAIS E FINANCEIROS DO PROCESSO DE EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO PERÍODO DE 1968-79	180
5.2.1 As empresas emissoras e os principais instrumentos de financiamento	182
5.2.2 O <i>Boom</i> de 1971 e o aperfeiçoamento do marco regulatório (advento da CVM e a da Lei das Sociedades Anônimas)	185
5.2.3 Emergência dos investidores institucionais e o seu importante papel para o desenvolvimento do mercado de capitais (do ponto de vista do <i>funding</i> )	190

5.3 UMA SÍNTESE SOBRE A POLÍTICA ECONÔMICA E ALGUNS ASPECTOS DO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 1968-79	192
5.3.1 O período do “Milagre” (1978-73)	192
5.3.2 O II PND e a crise de estabilização (Período de 1974-79)	196
5.4 RAZÕES DA BAIXA PARTICIPAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NO FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO PERÍODO DE 1968-73	201
5.4.1 Período do crescimento acelerado: 1968-73	201
5.4.2 Crescimento econômico, instabilidade e acumulação na circulação na financeira	206
5.5 AVALIAÇÃO CRÍTICA DO COMPORTAMENTO E EFICIÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO	210
<b>6. CRISE ECONÔMICA E COMPORTAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO DE ESTAGNAÇÃO E ALTA INFLAÇÃO: AJUSTES, INOVAÇÕES E MUDANÇAS INSTITUCIONAIS (OS 15 ANOS PERDIDOS)</b>	<b>217</b>
6.1 O PERÍODO DE 1980-84: ANÁLISE DA TRANSIÇÃO DO FIM DA ERA DE CRESCIMENTO ACELERADO PARA A CRISE ESTAGFLACIONÁRIA E IMPACTOS E AJUSTES NO SISTEMA FINANCEIRO	218
6.1.1 Do <i>boom</i> pós-II PND à crise estagflacionária segundo a abordagem minskyana do ciclo	218
6.1.2 A economia da estagflação: impactos e ajustes no sistema financeiro	225
6.2 O PERÍODO DE 1985-89: TENTATIVAS HETERODOXAS DE COMBATE À INFLAÇÃO	229
6.2.1 Breve recapitulação sobre alguns aspectos da conjuntura econômica herdada do II PND e as primeiras medidas de política (ortodoxas) da “Nova República”	229
6.2.2 Mudanças na política antiinflacionária: a heterodoxia do Plano Cruzado	232

6.2.3 A proposta heterodoxa de reforma do sistema financeiro	236
6.2.4 Os impactos econômico-financeiros dos planos de estabilização da “Nova República” e a reforma bancária de 1988	241
6.3 O PERÍODO DE 1990-94: CRISE DE LIQUIDEZ, AUMENTO DE INCERTEZAS E AVERSÃO AO RISCO. ESTRATÉGIA FINANCEIRA NO CONTEXTO DE RECESSÃO E ALTA INFLAÇÃO SOB O PLANO COLLOR	248
6.4 UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA DO PROBLEMA DA ALTA INFLAÇÃO E DA HIPERINFLAÇÃO E SUAS CONEXÕES COM O CASO BRASILEIRO DOS ANOS 80	253
6.5 POSTURAS DEFENSIVAS E ESTRATÉGIAS DE AJUSTE DOS BANCOS: DESENVOLVIMENTO E ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO CONTEXTO DE ALTA INFLAÇÃO E RECESSÃO	260
6.6 UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA SOBRE O COMPORTAMENTO E A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO QUADRO DE INSTABILIDADE MACROECONÔMICA NO PERÍODO DE 1980-94	265
<b>7. ESTRATÉGIAS DE AJUSTE SOB O PLANO REAL. ABERTURA E MUDANÇAS RUMO À ESTABILIDADE E CONSOLIDAÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA DE BANCOS MÚLTIPLOS</b>	<b>272</b>
7.1 OS IMPACTOS DA QUEDA DA INFLAÇÃO SOBRE A ECONOMIA E A REAÇÃO INICIAL DOS BANCOS NO PÓS-REAL	272
7.2 PROER/PROES: REESTRUTURAÇÃO, SANEAMENTO E ABERTURA DO SISTEMA FINANCEIRO	279
7.3 POSTURAS E ESTRATÉGIAS DE AJUSTE DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO DE 1994-98	284
7.4 MUDANÇA DO REGIME CAMBIAL, ESTABILIZAÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA E A POSTURA DOS BANCOS ESTRANGEIROS	288
7.5 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E MUDANÇAS NO PERÍODO PÓS-REAL: PRINCIPAIS ASPECTOS	296

<b>8. RAZÕES DA PERSISTÊNCIA DO BAIXO DESEMPENHO DOS BANCOS PRIVADOS NO PROCESSO DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL NO PERÍODO PÓS-REAL</b>	<b>304</b>
8.1 FATORES MACROECONÔMICOS	305
8.1.1 Os problemas gerados no curso do Plano Real de Estabilização	305
8.1.2 Poupança externa e crescimento: visões contraditórias	308
8.2 FATORES MICROECONÔMICOS	312
8.3 FATORES INSTITUCIONAIS: PERSISTÊNCIA DE FALHAS NOS MECANISMOS DE REGULAÇÃO PRUDENCIAL E SUPERVISÃO	315
8.3.1 Consequências da adesão ao Acordo de Basileia: limitações à expansão das operações de crédito	319
8.4 MOROSIDADE E INEFICIÊNCIA JUDICIAL	321
8.5 O COMPORTAMENTO RECENTE DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO MERCADO DE CRÉDITO E DE CAPITAIS	325
8.5.1 Operações do mercado de crédito	325
8.5.2 As inovações no mercado de capitais	328
<b>CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>333</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>348</b>

## LISTA DE SIGLAS

ADR	American Depositary Receipt
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto
BACEN	Banco Central do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BIRD	Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	Banco Internacional de Compensação
BM	Banco Múltiplo
BNB	Banco do Nordeste do Brasil
BNCC	Banco Nacional de Crédito Cooperativo
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR	BNDES Participações
BNH	Banco Nacional da Habitação
CACEX	Carteira de Comércio Exterior
CAMIO	Carteira de Câmbio
CAMOB	Caixa de Mobilização Bancária
CARED	Carteira de Redescontos
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CCCB	Certificado de Cédula de Crédito Bancário
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDC	Crédito Direto ao Consumidor
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos
CEXIM	Carteira de Importação e Exportação
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho

CMN	Conselho Monetário Nacional
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CREAI	Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil
CREGE	Carteira de Crédito Geral do Banco do Brasil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	DEPÓSITO INTERFINANCEIRO
EMBRAMEC	Mecânica Brasileira S.A.
EPEA	Escritório de Pesquisa Aplicada
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FDIC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FED	Federal Reserve Board
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FI	Fundo de Investimento
FIBAN	Fiscalização Bancária
FIBASE	Insumos Básicos S.A. – Financiamentos e Participações
FINAM	Fundo de Investimento da Amazônia
FINAME	Agência Especial de Desenvolvimento Industrial
FINOR	Fundo de Investimento do Nordeste
Fipeme	Programa de Financiamento à Pequena e Média Empresa
FISSET	Fundo de Investimentos Setoriais: turismo, pesca e reflorestamento
FMI	Fundo Monetário Internacional
FUMCAP	Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Capitais
GDR	Global Depositary Receipt
IBRASA	Investimentos Brasileiros S.A
IED	Instituto de Desenvolvimento Industrial
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INSS	Instituto Nacional de Previdência Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras

MITI	Ministry of International Trade and Industry (Japan)
MPCE	Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica
OMC	Organização Mundial do Comércio
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PASEP	Programa de Apoio ao Servidor Público
PED	Plano Estratégico de Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PLANASA	Plano Nacional de Saneamento
PND	Plano Nacional de Desenvolvimento
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro
PROES	Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
RAET	Regime de Administração Especial Temporária
SA	Sociedade Anônima
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCFI	Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento
SEC	Securities and Exchange Commission
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFB	Sistema Financeiro Brasileiro
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SUDAM	Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia
SUDENE	Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar, numa perspectiva pós-keynesiana, os fatores de natureza econômica e institucional que condicionaram o processo de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro desde o II Pós-guerra até 2005. Nesse sentido, procura-se buscar explicações para se tentar compreender o comportamento dos bancos privados (comerciais e de investimento), direcionado para operações preponderantemente de curto prazo e especulativas. As análises confirmam a hipótese suscitada no início deste trabalho, no sentido de que, de um lado, fatores macro e microeconômicos relacionados com as políticas do governo de crescimento, estabilização de preços e ajuste de balanço de pagamentos, e, de outro, questões institucionais específicas ou associadas aos próprios problemas econômicos, determinaram ou induziram que os bancos privados adotassem uma postura tipicamente curto-prazista e rentista. Isso permitiu que lograssem, independentemente das flutuações no nível de atividade econômica, dos elevados patamares de inflação e das recorrentes crises de balanço de pagamento, responsáveis pela emergência de incertezas e expectativas muito voláteis, conciliar a obtenção de altas margens de lucro com forte preferência pela liquidez. As análises sugerem que essa postura sustentou suas diferentes estratégias de crescimento patrimonial, e garantiu seu crescente poder de mercado, porém a um baixo nível de eficiência, tal como definida na análise pós-keynesiana. Em suma, este trabalho procura mostrar que o comportamento dos bancos privados tem se revelado por uma baixa eficiência no financiamento do processo de acumulação de bens de capital, indicando que esse fenômeno tende a se manter, mesmo considerando o já prolongado ambiente de estabilidade monetária e financeira. Esta é razão pela qual se torna indispensável promover-se mudanças na sua estrutura, a fim de que possa transformar-se em ator eficiente no processo de crescimento econômico sustentado.

**Palavras-chave:** desenvolvimento financeiro, financiamento do investimento na formação de capital, comportamento curto-prazista e rentista, baixa eficiência do sistema financeiro.



## ABSTRACT

The objective of this work is to analyse, from a Post-Keynesian perspective, the economics and institutional factors that affected the development process of the Brazilian financial system from World War II to 2005. It attempts to explain why, at variance with what was observed in the industrialized economies, the private banks (commercial and investment banks) in Brazil directed their attention mainly towards speculative and short-term operations. The analyses confirmed the initial hypothesis suggested in this work, namely that the bank's has been influenced by two set of factors. On the one hand, by macro and microeconomics factors related to governmental policies concerning growth, price stabilization and balance of payments adjustments. On the other hand, by specific institutional and economic problems. As a result, a typically rentist and short-termist strategies emerged in the banks, which allowed them to obtain large profits with strong liquidity preference. This happened regardless of the economic performance, the inflation rate, balance of payments crisis and the instability and uncertainty that characterized the economic environment. The analysis suggests that this behavior allowed banks to grow and sustain their market-power, in spite of low levels of efficiency, as defined by the Post-Keynesian approach. The work shows that private bank's behavior reveals a rather limited efficiency in the process of financing capital goods accumulation and that this behavior tends to be maintained in spite of long periods of monetary and finance stability. It is concluded that changes in the financial system are required with a view to transforming it in efficient actor for financing a sustainable process of economic growth.

**Key-words: financial development, finance process of capital accumulation, short-termist and rentist behavior, and restrict efficiency financial system**

## 1 INTRODUÇÃO

Recentes desenvolvimentos em teoria econômica apontam para um peso crescente do setor financeiro como fator determinante do nível de atividade econômica. A matriz dessas análises se centra em importantes contribuições teóricas, que destacaram desde o início do século passado e, mais especificamente, a partir da década de 30, a influência da moeda, do crédito e dos bancos no ritmo dinamicamente instável de crescimento das economias capitalistas.

Por exemplo, Schumpeter (1985) enfatizou que as grandes ondas de inovações tecnológicas eram as responsáveis pelas mudanças de paradigmas, ensejando novos processos produtivos e novos hábitos e padrões de consumo na sociedade capitalista. Em tal processo, o crédito bancário, enquanto mecanismo essencial do processo de criação de poder de compra, representa a materialização do “fenômeno fundamental do desenvolvimento econômico”, que se traduz na inovação de produtos e processos, na criação de novos mercados, novos arranjos organizacionais, etc. Nesse sentido, é função dos bancos, uma vez convencidos pelos “empresários”, criar e fornecer o crédito necessário para financiar os empreendimentos inovadores, segundo a dinâmica do processo de “destruição criadora”. Enfim, como salienta Wray (1990, p. 123-7), em seus estudos sobre a relação entre o crédito e capital Schumpeter destacou que o crédito é fator indispensável na dinâmica do desenvolvimento, visto que, ao fornecer poder de compra para os empresários-líderes no processo de inovação, habilita-os a novas combinações de força de trabalho e recursos naturais, que possibilitam e viabilizam a expansão do emprego e da capacidade produtiva.<sup>1</sup>

A moeda (e o crédito) exerce papel central nas obras de Keynes (TM, 1930; TG, 1982; e TGE, 1984)<sup>2</sup>, nas quais destaca a profunda influência dos fatores monetários no funcionamento da economia capitalista. Em Keynes, a moeda é criada para atender a demanda de liquidez necessária para a realização das transações com bens e serviços e para

---

<sup>1</sup> Em Schumpeter, apesar de se reconhecer a importância dos fenômenos financeiros no processo de financiamento do crescimento, os fatores determinantes do caráter instável da trajetória de expansão do sistema econômico são os avanços tecnológicos (Vercelli, 1994, p. 16). Uma análise crítica sobre a teoria do crédito em Schumpeter pode ser vista em Earley (1993). O crédito desempenha papel crucial para o desenvolvimento econômico, mas em Schumpeter ele não é o fator principal.

<sup>2</sup> TM refere-se ao Tratado sobre a Moeda (1930); TG, à Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1982); e TGE, à Teoria Geral do Emprego (1984).

satisfazer as necessidades de entesouramento dos agentes econômicos, em momentos em que procuram proteção contra fatos incertos e desconhecidos, ou quando desejam manter opções em aberto frente ao futuro imprevisível (Chick, 1993). Ao estabelecer as bases para uma teoria geral de precificação de ativos, Keynes considerou a preferência pela liquidez como indicador de um *trade-off* entre retornos monetários oferecidos pelos ativos ilíquidos (capital de consumo e instrumental) e o retorno da moeda na forma de prêmio pela liquidez (Minsky, 1975). Com efeito, o processo de escolha de ativos, frente às incertezas quanto aos fluxos de rendas esperados decorrentes da sua propriedade, em consideração com o prêmio desejado pela renúncia à liquidez, tornou-se, a partir das análises de Keynes, a essência da economia monetária de produção (Meirelles, 1998).

Nesse contexto, o comportamento dos bancos é visto como fundamental para a determinação da taxa de juros dos empréstimos, do valor dos contratos e do preço dos ativos financeiros e de capital. Em se tratando mais especificamente do controle da liquidez visando a estabilidade da taxa de juros de curto prazo, o papel do sistema bancário é crucial como canal de transmissão dos sinais da política monetária baseada nas operações de mercado aberto. Caso os bancos reajam contrariamente à meta de expansão ou contração de liquidez, a política monetária pode se tornar inócua ou bastante limitada em seus objetivos.

Outro aspecto destacado em Keynes sobre o papel do sistema bancário refere-se ao fato de que os bancos podem atender a demanda de financiamento para fins de investimento (motivo *finance*) através da criação de moeda-crédito (Keynes, 1984; Studart, 1993). Para tanto, não é necessário que disponham de reservas, além do limite imposto pela autoridade monetária. Nesse sentido, a expansão dos investimentos produtivos depende, no curto prazo, fundamentalmente da decisão dos bancos de criar moeda-crédito, assumindo o compromisso de colocá-la à disposição dos empreendedores na forma de meios de pagamento. Em um sistema financeiro desenvolvido, essa conexão inicial dos bancos com o sistema produtivo normalmente se estende e se amplia através de outras instituições e mercados, a fim de solucionar a questão mais fundamental em torno de novos projetos de investimento, que reside na consolidação da dívida contraída pelo empresário na fase de sua maturação. O papel do sistema financeiro se completa nesse circuito na medida em que a poupança gerada no processo de investimento se transforma em *funding* de longo prazo destinado a liquidar a dívida contraída na operação de *finance*.

As teorias envolvendo os aspectos financeiros como determinantes do ritmo instável do crescimento econômico experimentaram avanços recentes no âmbito das escolas pós-keynesiana (Minsky, 1986; Davidson, 1982; Fazzari, 1992) e novo-keynesiana (Stiglitz e Weiss, 1981; Blinder & Stiglitz, 1983; e Greenwald e Stiglitz, 1993a; Greenwald e Stiglitz, 1993b; Stiglitz, 1988). Todos esses autores consideram que a economia de mercado está sujeita a uma trajetória de expansão caracterizada pela tendência a flutuações do nível de atividade, a qual se deve ao comportamento volátil da demanda de investimento. Essa evidência se fundamenta em dois eixos distintos: i) a teoria da fragilidade financeira de Minsky; e ii) na teoria da assimetria de informação e da aversão ao risco de Stiglitz. Em suas análises, esses dois autores procuram fundamentar as razões que norteiam as posturas das corporações produtivas e financeiras, tanto no mercado de crédito quanto no mercado de capitais, bem como as implicações e os impactos que elas produzem ao nível macroeconômico.

Na análise de Minsky, as flutuações econômicas não são ocasionadas por inovações tecnológicas ou mudanças nas funções de custo de produção, mas fundamentalmente por fenômenos financeiros associados às decisões de investimento, cujas raízes estão no próprio comportamento dos principais atores econômicos (corporações produtivas e bancos) em ambiente de expectativas e incertezas quando se expõem ao risco.

Os problemas apontados na análise de Minsky sobre o comportamento do sistema financeiro e suas relações com a atividade econômica são observáveis na maioria das economias capitalistas modernas. Em tais economias, funciona um aparato financeiro sofisticado e diversificado, cujas referências mais importantes são “*Wall Street*” e a “*City*” (Dymski & Pollin, 1992; Fazzari, 1992). Assume-se inclusive que estruturas bastante similares podem ser visualizadas em economias de países caracterizados por industrialização tardia, e.g., Brasil, México, Argentina, Coréia, etc, com uma base industrial já consolidada, cujos sistemas financeiros experimentaram notável avanço e sofisticação em inovações e transformações estruturais, a partir da década de 70. Tal processo se explica a partir dos vínculos e do grau de dependência de seus sistemas domésticos com os centros financeiros mais avançados, em termos de intermediação de recursos, gestão de portfólios, redes de comunicação e processamento de informações.

As análises desenvolvidas por Minsky <sup>3</sup> e por outros importantes autores, e.g., Gurley & Shaw (1960), Tobin (1971), Chick (1994), Stiglitz (1990), denotam que mudanças na estrutura financeira das economias capitalistas ocorrem *pari passu* com as necessidades impostas pelas inovações tecnológicas e comportamentais do setor produtivo, especialmente em períodos de superaquecimento (*booms*) da atividade econômica. Dada a grande demanda de moeda e crédito nos ciclos de expansão, novos produtos e serviços financeiros são criados ou desenvolvidos, e novos nichos de mercado são descobertos e explorados. As estratégias do setor bancário consistem, de um lado, em inovar em produtos e serviços, diversificando linhas de crédito existentes, ou adaptando-as às necessidades e preferências dos clientes. De outro lado, em aumentar os limites das reservas emprestáveis, através da adoção de novas técnicas de gerenciamento de passivos, especialmente se a autoridade monetária procura restringir a sua função emprestadora.

Na medida em que logram sucesso na implementação dessas políticas, os bancos conseguem aumentar o seu grau de alavancagem na busca de maiores lucros, ainda que com aumento do risco de *default* dos tomadores de crédito. Nesse contexto, a fase de *boom* do ciclo de negócios pode, até certo ponto, ser sustentada por uma maior capacidade creditícia, através de novas tecnologias de diversificação e melhoria de competitividade em produtos e serviços. Pode ocorrer, então, uma redução significativa de custos de transação nas relações entre bancos e unidades produtivas, especialmente se tais inovações induzirem menores exigências em termos de margens de segurança, de prêmios de risco, colaterais, maturidade de contratos, etc, o que pode se traduzir em menores custos de financiamento da atividade produtiva.

Tomando-se como válidos os pressupostos da análise de Keynes-Minsky delineados acima, os bancos comerciais e de investimento podem desempenhar papel central nos ciclos de expansão e contração dos negócios relativos ao financiamento de posições em bens de capital. São essas instituições financeiras que determinam o ritmo das atividades de

---

<sup>3</sup> Em seus escritos, Minsky não aborda diretamente a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico baseado na acumulação de capital. Sua preocupação essencial, e.g., em “Stabilizing an Unstable Economy”, é buscar explicações através das quais se possa compreender porque as economias capitalistas interrompem endogenamente o seu ciclo de crescimento quando alcançam o *boom* do pleno-emprego. Em suas análises, ele chega à conclusão de que os bancos se transformam nos principais atores da “economia da euforia” e da “economia do desastre”, revelando o seu comportamento creditício procíclico responsável pela trajetória instável de acumulação e crescimento. Essa é a essência da “hipótese de fragilidade financeira”, que está presente em toda a sua obra, cujos traços mais significativos podem ser observados inclusive na história das economias em desenvolvimento, como é o caso do Brasil.

investimento, ora respondendo ao máximo a demanda por empréstimos das unidades produtivas, ora freando ou limitando a concessão ou renovação de linhas de crédito para os novos projetos de expansão. Na fase expansiva do ciclo essas instituições se deixam contagiar pelo clima de entusiasmo e otimismo reinantes nas atividades de investimento, se dispondo a oferecer melhores condições de financiamento, inclusive relaxando algumas exigências contratuais em termos de colaterais. Porém, na fase de contração do ciclo elevam-se os prêmios de risco e as taxas de juros, implicando em súbitos aumentos de custos financeiros, e/ou emergem outros fatores restritivos, e.g., aumento de margens de segurança, interrupção ou redução de linhas de crédito, etc. Na ausência de políticas contracíclicas, a conjunção de tais fatores acaba reduzindo o ritmo da atividade econômica global, o que pode resultar num processo de fragilidade financeira, ou simplesmente no estreitamento do mercado de crédito, via racionamento<sup>4</sup>. Em ambos os casos, se produzem efeitos deletérios na atividade econômica, caracterizados por recessão, falências, desemprego, deflação de ativos, e assim por diante.

Em resumo, existe uma ampla literatura alicerçada em discussões teóricas e evidências empíricas mostrando que os fatores financeiros foram (e continuam sendo) mecanismos influentes para viabilizar, em diferentes momentos, as estratégias de desenvolvimento econômico em vários países desenvolvidos e de industrialização retardatária. A questão central que se coloca é saber em que condições eles podem contribuir relevantemente para a sustentação de uma desejada trajetória de crescimento econômico. Na base dessas relações financeiras situa-se o sistema bancário, especialmente o sistema de bancos comerciais e de investimento, os quais exercem papel importante através da criação de mecanismos de financiamento de médio e longo prazo da acumulação de capital, elemento vital na trajetória do crescimento econômico.

Especificamente no caso do Brasil, há um amplo reconhecimento de que é necessário potencializar o seu ritmo de crescimento de longo prazo, o que somente será possível se forem criadas as condições para a expansão continuada do estoque de bens de

---

<sup>4</sup> Na análise pós-keyneiana, o racionamento de crédito ocorre quando existe uma “franja insatisfeita de tomadores de crédito” (Keynes, 1930), devido a fatores associados à incerteza e ao estado de confiança dos banqueiros em relação aos diferentes tomadores de crédito quando examinada a sua capacidade de repagar o empréstimo pleiteado. O banqueiro raciona o crédito para evitar o *moral hazard*, no específico conceito de Keynes (TG, 1982) e, para tanto, pode elevar as taxas de juros dos empréstimos, ou os *spreads* sobre as taxas de juros de referência. Vide Wolfson: “A Post Theory of credit rationing” (JPKE, 1996).

capital. À semelhança de outros países industrializados, considera-se que a participação do sistema bancário nesse processo é de crucial importância, através de estruturas financeiras moldadas de acordo com as características e necessidades de sua economia, de forma a se traduzir no aprofundamento e fortalecimento das relações do sistema financeiro com o sistema produtivo.

Nesse sentido, o governo tem promovido, desde a década de 50, diversas medidas de cunho institucional na tentativa de adaptar a estrutura do sistema financeiro nacional às necessidades requeridas pela estratégia de crescimento econômico, especialmente no tocante ao financiamento de longo prazo. Com efeito, nos primeiros anos daquela década, percebeu-se que um dos fatores inibidores da manutenção do ritmo de crescimento conseguido pelo Plano de Metas foi a ausência de uma estrutura financeira desenvolvida, ampla e diversificada, através da qual se pudesse mobilizar a massa de poupança gerada pelo elevado ritmo de crescimento no decênio anterior, de modo a cobrir as necessidades de *finance* e *funding* dos projetos de investimento oriundos da indústria de bens de capital e de consumo duráveis.

Tendo isso em mente, em meados da década de 60, o governo decidiu promover uma ampla reforma no sistema financeiro, tanto no segmento de crédito como no de mercado de capitais, cujo marco institucional e *modus operandi* tiveram como referência fundamental o modelo norte americano vigente desde a década de trinta.<sup>5</sup> Outras reformas se seguiram nas décadas de 70 e 80, igualmente referenciadas nas experiências daquele país e em outras economias desenvolvidas, tendo como alvo a busca de crescente modernização e eficiência alocativa. Como resultado, o sistema financeiro brasileiro superou o estágio de relativo subdesenvolvimento,<sup>6</sup> tendo acompanhado sistematicamente a maior parte das inovações decorrentes do movimento de globalização financeira, tanto em produtos e mercados como em estruturas organizacionais e operacionais, de modo a caracterizar-se, já há algum tempo, como um sistema tão moderno e sofisticado quanto os seus congêneres nos países desenvolvidos.

Todavia, esse sofisticado sistema financeiro não tem sido capaz, desde as suas origens, de constituir-se em instrumento eficiente de financiamento do investimento de

---

<sup>5</sup> Sobre a estrutura do sistema bancário americano, ver Mishkin (2000) e Cintra (1998).

<sup>6</sup> Esse conceito se aplica a sistemas financeiros em que predominam os bancos comerciais e haveres monetários em sentido estrito.

longo prazo, tanto do ponto de vista da intermediação e alocação dos recursos nas operações de *finance*, como na mobilização da poupança gerada *ex-post* e a sua adequada destinação no processo de *funding* empresarial. Com efeito, o problema fundamental que se coloca no escopo deste trabalho reside precisamente em investigar as razões que poderiam justificar a dicotomia existente no funcionamento do sistema financeiro privado no Brasil, caracterizada, de um lado, por importantes avanços inovativos determinantes da sua trajetória de desenvolvimento, e, de outro, pela sua incipiente participação no padrão de financiamento do crescimento econômico, particularmente no que se refere às demandas dos setores responsáveis pelos investimentos na formação de capital.

Desse ponto de vista, supõe-se a existência de diversos empecilhos que limitam ou impedem uma melhor *performance* das instituições e dos mercados financeiros. A hipótese básica considerada nas análises a serem desenvolvidas é que esses fatores estão associados a questões de natureza econômica e institucional. As primeiras são consideradas numa dimensão preponderantemente macroeconômica, e se relacionam estreitamente com os tipos de políticas adotadas para viabilizar estratégias de crescimento e programas de estabilização de preços e de ajustes de balanço de pagamentos. As segundas derivam da opção, em 1964-65, pelo tipo de estrutura financeira implantada no país e do seu processo de evolução e consolidação, a qual ainda não conseguiu se identificar caracteristicamente com nenhum modelo de financiamento de crescimento industrial, como os casos observados em diversos países desenvolvidos, cujos paradigmas são os sistemas financeiros dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão, conforme salientado na abordagem de Zysman (1983).

Tendo em vista a natureza do problema e a hipótese suscitada tal como exposto nessas considerações preambulares, o objetivo deste trabalho consiste, numa perspectiva pós-keynesiana, em: (a) analisar os fatores de natureza econômica e institucional que condicionaram o processo de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, colocando-se em destaque o comportamento dos bancos comerciais e de investimento privados e, a partir da reforma de 1988, dos bancos múltiplos com carteira comercial e de investimento; e, (b) analisar como esses fatores têm influenciado no sentido da baixa eficiência destas instituições no padrão de financiamento do crescimento industrial desde o Plano de Metas.



O período demarcatório dessa análise compreende o II Pós-guerra até a etapa mais recente de consolidação do processo de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro (2005).

Acredita-se que a investigação a ser realizada em torno desse objetivo propiciará esclarecimentos importantes sobre se, no caso do Brasil, tais instituições poderiam ter exercido papel semelhante às suas congêneres de outros países capitalistas, ou se sempre tiveram a vocação para exercerem um papel secundário no processo de financiamento do crescimento econômico, isto é, restrito apenas à manutenção da atividade produtiva, ao nível da capacidade existente. Considerando em particular esse segundo ponto, se o comportamento dessas instituições teve por escopo se guiar por específicas prioridades e estratégias no gerenciamento de ativos e passivos, nas quais o objetivo essencial sempre se concentrou em operações com portfólios de curto prazo e/ou de caráter meramente especulativo. Ou seja, a motivação básica é tentar buscar explicações para questões que, no período em consideração, influenciaram ou condicionaram relevantemente o comportamento e a evolução do sistema financeiro, bem como a sua limitada contribuição do ponto de vista do financiamento da acumulação de capital. Por exemplo: Por quê, ao contrário do verificado no processo de crescimento de outros países desenvolvidos, ou mesmo daqueles de industrialização retardarária, o sistema bancário não participou ativamente do intenso ritmo de crescimento do parque industrial dos anos 50 e das subseqüentes etapas de sua consolidação? Que razões determinaram a criação dos bancos de investimento e que circunstâncias os induziram a se desviarem do papel que lhes foi reservado originalmente pelas Reformas de 1964-65? Que fatores recentes (até 2005) estariam justificando a persistentemente baixa relação crédito/PIB após a estabilização da moeda e do sistema financeiro, em particular no que se refere ao financiamento de bens de capital?<sup>7</sup>

Nessa linha de raciocínio, avalia-se que o exame desses e outros problemas relacionados com o desenvolvimento do sistema financeiro privado permitirá compreender as razões pelas quais ele tem conseguido sustentar um nível de lucratividade extraordinariamente elevado *vis-à-vis* os padrões mundiais, e, o que é mais estranhável,

---

<sup>7</sup> De acordo com dados do Banco Central, a relação crédito total/PIB caiu de cerca de 33%, em julho/94, para 23,8% no final de 2002, retomando uma lenta tendência de crescimento nos três anos seguintes. Em dezembro 2005, esse percentual foi equivalente a 31,2%. Na seção 8.5 é feita uma análise mais detalhada a respeito do crescimento das operações de crédito no período pós-Real. Para uma análise comparativa da relação crédito/PNB entre vários países no período anterior ao Plan Real, veja-se Troster (1997).

claramente dissociado das necessidades de financiamento de longo prazo do setor real da economia.<sup>8</sup> Esse fato conduz à hipótese subjacente ao problema que se pretende analisar neste trabalho, a qual sugere a existência de uma conjunção de fatores que alimentam e sustentam o crescimento da riqueza financeira independentemente do comportamento cíclico da economia. Em tal circunstância, poder-se-ia inferir que, sob a ótica pós-keynesiana, tem havido um claro predomínio da circulação financeira sobre a circulação industrial, indicando certamente um baixo grau de eficiência (ou funcionalidade) dos bancos comerciais e de investimento privados do ponto de vista do financiamento industrial.

De modo mais específico, a análise pode revelar o grau de influência desses fatores nas decisões estratégicas de gerenciamento de passivos e portfólios, as quais estão necessariamente interligadas com expectativas de retorno em ambiente de incerteza, numa escala de diferentes graus de preferência pela liquidez. O esclarecimento dessas questões é importante, pois é nesse contexto que a política de *spreads* dos bancos brasileiros pode expressar a incapacidade ou desinteresse de participarem do processo de financiamento de longo prazo.

Em síntese, a contribuição do sistema financeiro privado estaria longe de cumprir satisfatoriamente os objetivos que se espera de uma estrutura financeira sofisticada, como é o caso da existente no Brasil, enquanto instrumento de coordenação do processo de financiamento da acumulação do capital, via mercado de crédito e/ou de capitais.

A metodologia analítica utilizada na elaboração deste trabalho envolve considerações a respeito de aspectos históricos, teóricos e institucionais relacionados com a evolução do sistema financeiro brasileiro e com os determinantes do papel do setor bancário privado no padrão de financiamento da economia brasileira, tomando-se como marco inicial de referência o II Pós-guerra. Nesse sentido, a abordagem considerará os sucessivos estágios do processo evolutivo da estrutura financeira, envolvendo o mercado de crédito e de capitais. Na perspectiva teórico-conceitual adotada neste trabalho, o sistema financeiro se define como o conjunto das principais instituições privadas do mercado de

---

<sup>8</sup> Em janeiro de 2002, o saldo total das operações de crédito do SFN foi de R\$ 333,4 bilhões (26% do PIB), participando o sistema financeiro privado com cerca de 64,3% (Boletim do Banco Central do Brasil, abril/2002). Do ponto de vista da lucratividade do sistema (Relatório Andima/2001), o retorno sobre o patrimônio líquido no ano de 2000 foi da ordem de 10,2%, com destaque para a dos bancos privados, que foi de 16,9%.

crédito e de capitais. Especificamente no caso do mercado de crédito, dos bancos comerciais e de investimento até a reforma de 1988, e, daí para frente, dos bancos múltiplos com carteira comercial e de investimento e das demais instituições que residualmente permanecem na condição exclusiva de bancos comerciais e de investimento. Essa definição parte do princípio pós-keynesiano de que a firma bancária se caracteriza por operar basicamente de acordo com as regras e estratégias de mercado, nas quais pensam e agem em ambiente de fundamental incerteza e permanente mudança nas expectativas, procurando sempre conciliar objetivo de máximo lucro e ganhos de *market-share* com uma prudente preferência pela liquidez.

Além desta parte introdutória, este trabalho compreende mais 7 capítulos. O capítulo 2 é dedicado ao referencial teórico relacionado com as análises desenvolvidas. No capítulo 3, faz-se um breve retrospecto sobre a estrutura e o processo evolutivo do sistema financeiro anterior às Reformas de 1964-65, procurando-se destacar os problemas relacionados com a Lei de Usura e a aceleração inflacionária no período. O capítulo 4 trata da análise do conjunto de reformas implementadas no período de 1964-65 e da avaliação de seus principais resultados. Tendo em vista que a política financeira do governo instalado em 1964 tinha por escopo uma estratégia de reestruturação e reforma do sistema financeiro, tanto neste capítulo como no anterior a análise abrange o conjunto das antigas e novas instituições do sistema, embora sempre privilegiando o papel dos bancos comerciais e de investimento. O capítulo 5 é voltado para a análise dos aspectos característicos da trajetória de evolução e consolidação do sistema financeiro, tanto no segmento de crédito, como no de mercado de capitais, desde o período do “Milagre” até o final da década de 70. Especial destaque é dado ao comportamento alheio ao financiamento de longo prazo, no contexto de elevadas taxas de crescimento econômico e crises provocadas por choques externos adversos. O capítulo 6 é reservado à análise das crises de estagflação que envolveram a economia brasileira desde o início dos anos 80 até o advento do Plano Real. Aqui se procura destacar o comportamento do sistema financeiro e as características do seu processo de desenvolvimento num contexto de recessão e alta inflação. Os dois últimos capítulos são reservados às análises do período de 1994-2005. No capítulo 7, procura-se examinar o comportamento do sistema financeiro sob impactos do programa de estabilização da moeda (Plano Real), bem como as suas estratégias defensivas e de

consolidação em ambiente de estabilidade de preços e de crises externas. Neste capítulo também são considerados os aspectos relacionados com a abertura financeira e com a postura negocial dos bancos estrangeiros. O capítulo 8 é dedicado à análise dos fatores econômicos e institucionais que estão na matriz dos problemas mais recentes relacionados com a baixa participação do sistema financeiro no processo de financiamento de longo prazo. Ao final, apresentam-se as conclusões e esboçam-se, em caráter exploratório, algumas idéias que eventualmente poderiam ser consideradas numa proposta de ajuste do sistema financeiro, com vistas a torná-lo mais eficiente enquanto ator importante no processo de acumulação de capital na economia monetária de produção.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO – DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E SUAS CONEXÕES COM A ATIVIDADE ECONÔMICA**

Neste capítulo, pretende-se abordar algumas vertentes da literatura que procura explicar o processo de desenvolvimento das relações financeiras e as suas conexões com a atividade econômica. Em sentido mais específico, deseja-se explorar alguns aspectos teóricos e institucionais considerados importantes para se compreender a evolução do comportamento das principais instituições do sistema financeiro e o modo como elas se interagem com as demais unidades econômicas, especialmente as empresas do setor produtivo.<sup>9</sup> Nesse sentido, o objetivo é obter um suporte teórico que se considera adequado às análises a serem desenvolvidas neste trabalho. Dados os objetivos e a metodologia analítica utilizada neste mister, ênfase especial será concedida às visões e contribuições de Keynes-Minsky-Zysman, enquanto expoentes centrais da literatura que se pretende apresentar. Como se poderá observar, as diferentes concepções teóricas apresentadas nessa literatura se inserem, com maior ou menor ênfase, explícita ou subjacentemente, no desenvolvimento analítico deste trabalho.

Não obstante a importância do mercado de capitais como fonte de financiamento das economias monetárias de produção, não há como desconsiderar o papel dos bancos na própria sustentação e desenvolvimento desse mercado. Daí, a preferência por se concentrar as abordagens teóricas objeto deste capítulo no comportamento do sistema bancário, esperando-se que com isso se possa ter uma percepção mais profunda a respeito das interrelações entre instituições e mercados financeiros e o seu grau de influência nas modernas economias monetárias.

Nessa perspectiva, após um breve sumário sobre as teorias convencionais explicativas da eficiência de instituições e mercados financeiros, as análises se concentrarão, num primeiro passo, nos aspectos considerados relevantes do ponto de vista

---

<sup>9</sup> Existe uma vasta literatura tratando da análise em torno das relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, tanto do ponto de vista da acumulação de capital como da inovação tecnológica. Por exemplo, em Levine: “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, 1997, destacam-se, dentre outras, as abordagens de Gurley-Shaw e McKinnon inseridas no corpo deste trabalho, as contribuições teóricas de Hicks e Goldsmith e as abordagens de natureza histórico-institucional de Gerschenkron e Cameron. No caso do Brasil, o trabalho de Matos (2002) - “Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidência de Causalidade”, faz uma importante leitura sobre abordagens mais recentes sobre o assunto e apresenta um modelo no qual o autor conclui existir “(...) impactos diretos e unidirecionais do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento econômico (...)”.

deste trabalho sobre: (a) o desenvolvimento da intermediação financeira baseada no sistema bancário; e, (b) as condições sob as quais ele pode contribuir para o financiamento do crescimento, tomando-se em consideração alguns autores filiados à tradição neoclássica e novo-keynesiana. Somente após isso, é que se voltará para a abordagem da literatura que norteia os objetivos deste trabalho, envolvendo as contribuições de Keynes e de autores pós-keynesianos sobre o papel do sistema financeiro na economia monetária de produção, incluindo a análise institucional de Zysman em torno da influência que diferentes estruturas financeiras exercem no processo de desenvolvimento econômico.<sup>10</sup>

A justificativa para a inclusão de uma relativamente extensa literatura do *mainstream* no referencial teórico deste capítulo reside no seguinte: (a) em geral, as análises e discussões dos autores pós-keynesianos relacionados com este trabalho foram elaboradas (ou desenvolvidas) a partir de Keynes, cujos escritos constituem a matriz teórica para a emergência de visões críticas em torno das abordagens elaboradas (ou aperfeiçoadas) por autores de alguma forma filiados à tradição neoclássica; e (b) essas teorias convencionais têm se constituído em fonte de inspiração para diferentes autoridades e *policy-makers* responsáveis pela formulação e implementação de políticas econômicas e financeiras desde o II Pós-Guerra, as quais são consideradas criticamente neste trabalho como fontes de equívocos e desvios responsáveis, direta ou indiretamente, pelo limitado desempenho do sistema financeiro no processo de crescimento econômico baseado em investimentos de longo prazo.

Este capítulo será desenvolvido através de sete seções. A primeira é destinada ao exame de alguns aspectos da teoria dos mercados financeiros eficientes. A segunda se volta para as abordagens convencionais sobre bancos e intermediação financeira em Fama, Tobin e Gurley-Shaw. A terceira seção é reservada à análise de alguns aspectos do paradigma da repressão financeira, incluindo as propostas de liberalização financeira em Shaw-McKinnon. Na quarta seção, dá-se destaque para as idéias de Stiglitz sobre o papel e a

---

<sup>10</sup> A inclusão de uma relativamente extensa abordagem de Zysman na revisão da literatura que se pretende desenvolver se justifica por duas razões: (a) trata-se, segundo Studart, de uma importante contribuição de natureza institucional, que tem sido utilizada nas análises de autores pós-keynesianos sobre as relações entre o processo de evolução das diferentes estruturas financeiras dos países desenvolvidos e o papel que elas têm desempenhado para o financiamento do crescimento econômico; e (b) no caso do Brasil, acredita-se que ela continua plenamente válida como importante referência para análises e propostas para a elaboração de um eventual programa de reformas do sistema financeiro, com vistas a efetivamente adaptá-lo às necessidades de financiamento de longo prazo do crescimento econômico baseado no desenvolvimento industrial.

postura da firma bancária, frente aos problemas gerados pela assimetria informacional. A quinta seção se preocupa com os principais aspectos da abordagem de Zysman sobre as características e funções de diferentes sistemas financeiros, bem como suas interrelações com as políticas do governo e das corporações, relativamente à formulação e implementação de específicas estratégias de ajustamento e desenvolvimento industrial. A sexta seção é destinada ao exame das abordagens de Keynes-Minsky-Chick sobre as relações financeiras, envolvendo a evolução e o comportamento da firma bancária do ponto de vista pós-keynesiano. Finalmente, a sétima seção é dedicada: (a) ao exame de alguns aspectos relacionados com a eficiência dos sistemas financeiros do ponto de vista pós-keynesiano; (b) a análise das relações causais entre poupança e investimento em Keynes; e, (c) a apresentação da análise pós-keynesiana de financiamento do investimento de longo prazo, através da abordagem estilizada no denominado “circuito investimento-financiamento-poupança-*funding*”.

## 2.1 ALGUNS ASPECTOS DA TEORIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS EFICIENTES

De acordo com visão convencional, o grau de eficiência dos mercados e instituições financeiras é avaliado através de duas distintas dimensões: eficiência alocativa e eficiência produtiva (Akyüz, 1993). No primeiro caso, um sistema financeiro é considerado eficiente se ele for capaz de mobilizar e alocar recursos para empreendimentos que prometem maior retorno social, especialmente em se tratando de objetivos de longo prazo. Isso corresponde ao que, segundo a autora, Tobin denominou de “eficiência funcional”. O conceito de eficiência alocativa é, assim, estreitamente relacionado com a capacidade de os preços dos ativos financeiros transmitirem sinais para a tomada de decisão no processo de alocação de recursos. Considerando que, desde que funcionem livremente, os mercados não falham nesse *desideratum*, a não ser em razão de intervenção governamental discricionária, a visão convencional assume que é sempre possível conseguir otimizar a alocação de recursos, que consiste na equalização de taxas de retorno do investimento em diferentes setores da economia. Isso se traduz no fato de que o crédito está sendo eficientemente alocado de modo a reduzir o custo do financiamento, tal que, sob condição de maximização de lucro, o custo dos empréstimos se igualem, na margem, à taxa de retorno do investimento.

O segundo caso analisado pela autora - o da eficiência produtiva - deriva de uma perspectiva tipicamente microeconômica, que se traduz no grau de eficiência com que as firmas geram produtos e serviços, dados os preços dos insumos. (*Ibid.*, p. 13). Do ponto de vista do sistema financeiro, isso corresponde: i) ao custo de intermediação (custo-eficiência) ou a magnitude dos *spreads* com que operam as instituições financeiras, os quais incluem custos operacionais, prêmio de risco, reservas legais, impostos e margens de lucro. Nesse sentido, quanto mais desregulado e mais liberalizado, no sentido enfatizado por Shaw-McKinnon, maior será o grau de competitividade do sistema financeiro, o que certamente contribuiria, segundo a ótica convencional, para a redução do custo de intermediação em geral e dos custos de capital em particular.

Mais recentemente, seguindo-se as mesmas visões subjacentes ao paradigma da eficiência do “mercado livre”, foram desenvolvidas as bases teóricas que deram origem à chamada “teoria dos mercados de capital eficientes”, as quais são contemporâneas e muito próximas à teoria das expectativas racionais. Na realidade, segundo Mishkin (2000), aquela teoria corresponde à aplicação desta em se tratando da determinação de preços dos ativos no mercado de capital. Em essência, a teoria dos mercados financeiros eficientes parte da hipótese de que os preços dos valores mobiliários nos mercados de dívida têm a capacidade de revelar toda a informação disponível. Isso pode ser interpretado admitindo-se, por um lado, a hipótese de que o retorno esperado de um ativo deve corresponder à expectativa de seu preço, ao final do período de maturidade.

A teoria dos mercados eficientes considera também que as expectativas de preços futuros são equivalentes às previsões ótimas feitas através da utilização de todas as informações disponíveis. Nesse sentido, supõe-se que, sob expectativas racionais, o preço futuro dos títulos será igual ao preço esperado, o qual coincidirá com o preço dado pela previsão ótima (*optimal forecast*). Isto implica dizer também que o retorno esperado do ativo será igual ao retorno dado pela previsão ótima.

De acordo com a análise de oferta e demanda de títulos de dívida (teoria dos fundos emprestáveis), a abordagem do retorno esperado de um ativo tende a convergir para o retorno de equilíbrio, no qual a quantidade ofertada e demandada se equaciona. (*Ibid.*, p. 65-6). Disso se pode inferir que em situação de equilíbrio em mercados eficientes, o retorno esperado de um título será igual ao retorno de equilíbrio, no qual a oferta se equilibra com a



demanda. Segue-se que, do ponto de vista da teoria dos mercados eficientes, o retorno de um título determinado em condições de previsão perfeita, isto é, utilizando todos as informações disponíveis, corresponderá ao seu retorno de equilíbrio. Isso leva à conclusão de que, em mercados financeiros eficientes, não há possibilidade de permanência de oportunidades extraordinárias de lucro, visto que a própria lógica do comportamento racional que governa as decisões dos investidores conduz à sua automática eliminação. (*Ibid.*, p. 417).

De acordo com a tradição neoclássica (Fama, 1970)<sup>11</sup>, pode-se identificar três distintas situações em que a hipótese do mercados eficientes se mantém teoricamente consistente, as quais caracterizam o relativo grau de rigidez das demandas de informações a serem incorporadas na previsão dos preços de ativos, e.g., no mercado de ações. Primeiro, tem-se a versão fraca, na qual a previsão dos agentes incorpora somente as informações antecedentes sobre o comportamento dos preços. Segundo, a versão semiforte que leva em conta, além das informações anteriores sobre os preços, todas as informações disponíveis ao público. Terceiro, a chamada forma forte, na qual a previsão incorpora todas as informações das duas versões anteriores, incluindo, porém, as informações de caráter privilegiado, que são do conhecimento somente de determinadas pessoas, e.g., os dirigentes das empresas, caracterizando o problema do *inside information*.

Embora a teoria dos mercados eficientes, denominada também de “hipótese de mercado eficiente”, tenha sido construída de acordo com os princípios subjacentes da teoria das expectativas racionais, ela é consistente com algumas evidências empíricas sobre o comportamento real dos agentes enquanto investidores no mercado de capitais. (Howells e Bain, 2001). Primeiro, a teoria assume que as expectativas dos investidores resultam das melhores previsões possíveis nas circunstâncias prevalescentes no mercado, mas isso não garante necessariamente que os preços previstos no futuro estarão sempre corretos. Segundo, nem sempre os investidores utilizam todas as informações disponíveis para a formação de suas expectativas, porquanto isso implicaria em custos que eles não estão dispostos a assumir. Terceiro, embora os agentes sejam ordinariamente maximizadores de riqueza, alguns agentes deixam de se comportar como indivíduos bem-informados, racionais e avessos ao risco. (*Ibid.*). Em suma, com base nessas considerações, pode-se

---

<sup>11</sup> *Apud* Mishkin (2000) e Howells e Bain (2001).

afirmar que os preços dos ativos são determinados segundo o comportamento da maioria dos agentes atuantes no mercado, os quais são indivíduos geralmente bem informados, que agem sempre à procura de oportunidades inexploradas de lucro, tomando os preços como indicadores de todas as informações relevantes para a tomada de decisão.

A análise de Curado (2001, p. 11-12) sintetiza as três situações de mercado consistentes com a hipótese dos mercados financeiros eficientes, a saber:

- 1) Forma forte da H.M.E: supõe que todas as informações, públicas e não-públicas, encontram-se contidas nos preços de mercado. Sob tais circunstâncias, um investidor é incapaz de obter qualquer ganho supranormal derivado de suas análises de mercado, tendo em vista que todos os participantes do mercado conhecem o conjunto de informações relevantes.
- 2) Forma fraca da H.M.E: supõe que as informações públicas são avaliáveis pelos agentes, dado que os preços de mercado incorporam tais informações. Há, no entanto, um conjunto de informações não-públicas que não se encontra acessível para os agentes, tendo em vista que os preços não as incorporam. Neste caso, há possibilidade de ganhos supranormais por agentes que tenham acesso privilegiado (*inside information*) a tais informações.

Segundo o autor, a H.M.E. é válida sob as seguintes premissas: (a) a formação racional de expectativas se dá em torno do comportamento de uma específica variável, e.g., produto, estoque de moeda, etc.; (b) os custos de transação são desprezíveis; e (c) a emergência de novas informações capazes de influenciar os preços dos ativos é totalmente aleatória. No caso específico da forma forte da H.M.E., os agentes não conseguem elaborar previsões perfeitas sobre o comportamento dos preços de mercado, o que equivale a dizer que tais preços “(...) se comportam como um passeio aleatório.” Isso se explica pelo fato de que, em mercados financeiros eficientes, os preços são capazes de sumariar todas as informações relevantemente disponíveis. Nesse caso, conclui o autor, somente novas informações podem alterar os preços, mas, como são aleatórias, elas não podem ser estimadas. (*Ibid.*, p. 12).<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> O modelo formal utilizado por Curado (*Ibid.*, p. 13), com ligeiras alterações em termos de simbologia, é o que se segue. Seja  $P^*_{t+1} = E(P_{t+1}/I_t) + E_{t+1}$ , onde:  $P^*_{t+1}$  expressa o preço estimado de um ativo qualquer em  $t+1$ ;  $E(P_{t+1})$  é a esperança matemática de  $P_{t+1}$  condicionada à informação  $I_t$ , a qual expressa o caráter racional da formação de expectativas em torno da variável em consideração; e  $E_{t+1}$  é uma variável aleatória,

Com base nessa argumentação, Curado (*ibid.*, p. 13-4) conclui que a aceitação da H.M.E., considerando em especial a sua versão forte, “(...) implica admitir que todas as informações são incorporadas de modo uniforme pelos agentes econômicos através da observação do comportamento dos preços no mercado, ou seja, todas as informações são disponíveis e os agentes têm acesso simétrico a elas. Não existem, portanto, agentes que possuam informações privilegiadas sobre o comportamento do mercado.”

Essas considerações preambulares sobre alguns aspectos da eficiência do sistema financeiro, tanto do ponto de vista do mercado de crédito como do mercado de capitais, levam os teóricos dos mercados eficientes à conclusão de que o comportamento racional das unidades econômicas induz a alocação ótima de recursos escassos e o alcance da taxa ótima de crescimento econômico (Davidson, 2002). Esse comportamento é revelado através do esforço constante de maximização de utilidade e/ou lucros, mediante ações (e reações) individuais dos agentes baseadas em sistemas de processamento e utilização de informações, que permitem diluir riscos e guiar os investimentos de capital na busca de maior retorno social.

Todavia, essas teorias de mercados financeiros eficientes têm sido questionadas por diversas correntes teóricas sob o argumento de sua fraca aderência empírica. Não é objetivo deste capítulo entrar no mérito das discussões em torno dessas divergências, e sim, como salientado no início, analisar o comportamento e a evolução da firma bancária, e os termos em que se estabelecem as suas conexões com o processo de financiamento do crescimento econômico. Nesse sentido, nas seções 2 e 3 serão expostas as idéias de autores filiados à visão convencional, cujos trabalhos procuram explicar os aspectos teóricos e institucionais que, segundo eles, estão na base do comportamento dos mercados e instituições financeiras dentro do sistema econômico. A exposição inicia-se com Fama e prossegue com Tobin, Gurley-Shaw e Shaw-McKinnon, dando-se destaque a esses dois últimos tendo em vista serem considerados os principais teóricos do paradigma da repressão financeira.

---

que traduz o papel das novas informações sobre a previsão de  $P_{t+1}$ . Se  $P_{t+1}$  transmite todas as informações relevantes sobre o comportamento da variável, tem-se que  $E(P_{t+1}/I_t) = E(P_{t+1}/I_t/P_t) = E(P_{t+1}/P_t) = P_t$ . Isto quer dizer que a melhor estimativa possível de  $P_{t+1}$  é exatamente  $P_t$ . Reescrevendo a equação inicial, em face do resultado acima, tem-se que:  $P^*_{t+1} = P_t + E_{t+1}$ , ou, de forma semelhante,  $P^*_{t+1} - P_t = E_{t+1}$ . Finalmente, considerando que sob expectativas racionais os erros de previsão são nulos, tal que  $E(P_{t+1} - P^*_{t+1}) = 0$ , conclui-se que a evolução dos preços segue um comportamento aleatório, derivado do comportamento de  $E_{t+1}$ .

Encerrando esse bloco sobre a análise convencional, serão examinados os aspectos centrais da análise de Stiglitz sobre o comportamento dos bancos submetidos ao regime da imperfeita informação.

## 2.2 AS ABORDAGENS DE INSPIRAÇÃO NEOCLÁSSICA SOBRE O PAPEL E O COMPORTAMENTO DOS BANCOS

### 2.2.1 Alguns aspectos da análise de Fama

De acordo com Fama (1980), o papel dos bancos no modelo de equilíbrio geral, isto é, a influência que eles exercem na determinação do nível de preço, da atividade real e o modo como ela é financiada, compreende duas funções: (a) fornecimento de serviços de transações, através da manutenção de registros nas contas de depósitos, decorrentes da troca de riqueza entre unidades econômicas; e (b) o fornecimento de serviços de gerenciamento de portfólio. A insuficiência desses serviços de transação tornaria as unidades econômicas menos eficientes, em razão de elevados custos de transação.

Conquanto os bancos possam ser considerados como um fator ativo no modelo de equilíbrio geral, não há razão para se supor que os seus serviços estejam em condições especiais de oferta e demanda, a ponto de se tornarem um obstáculo para a estabilidade de preços. Os bancos são emprestadores de depósitos quando compram ativos para os seus portfólios, os quais são oferecidos a outros indivíduos e firmas em operações subsequentes. Dessa forma, eles se convertem, passivamente, no centro do processo pelo qual a economia escolhe suas atividades reais e a forma como estas são financiadas (Fama, 1990, p. 338-44).

Apesar de sua aparente posição estratégica do ponto de vista da teoria das finanças, as decisões de gerenciamento de portfólio dos bancos são similares às decisões de finança pura, que podem estar sujeitas ao teorema de Modigliani-Miller<sup>13</sup>. Isto é, enquanto gerentes

---

<sup>13</sup> Esse teorema parte da hipótese de que, sob determinadas condições, é indiferente para os acionistas de uma firma se ela se financia através de empréstimos bancários, ou se através da emissão de ações. Assume-se que, em mercados perfeitos, oportunidades de lucro e riscos são iguais para todas as firmas e, portanto, não importa como elas se financiam. Outra restrição imposta pelo teorema refere-se à ausência de arbitragem. Em tais condições ele se enquadra no modelo de equilíbrio geral. Veja-se MAYER *et al.* (1993, p. 33-4) e DUFFIE (1992).

de portfólio, os bancos são intermediários financeiros que não necessitam controle especial do ponto de vista do modelo de equilíbrio geral. Em resumo, as limitações sobre oportunidade de portfólio são definidas pelas decisões reais de produção e investimento das firmas.

O modo como as firmas financiam ou refinanciam essas decisões junto ao sistema de intermediação não expande ou limita o cenário de oportunidades de portfólio disponíveis aos investidores. Isto significa que as decisões de gerenciamento de portfólio por parte dos bancos não têm consequência para os investidores. Nesse sentido, o setor bancário exerce um papel essencialmente passivo na determinação de preços e do nível de atividade real. (*Ibid*, p. 339-340).

### 2.2.2 A análise de Tobin

Até a década de 50, a visão tradicional da firma bancária, denominada por Tobin (1963) de *old view*, corresponde, grosso modo, aos estágios III e IV de Chick, nos quais os bancos se mantêm como agentes passivos em suas relações com as unidades econômicas. Suas ações estão permanentemente limitadas e condicionadas pelas iniciativas voluntárias de seus clientes e pela capacidade de supervisão do banco central. De fato, ainda remanescem algumas correntes adeptas da ortodoxia clássica, que consideram os negócios dos bancos focados essencialmente na intermediação de recursos (poupanças) entre agentes financeiramente superavitários e deficitários (famílias, empresas e governo, etc.).

Em consequência, a intermediação é vista como uma atividade de prestação de serviços, sem nenhum poder de influir no processo de financiamento da economia. Ou seja, os bancos são simples “correias de transmissão”, nas relações da autoridade monetária com o público. O papel dos bancos é neutro, tanto na criação de crédito, quanto no gerenciamento de portfólios. No primeiro caso, trata-se apenas de atender a demanda de moeda, consoante as necessidades das unidades econômicas. No segundo caso, sua tarefa reside na gestão de carteiras diversificadas de ativos, resultantes do comportamento de investidores, cujas posições em termos de risco e retorno são de sua inteiramente iniciativa e responsabilidade.

---

Assim, a lucratividade da firma bancária corresponde basicamente à receita líquida de juros proveniente de suas operações de crédito e gestão de portfólios de clientes, secundadas pela cobrança de tarifas de prestação de serviços e de comissões pela prestação de avais e garantias, etc. Dessa forma, o seu equilíbrio financeiro é assegurado desde que, prudencialmente, consiga ajustar o volume de seus empréstimos à sua real capacidade de captar depósitos (*demand deposits*), em estrita observância às regras e limites impostos pela autoridade monetária, especialmente no tocante à constituição de reservas destinadas ao encaixe legal.

Em resumo, este é o enfoque tradicional que ainda impera entre algumas correntes da visão tradicional, segundo o qual os bancos devem limitar suas funções à condição de intermediários financeiros. Ou seja, eles devem se constituir no elo de ligação entre as unidades que correntemente dispõem de reservas excedentes (ofertantes de recursos) e as unidades que correntemente incorrem em insuficiência de fundos (demandantes de recursos), sob completa ausência de risco e incerteza, no sentido de que os contratos revelam total transparência e segurança. De fato, parece implícito nas decisões de monetaristas e *policy-makers* do banco central que as funções relevantes dos bancos giram em torno do gerenciamento de ativos e passivos resultantes das posições financeiras assumidas, enquanto emprestadores e tomadores de recursos e, que, portanto, podem ser contidos em sua capacidade de afetar o nível de atividade econômica, através de mecanismos de controle direto e indireto da base monetária.

De acordo com Tobin, outra característica da *old view* reside em considerar a distinção entre bancos e outros tipos de instituições financeiras, e entre moeda e outros tipos de ativos financeiros. Com efeito, somente os bancos comerciais podem criar moeda, e isto é feito através do processo de expansão dos depósitos, que decorre, por sua vez, do aumento dos empréstimos e descontos.

Os bancos, no entanto, têm limites na capacidade de expansão de seus depósitos, visto que são obrigados a constituírem reservas voluntárias e compulsórias, em função das necessidades normais de tesouraria e da determinação legal da autoridade monetária. Então, o montante de depósitos a vista do sistema como um todo pode ser determinado pela divisão do montante de encaixes pela taxa de reserva desejada.

De acordo com a visão moderna (*new view*), a demanda e a oferta de depósitos não se limita à quantidade e à velocidade da moeda criada pelo sistema como um todo. Ao contrário, elas devem ser consideradas tanto do ponto de vista dos componentes do estoque global de ativos, como do conjunto e da amplitude das instituições financeiras. Nesse contexto, Tobin afirma que:

“(...) a função essencial dos intermediários financeiros, incluindo os bancos comerciais, é satisfazer simultaneamente as preferências de portfólio de dois tipos de indivíduos ou firmas. De um lado, estão os tomadores que esperam expandir suas posses de ativos reais – estoques, imóveis residenciais, plantas industriais e equipamentos, etc.- além dos limites de sua própria riqueza líquida. Do outro lado, estão os emprestadores, que esperam manter parte ou o total de sua riqueza líquida em ativos de valor monetário estável, com riscos negligenciáveis de inadimplência.” (Tobin, 1963, *apud* Wray, 1990, p. 138-139).<sup>14</sup>

Os intermediários financeiros fornecem fundos aos tomadores para a aquisição de ativos reais, a taxas de juros mais baixas que eles pagariam se tivessem que tomar os recursos diretamente dos poupadores. Uma expansão da atividade de intermediação financeira provoca, *ceteris paribus*, uma influência positiva na atividade econômica. Os bancos comerciais exercem um papel especial no sistema de intermediação, visto que, normalmente, uma parcela dos seus passivos (depósitos a vista) constitui a maior fração dos meios de pagamento. Entretanto, como existe um elevado grau de substitutibilidade entre os passivos do sistema de intermediação, considera-se que os demais participantes também exercem influência no dispêndio real agregado.

Tendo em vista tratar-se de agentes otimizadores sob diferentes restrições, os intermediários financeiros são restringidos nas atividades destinadas a aumentar seus balanços, tanto individual, quanto coletivamente. Na realidade, a expansão só pode ocorrer até o ponto em que a receita marginal dos empréstimos e dos investimentos, considerados os riscos e os custos administrativos envolvidos, for igual ao custo dos depósitos incrementais.

Por outro lado, a expansão das reservas não está limitada à mesma proporção de aumento dos depósitos. Os bancos podem decidir manter excesso de reservas se as receitas obtidas através da taxa de juros incidente sobre o espectro de seus ativos não forem suficientes para cobrir os custos de obtenção dos fundos. Assim, o crescimento das reservas

---

<sup>14</sup> O texto de Tobin citado por Wray foi publicado sob o título: *Commercial Banks as Creators of Money*, in: *Essays in economics*, V. 1. Tobin (1971).

bancárias num determinado período poderá induzir uma expansão na oferta de empréstimos. Porém, isso pode acarretar uma redução da taxa de juros e numa conseqüente retração do crédito, impedindo, dessa forma, que a taxa de reservas se mantenha no nível desejado ao qual se poderia maximizar os lucros. (Tobin, 1963, *apud*. Wray, *ibid.*).

De acordo com Wray, grande parte das idéias de Tobin acima expostas, são consistentes com a abordagem da moeda endógena, porém com a ressalva de alguns pontos. Primeiro, não há divergência entre as idéias de Tobin e as regras dos manuais da autoridade monetária, a respeito do poder que esta dispõe de controlar a capacidade de empréstimos dos bancos. Se existir um descompasso entre reservas e expansão de passivos e entre fluxos de ativos financeiros e de gastos reais, a autoridade monetária é capaz de contornar esses desequilíbrios através da manipulação de reservas. Assim, controlando a base, o Banco Central pode controlar a oferta de moeda.

Segundo, embora Tobin perceba que mudanças na preferência dos depositantes podem afetar a capacidade dos bancos para fazerem empréstimos, parece que ele não reconhece a importância dos mesmos no gerenciamento de passivos, o que permite libertarem-se das limitações quantitativas em suas decisões de emprestar. Terceiro, parece que Tobin não percebe que alguma expansão de crédito necessariamente cria depósitos, no limite exigido pelo sistema como um todo. Nesse sentido, Wray afirma que o gerenciamento de ativos e passivos, inovações e comportamento acomodacionista do banco central virtualmente assegura uma “*widow's cruse*”, desde que existam tomadores de crédito conceituados.

Nesse contexto, a abordagem *new view* de Tobin ensejou o aparecimento de diversos trabalhos, tratando-a como alternativa à visão monetarista, que ganhou ampla aceitação nos anos 60. Segundo Wray, diversos autores ampliaram a análise de Tobin, enfatizando o papel dos ativos (reais e financeiros) e do mecanismo de preço na análise monetária. Esses autores enfatizaram também que a oferta monetária é uma função de uma série complexa de relações entre bancos, o público e a autoridade monetária, rejeitando, destarte, a visão segundo a qual pode ser determinada pela base monetária controlada pelo banco central, via multiplicador monetário estável.



### 2.2.3 A intermediação financeira na abordagem de Gurley-Shaw

De acordo com Gurley e Shaw (1960), a principal função dos intermediários financeiros é demandar títulos primários dos tomadores finais e emitir dívida indireta para o portfólio dos emprestadores finais. Embora os títulos primários sejam seus principais ativos, os intermediários financeiros também mantêm dívida indireta de outros intermediários, assim como ativos tangíveis de emissão própria.

Os intermediários financeiros se subdividem em dois sistemas: monetário e não-monetário. O sistema monetário demanda títulos primários e cria moeda. Além disso, enquanto administrador do mecanismo de pagamentos, promove a transferência dos créditos oriundos dos depósitos escriturados em seus livros-caixa entre as unidades. Por sua vez, os intermediários não-monetários se restringem à função de demandantes de títulos primários, ou criando direitos não-monetários sobre si próprios, na forma de ativos diversos, tais como: depósitos de poupança, ações, cotas de fundos e outras obrigações. Estes direitos constituem dívida não-monetária indireta, ou ativos financeiros, dependendo do ponto de vista da sua emissão ou da sua propriedade.

O prêmio da intermediação se obtém da diferença entre a taxa de retorno sobre os capitais primários mantidos pelos intermediários e a taxa de juros ou dividendos que eles pagam sobre a sua dívida indireta. A moeda é um meio de pagamento utilizada na constituição de contratos, como a seguir caracterizado: i) direitos sobre cias. de seguro garantem a defesa contra o infortúnio; ii) cotas de fundos mútuos oferecem oportunidades de diversificação de portfólio e ganhos de capital; cotas das associações de crédito e depósitos nos bancos de poupança fornecem utilidades e conveniência; iii) quotas de associações de poupança e empréstimo podem dar um futuro acesso a empréstimos de hipoteca, etc.

Segundo Gurley e Shaw, um dos objetivos básicos da intermediação consiste em tirar proveito das economias de escala entre tomadores e doadores de empréstimo. Por exemplo, na condição de emprestadores, os intermediários podem investir e/ou gerenciar carteiras de títulos negociáveis (*securities*) adquiridos no mercado primário a custos unitários abaixo dos que eles pagariam segundo a própria experiência. O tamanho absoluto de seus portfólios permite, inclusive, significativa redução de riscos através da

diversificação. Além do mais, podem programar vencimentos de seus passivos (exceto obrigações a vista), para evitar ou minimizar impactos negativos decorrentes de crises de liquidez. Nesse sentido, enquanto tomadores os intermediários com um grande número de depositantes conseguem sustentar portfólios relativamente ilíquidos (no curtíssimo ou no curto prazo), através da diversificação de datas e valores de vencimentos.

Com efeito, as vantagens decorrentes da existência de tomadores e emprestadores em grande escala podem ser compartilhadas: i) com devedores intermediários, na forma de termos contratuais menos onerosos, tais como: encargos de juros, comissões etc.; e, ii) também aos seus acionistas, na forma de dividendos em volumes suficientes para atrair fundos adicionais. Em função da importância da economia de escala, os ativos e passivos dos intermediários são altamente especializados, e.g., associações de poupança e empréstimo habitacional, companhias de crédito ao consumidor, companhias de investimento, etc. Conforme as condições em que se emite títulos negociáveis, a especialização oferecida pelos intermediários financeiros tende a melhorar sua eficiência competitiva e a fortalecer as suas chances de sobrevivência no mercado.

Nessa cadeia complexa de funções e objetivos, o processo de intermediação tende a elevar os níveis de poupança e investimento, alocando mais eficientemente os recursos escassos frente às oportunidades de investimento. O importante papel da intermediação no processo de poupança-investimento pode ser sintetizado no seguinte: (a) uma economia sem ativos financeiros requer que os gastos de investimento sejam financiados por recursos previamente acumulados nos fluxos de caixa; (b) em consequência, nenhuma unidade pode investir mais que sua própria poupança, porque não há instrumentos financeiros apropriados à canalização de recursos para financiar o investimento excedente; (c) cada unidade de gasto seria forçada a equilibrar o seu orçamento, com poupança igual ao investimento corrente; e, (d) esse tipo de arranjo poderia conduzir a um relativamente baixo nível de investimento e poupança e, provavelmente, a uma relativamente baixa taxa de crescimento do produto.

Com efeito, a ausência de ativos financeiros poderia ensejar uma ineficiente alocação de recursos, como já aludido. Uma seleção de projetos de investimento, segundo as suas esperadas taxas de retorno, quase sempre implica em demanda de investimento excedente por alguma unidade de gasto em relação à sua poupança, o que significa

orçamento deficitário. Em contraste, o investimento por outras unidades em valor inferior aos seus recursos, denota orçamento superavitário. Com efeito, a inexistência de um mercado de ativos financeiros inviabilizaria a priorização desejada dos projetos de investimentos em perspectiva, de modo a compensar os déficits com os superávits. Ademais, os projetos de investimento de relativa má-qualidade e baixo retorno seriam empreendidos, enquanto que outros, considerados economicamente superiores, seriam engavetados simplesmente pela inexistência de um modo eficiente para distribuí-los entre unidades de gasto, na medida em que existe uma distribuição diferenciada de poupança entre elas.(Gurley e Shaw, 1960, p. 196).

Os saldos monetários líquidos podem, de um lado, melhorar a situação das unidades de gasto com oportunidades promissoras de investimento, na medida que viabilizem gastos excedentes às suas poupanças. De outro, podem permitir àquelas que não têm tais oportunidades de investimento, isto é, aquelas unidades superavitárias, acumularem disponibilidades, que naturalmente são recicladas pelos intermediários financeiros para as unidades deficitárias. Assim, ao permitir a crescente especialização da intermediação entre unidades ofertantes e demandantes de fundos, a moeda abre a possibilidade para uma mais eficiente ordenação do investimento em toda a economia. Além disso, deve-se considerar também o financiamento externo via emissão de títulos de dívida ou de renda, mediante o desenvolvimento de técnicas de distribuição e intermediação.

Dentre as estratégias dos bancos no gerenciamento de ativos, destacam-se as técnicas distributivas e de intermediação. No primeiro caso, o objetivo é conseguir que os títulos negociáveis sejam canalizados eficientemente dos tomadores para emprestadores, e destes para os demais doadores de recursos, através de agentes especializados, tais como *dealers e security exchanges*. Como resultado, há uma tendência ao incremento do investimento e da poupança, em função da crescente otimização nas operações de captação e empréstimo, tanto do ponto de vista do prestador como do tomador de recursos.

Por sua vez, as técnicas de intermediação transformam os títulos primários em títulos negociáveis em mercados secundários, canalizando-os para os portfólios dos emprestadores finais. Essas técnicas permitem oferecer a esses ofertantes de recursos uma ampla variedade de ativos financeiros, particularmente ajustados às suas necessidades, e, por outro lado,

evitam que os tomadores se sintam compelidos a emitir ativos pouco adaptáveis aos seus negócios, quando da implementação de um programa de captação de recursos.

Em geral, os intermediários financeiros são criadores de ativos financeiros. O sistema monetário cria moeda quando ele compra títulos primários. Outros intermediários financeiros criam várias formas de ativos indiretos (não-monetários) quando eles demandam moeda. Além disso, as próprias unidades não-financeiras podem criar capitais primários em função de suas necessidades de moeda. A diferença entre o sistema monetário (ou bancário) e o não-monetário (não-bancário) reside não no fato de que um cria e outro não cria moeda, mas na forma e circunstância em que cada um cria sua própria e específica forma de dívida.

De outro lado, a diferença entre as unidades não-financeiras e os intermediários financeiros se revela no fato de que as primeiras criam títulos primários e as últimas criam títulos indiretos ou secundários. Em geral, apesar das diferenças em cada caso, o ativo financeiro é criado pela demanda de outro ativo financeiro, ou, em alguns casos, pela demanda de ativos tangíveis. (Gurley e Shaw, *ibid.*, p. 198).

## 2.3 O PARADIGMA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

### 2.3.1 A abordagem de Shaw: repressão e liberalização financeira

Em seu clássico artigo publicado em 1973, intitulado “*Financial Deepening in Economic Development*”, Shaw expõe suas idéias sobre o problema da repressão financeira e recomenda enfaticamente que a sua superação consiste na solução de mercado consubstanciada na liberalização financeira. Esta seção se destina inicialmente a apresentar um sumário sobre o paradigma da repressão financeira desenvolvido por Shaw, e, em seguida, alinhar alguns pontos por ele sugeridos para superar as distorções econômicas ocasionadas pela adoção de políticas envolvidas. É oportuno ressaltar que tanto essas idéias de Shaw como as de McKinnon, que serão vistas posteriormente, têm como ponto de referência a teoria dos mercados financeiros eficientes apresentada no início desta seção.

Segundo Shaw, a repressão financeira consiste numa estratégia equivocada de política econômica, utilizada pelos países atrasados com o intento de se construir um

cenário de crescimento rápido. Essa estratégia é essencialmente caracterizada pela sobrevalorização da moeda doméstica frente às moedas-forte estrangeiras e pela manutenção de taxas reais de juros negativas. Isso induz uma crescente pressão de gastos do setor privado provocado pelo baixo custo de capital. Em essência, a manutenção dessa política irrealista de juros e câmbio provoca uma aguda escassez de poupança e uma pressão de demanda por recursos internos e externos. Ao contrário do esperado nessas circunstâncias, verifica-se um achatamento dos preços dos insumos utilizados pela indústria de bens de capital e de bens de consumo. Nessas circunstâncias, dado que a prioridade é o mercado interno, as exportações são desincentivadas, fator determinante da redução e/ou esgotamento da capacidade de importar, o que ocasiona sérios entraves à manutenção do ritmo de crescimento econômico.

Um dos subprodutos da estratégia de repressão financeira resulta na dualidade do mercado de trabalho. Uma parcela relativamente pequena e especializada da força de trabalho é direcionada para a indústria de capital intensiva, que se beneficia dos baixos preços praticados no mercado interno (juros, câmbio e insumos físicos e salariais), enquanto que a maior parte dos trabalhadores permanecem subutilizados, tanto nas cidades como no campo, em atividades de baixa ou nenhuma produtividade.

Com relação à política fiscal, o grosso das receitas provêm da taxação das exportações, e das importações de bens de consumo suntuário e de capital, que competem com a produção doméstica. Em função disso, a parcela mais significativa dos recursos orçamentários se torna inelástica em relação ao crescimento do produto real e à inflação. Do lado externo, os previsíveis déficits em conta corrente são financiados pelos influxos na conta de capital, normalmente muito dispendiosos, ou mesmo bastante limitados no caso de se configurarem circunstâncias internacionais desfavoráveis, daí acarretando crises recorrentes de balanço de pagamentos.

Essa é, na avaliação do autor, uma estratégia que tem forte correlação com o modelo de crescimento econômico adotado em um grande número de países atrasados industrialmente, cujos mecanismos centrados no permanente aquecimento da demanda se tornam incapazes de sustentar tal trajetória. Segundo ele, as razões que justificam a manutenção de tal estratégia decorrem tanto da redução do nível de poupança e subsequente depreciação cambial ocasionada pela persistente queda nos termos de troca,

como pelo desejo deliberado de intervenção estatal para produzir uma nova correlação de forças em certos setores da economia. No caso mais geral, entretanto, o autor acredita que a escolha dessa estratégia provém de fatores históricos associados à herança colonial, os quais se refletem num forte aparato governamental e, em consequência, em baixa densidade em termos de livre iniciativa empresarial, a que se associa um mercado financeiro muito estreito. Nesse contexto, preponderam os interesses de certas classes, na forma de enclaves internos e externos, os quais ordinariamente são os beneficiários da política econômica adotada.

Em síntese, de acordo análise de Shaw, a repressão financeira nas economias atrasadas se reflete em baixas taxas de juros, escassez de poupança, sobrevalorização cambial, e uma grande variedade de mecanismos de isenção ou redução de impostos e de proteção tarifária. Como já assinalado, a manutenção de baixas taxas de juros associadas ao fenômeno da apreciação da moeda doméstica e a mecanismos fiscais arbitrários distorcem os preços relativos em todos os mercados, com severas implicações para o mercados de capital. O objetivo essencial dessas políticas financeiramente repressivas reside em criar condições para o crescimento rápido a fim de reduzir o *gap* em relação às economias desenvolvidas.

Todavia, no longo prazo, salienta Shaw, os objetivos perseguidos pela estratégia de repressão financeira se revelam inconsistentes e anacrônicos, do ponto de vista da racionalidade que deve presidir a política econômica. Com efeito, como a meta-síntese se torna impossível de ser sustentada indefinidamente, o remédio consiste na busca de outras alternativas de política econômica. O autor sugere, então, que as escolhas devem se pautar na imediata ou progressiva liberalização financeira. Se a escolha da política recair na plena liberalização financeira, tal significa a adoção de uma estratégia que consiste essencialmente na prática de taxas de juros reais livremente determinadas pelos mercados, o que conduz ao aumento da poupança e melhora de sua alocação em projetos de investimento econômica e socialmente mais rentáveis.

Nesse sentido, a função de produção se torna mais capital-intensiva pela redução relativa do fator trabalho, o que se reflete positivamente na atividade econômica através de um ritmo estável de crescimento com melhor distribuição de renda. Em particular, o sistema financeiro, geralmente dominado pelo segmento de bancos comerciais, se

desprende de sua tradicional função de tomadores e emprestadores de fundos em condições de oligopólio. Novos agentes e funções financeiras emergem no mercado, ampliando e aprofundando as relações financeiras, que não mais se restringem ao mercado de crédito. Essas relações se tornam amplamente desintermediadas, num processo característico do desenvolvimento do mercado monetário e de capitais, fatores fundamentais para a sustentação de uma longa trajetória de crescimento econômico. Em suma, o autor enfatiza que a liberalização e o aprofundamento financeiro criam incentivos para o aumento e diversificação da poupança doméstica, melhora a alocação dos investimentos, reduz o desemprego e contribui para a estabilidade do crescimento econômico, inclusive com uma melhor distribuição de seus resultados.

### 2.3.2 O paradigma da repressão financeira em McKinnon

O objetivo desta seção é apresentar um resumo da teoria da repressão financeira desenvolvida por McKinnon, através do qual se procura: (a) aprofundar as análises desenvolvidas por Shaw, como vista na seção anterior; e (b) abordar outras facetas das economias atrasadas. Nesse sentido, o problema da repressão financeira aparece associado com outras características dessas economias, e.g., a fragmentação financeira, distúrbios inflacionários, etc. Em essência, McKinnon (1973, p. 3), procura dar mais densidade à análise do fenômeno da repressão financeira, com o intento de explicar “(...) a relação entre os processos monetários e a acumulação de capital no mundo subdesenvolvido”.

McKinnon desenvolveu suas idéias também nos idos de 1973, tendo sido grandemente influenciado pelos trabalhos de Shaw, sobretudo no que diz respeito à influência dos fatores financeiros no processo de desenvolvimento econômico. O objetivo central do autor é colocar em destaque o modo como a moeda e o capital se associam para se converterem em fatores vitais do processo de desenvolvimento nos países atrasados. Como ele próprio enfatiza, a *pièce de résistance* da sua teoria se concentra no funcionamento do mercado interno de capitais domésticos, e como ele pode ser influenciado pelas políticas monetárias e fiscais. Nesse sentido, ele enfatiza a crucial importância do sistema bancário, enquanto governante da moeda e das finanças nos países

em desenvolvimento, especialmente no que se refere aos impactos da expansão monetária nas relações entre poupança e renda e a eficiência do investimento.

Nessa linha de investigação, o seu propósito consiste em definir conceitos alternativos destinados a superar as deficiências das teorias dos processos financeiros e monetários, tanto keynesianas como monetaristas, que, da sua ótica analítica, não conseguem explicar a influência dos saldos monetários reais sobre o mercado de capitais. Nesse sentido, ele descarta a tese convencional de que os mercados sejam perfeitos, nos quais uma única taxa de juros, ou uma estrutura a termo de taxa de juros pode promover a sua adequada regulação. A sua premissa é a de que as taxas de juros são altamente fragmentadas, e, ao contrário dos autores daquelas correntes neoclássicas filiadas à *Sinthesis*, defende a tese de que saldos monetários reais e fluxos de capital físico são mutuamente substitutos, ou em certas circunstâncias complementares.

A argumentação de McKinnon supõe a existência de estruturas econômicas extremamente fragmentadas, que ele conceitua como um contexto caracterizado pela falta de conexão entre unidades familiares e empresas, no qual se pratica uma diversidade de preços relevantes dos fatores de produção e dos produtos gerados mediante o uso de diferentes tecnologias. A superação dessa anomalia de mercado requer a promoção de políticas de abertura comercial e financeira e desregulação de mercados, especialmente o mercado de capitais. Com isso se elimina uma série de controles e intervenções discricionárias, que prejudicam, segundo ele, o funcionamento eficiente da economia como um todo.

Ao contrário do que acontecia nos tempos em que essas economias sofriam a dominação estrangeira através de enclaves de produção e exportação, com grande parte da população vivendo às margens do mercado, mais modernamente, após a independência desses países, a grande responsabilidade por essa fragmentação reside nas próprias políticas governamentais, que são incapazes de uniformizar e organizar os processos produtivos em toda a extensão da economia. Em muitos casos, a realidade mesma é que as políticas buscam atingir objetivos pelo tratamento desigual a um grande número de segmentos da economia, na crença de que isso poderia propiciar resultados mais efetivos e mais imediatos, ou porque existem interesses encapsulados de certas classes ou enclaves difíceis de serem descartados. Assim, destaca o autor, nas economias atrasadas:



“A capacidade empresarial local tem uma base limitada e é mantida por grandes subsídios governamentais. A proteção tarifária, as licenças de importação, as concessões tributárias e o financiamento bancário a baixo custo geralmente se destinam a pequenas elites urbanas e criam grande desigualdade de renda entre os poucos ricos e os muitos atingidos pela pobreza. Essa desigualdade de renda tem fracassado na indução a altas taxas de poupança à maneira clássica, mas os governos continuam relutando em reduzir a renda disponível dos investidores ricos, cujo acesso único às oportunidades de investimento é garantido pelo emaranhado de controles oficiais e pela fragmentação endêmica”. (*Ibid.*, p. 7).

Na visão do autor, o processo de eliminação dessas distorções econômicas, especialmente nos mercados de fatores, começa com uma política de “cuidadosa liberalização”, que privilegie o mercado interno de capitais, pois é a partir deste que deriva “(...) o mau uso do trabalho e da terra, suprime o desenvolvimento da capacidade empresarial e condena importantes setores da economia e tecnologia inferiores.” (*Ibid.*, p. 8).

Essa reorganização do mercado de capitais deve tentar eliminar o grau de dispersão das taxas de retorno social dos investimentos existentes e dos novos investimentos sob controle empresarial doméstico. O objetivo é alcançar o padrão de “desenvolvimento econômico” no qual a eficiência do mercado de capitais permita a igualdade entre retornos sobre ativos físicos e financeiros, induzindo, desse modo, altas taxas de poupança e investimento.

Para o autor, um mercado de capitais fragmentado e limitado é uma das características da economia subdesenvolvida. Nele há escassez de dotação de fatores ou de capital próprio, e limitadas oportunidades de crédito e financiamento externo, e de investimentos em geral. As oportunidades de acumulação dependem muito do autofinanciamento. Isso é consequência da dispersão das taxas de retorno que ocasiona a má alocação do capital e restringe a capacidade de acumulação. Em economias desenvolvidas, quando predomina o autofinanciamento ou a destinação limitada e específica de recursos a certos setores e empresários que oferecem maiores taxas de retorno, tal conduz, de acordo com a visão neoclássica, à alocação mais eficiente de recursos.

Em se tratando, porém, de economias subdesenvolvidas, quando da definição de mecanismos de acesso ao crédito das firmas individuais caracteristicamente mais frágeis, como sói acontecer na agricultura, na construção de casas, na produção de utensílios ou

mesmo no varejo, é de vital importância a escolha de investimentos mais produtivos. Todavia, isso se torna inviável não só pelo baixo desenvolvimento da intermediação financeira, como também pela impossibilidade de acesso ao mercado de capitais via emissão de títulos. Empréstimos a juros baixos, isto é, subsidiados, com melhores condições de prazo e garantias, e principalmente a emissão de títulos, são privilégios das grandes empresas ou de enclaves, os quais conseguem convencer o governo que seus projetos envolvem maiores atrativos econômicos e sociais.

A correção desse estado de fragmentação requer a liberação das taxas de juros nos mercados financeiros. Uma vez liberadas, as taxas de juros tendem a se elevar, refletindo a escassez relativa de capital e, principalmente, o potencial de retorno dos projetos economicamente mais viáveis. Nesse sentido, taxas de juros dos títulos financeiros superiores à eficiência marginal dos investimentos tecnologicamente menos eficientes tendem a induzir os empresários a investirem em projetos mais inovativos. Isso se torna possível pela liberação de recursos de “usos inferiores” para setores que utilizam técnicas mais avançadas, o que se estende para outras empresas e se reflete em relevantes economias de escala. Como resultado da prática de taxas de juros altas, a poupança se incrementa, o fluxo de fundos se amplia, aumentam as oportunidades para os doadores e tomadores de recursos, e, finalmente, privilegiam-se os investimentos tecnologicamente mais avançados. Nessas circunstâncias, haverá uma tendência de desaparecimento dos setores tradicionais, notadamente aqueles considerados atrasados.

#### A demanda de encaixes na acumulação de capital

Em sua análise, McKinnon considera que a moeda participa do processo de acumulação de capital físico, no qual o nível de preços é determinado pela oferta e procura de moeda nominal. Em particular, a expectativa de comportamento futuro dos preços influencia a decisão dos indivíduos quanto a retenção de saldos reais de caixa. O retorno real e nominal da moeda é determinado pela política de controle da taxa de expansão do estoque de moeda.

Numa economia fragmentada, como a dos países menos desenvolvidos, inexistem mercados de crédito e de capitais amplos e organizados, o que implica que as pequenas e

médias unidades produtivas dependem quase que exclusivamente do autofinanciamento. Tal situação não permite distinguir claramente a existência de unidades ofertadoras e demandadoras de fundos líquidos no processo de acumulação de capital. Isso inclui o governo, vez que suas fontes de recursos (tributos e emissão de moeda) mal cobrem suas despesas correntes. Esse é o caso em que o modelo neoclássico de carteira de ativos não consegue romper o círculo vicioso, pois, como se salientou linhas atrás, a moeda e o capital físico são vistos como fatores substitutos de retenção de riqueza, e não como fatores complementares (*Ibid.*, p. 55).

McKinnon vê a moeda como um fator inserido na própria atividade de acumulação de capital, e não meramente como um *trade-off*. Com efeito, a demanda de moeda, e os retornos sobre a mesma, devem crescer com o aumento da produtividade do capital, na medida que as taxas de juros e novas tecnologias desloquem as atividades empresariais para setores mais produtivos e mais intensivos de capital. Nesse processo, o aumento da demanda de moeda pode se elevar tanto em função do aumento do investimento autofinanciado, como também pela ampliação física do sistema bancário, pois este tem a capacidade de ampliar o fluxo de crédito-depósitos. A demanda de saldos reais de caixa se torna, assim, crescentemente mais significativa na presença de políticas desinflacionárias e de manutenção de taxas de juros elevadas. Tudo isso leva ao aumento do retorno real sobre a moeda, o que conduz a uma maior propensão a poupar e a investir, dada a importância da moeda como ativo de reserva.<sup>15</sup>

### Repressão financeira e inflação

Como visto anteriormente, uma das características das economias menos desenvolvidas é o autofinanciamento, o qual é por natureza bastante limitado como fonte de recursos para investimento. O mercado de capitais nessas economias é praticamente inexistente ou, se existir, quase sempre funciona de modo inoperante. Com base nessa constatação, McKinnon, tal como Shaw, considera necessária, como condição para superação desse estágio financeiro subdesenvolvido, a plena liberalização dos mercados

---

<sup>15</sup> A função demanda real de moeda McKinnoniana é:  $Md = f(Y, I/Y, d-P)$ , onde:  $Y$  é a renda real,  $I/Y$  reflete a taxa de participação do investimento na renda real e  $d-P$  é o retorno real sobre a retenção de moeda.

financeiros. Como resultado, as taxas de retorno sobre a moeda se tornariam realisticamente mais altas, fator indispensável para que os fornecedores externos de fundos se sentissem estimulados a participarem das atividades de investimentos. Em particular, o crédito bancário se tornaria acessível a todos os demandantes de fundos, deixando de ser privilégio de nichos e enclaves existentes nos diferentes setores da economia.

Com efeito, os bancos deveriam praticar *spreads* que proporcionassem retornos reais adequados aos investidores e depositantes. Desse modo, ao evitar-se a prática de taxas de juros reais negativas – configurando o caso da repressão financeira –, tal impediria o desvio de recursos (moeda e quase-moeda) para atividades estranhas ao processo de acumulação, e elevar-se-ia, em paralelo, a proporção crédito/PIB para níveis requeridos pela taxa desejada de crescimento. Em suma, o aumento da eficiência dos empréstimos bancários, desse ponto de vista, ampliaria crescentemente a participação da moeda nas atividades de investimento e produção, ou dito de outra forma, eliminaria paulatinamente os índices de repressão financeira no processo de acumulação de capital.

Após essas considerações mais gerais sobre os fundamentos da análise de McKinnon, torna-se importante agora caracterizar mais especificamente os pontos centrais da sua visão sobre a repressão financeira nas economias subdesenvolvidas. O autor se preocupa em frisar que muitas dessas economias deixaram de ser colônias em um passado relativamente recente, o que justifica a procura de uma estratégia para superá-la. O conceito de repressão financeira em McKinnon, tal como em Shaw, provém fundamentalmente do modo como funciona a estrutura financeira nessas economias centrada no sistema de bancos comerciais, cujo *modus operandi* herdado do período colonial continua praticamente intacto. Resumidamente, a repressão financeira é olhada através dos mecanismos que revelam como o crédito bancário, necessariamente escasso, é direcionado. Isto é, para quem e em que condições ele é concedido.

Em geral, nesses países a grande massa do crédito bancário é destinada a tomadores privilegiados (privados e oficiais), aos quais são cobradas taxas de juros subsidiadas, inferiores ao seu custo de oportunidade. Assim, apesar de grande parte dos recursos provirem de pequenos agricultores e industriais e de unidades familiares urbanas, com uma remuneração real negativa, esses são reprimidos financeiramente, pois aos bancos interessam atender os tradicionais agentes da economia, estabelecidos em enclaves ou em

atividades tradicionais, cuja reputação e capacidade econômica são de conhecimento público. As empresas a que se está referindo permanecem na memória cadastral dos banqueiros, os quais estão sempre prontos a atender seus pleitos, em detrimento de quaisquer outros. Os recursos são assim canalizados para financiar enclaves agrícolas e minerais, exportadores primários, importadores de bens destinados ao consumo restrito de certas classes sociais, especuladores em mercados agrícolas, altos comerciantes, etc. Isso explica porque, a par obviamente da segurança e menor risco do ponto de vista da lógica da atividade bancária, os recursos destinados aos empréstimos são necessariamente escassos.

Além disso, em muitos países, o aparato legal determina tetos para as taxas de juros ativas e passivas, e em face de processos inflacionários crônicos, as taxas de juros são atreladas a indexadores arbitrários ou incapazes de corrigir o valor real da moeda e dos demais ativos monetários. Nesse contexto, os bancos exercem um grande poder de monopólio, através do qual marginalizam a grande massa potencial de tomadores, como descrito acima. Ou, quando se dispõem a fazê-lo, apesar de tetos de usura, incorporam nos contratos de empréstimo pesados encargos adicionais, e.g., cobrança de taxas, comissões e certas reciprocidades, que se traduzem em significativo aumento do custo de capital. Um agravante desse processo reside nos índices e qualidade das garantias dos empréstimos, especialmente em se tratando de pequenos produtores rurais e urbanos, em função de que se sujeitam a perder suas propriedades, pela eventual incapacidade de honrarem suas dívidas, seja em razão dos pesados encargos contratuais, ou de anomalias de safras e preços de mercados. Fica claro, portanto, que a repressão financeira se converte no determinante da grande concentração de renda nesses países.

Em razão desses problemas, governos mais atentos tentam mitigar os efeitos deletérios da repressão financeira aos setores mais fragilizados, através da adoção de políticas específicas, e.g., criação de seguros agrícolas, financiamento de estoques reguladores e de programas de comercialização, garantia de preços mínimos para escoamento de safras, linhas especiais de crédito às pequenas e médias empresas, com juros mais baixos e exigência mínimas garantias, etc. Todas essas soluções, no entanto, não resolvem a questão da falta de acesso amplo ao financiamento da economia marginal, no máximo podendo se constituir na “segunda melhor” solução para o problema.

A solução definitiva do problema sugerida por McKinnon reside, então, na adoção de uma estratégia anti-repressão financeira, que compreende a elevação da taxa de juros dos empréstimos bancários em geral, de modo a refletirem o custo real do capital, o que além de eliminar as distorções no mercado de crédito, aumentaria o grau de intermediação financeira, e poria fim a atuação dos agiotas nos mercados informais de empréstimo. Para tanto, além da concessão de crédito, os bancos devem ser estimulados a ampliarem suas atividades, e.g, atuando no mercado de títulos primários emitidos pelos investidores finais, cujas taxas de retorno passariam a refletir a escassez relativa de capital e os custos operacionais envolvidos (*Ibid.*, p. 73). Especificamente no mercado de financiamentos, taxas de juros, quantidades e prazos devem se elevar, de modo a, como visto anteriormente, provocar impactos tecnológicos conducentes à maior eficiência dos investimentos e das atividades produtivas em geral.

Todavia, em ambiente inflacionário e instável característicos dessas economias, tal estratégia fica seriamente prejudicada. Os depositantes exigem mais altas taxas para se precaverem diante da expectativa de preços ascendentes, enquanto que os tomadores são desencorajados a assumirem compromissos de empréstimos a taxas prefixadas, especialmente se esperam uma retração dos índices correntes de inflação. Uma saída de modo a acomodar essas inquietações seria a indexação da taxa de juros, o que, porém, se esbarraria na escolha de um índice adequado que mantivesse a capacidade aquisitiva da moeda.<sup>16</sup>

Outras dificuldades poderiam surgir quando se tentasse implementar programas de estabilização ortodoxos (redução da oferta de moeda e do crédito) ou keynesianos (redução da demanda agregada via restrições fiscais), em ambos os casos provocando maiores desequilíbrios nas taxas de juros no mercado de crédito. Em face dos subprodutos indesejáveis que essas políticas de estabilização acarretam, tais como possibilidade de falências, aumento do desemprego, etc, o governo tenta conjurar os perigos a que isso está associado adotando novas iniciativas de repressão financeira, ou mesmo ampliando as existentes, o que representa apenas meros paliativos. Em especial pode ser tentado a induzir uma baixa na taxa de juros e racionar o crédito, como meio de acomodar o desequilíbrio

---

<sup>16</sup> Como ilustração dessa análise, o autor faz referência a vários países, incluindo Brasil (*Ibid.*, p. 73-81).

entre oferta e demanda de empréstimos, a um nível mais baixo de atividade econômica compatível com a desejada política de desaceleração dos preços.

Dada a ineficácia dessas políticas, a alternativa proposta por McKinnon para solucionar os problemas derivados da repressão financeira, em ambiente de instabilidade e alta de preços consiste na elevação da demanda de moeda em simultâneo ao controle da oferta de liquidez. (*Ibid.*, p.81). Como consequência imediata, aumenta-se o retorno esperado sobre os depósitos bancários. A elevação consequente das taxas de juros induziria uma redução da demanda de bens e uma reversão no ritmo de aumento de preços e, *ipso facto*, uma maior disposição das unidades familiares a incrementar suas disponibilidades na forma de depósitos bancários, o que se reflete como um aumento no estoque real de moeda. Esse programa desinflacionário teria como consequência aumentar a capacidade de empréstimo dos bancos. Tal poderia implicar em aumento real dos fluxos de crédito, especialmente nas linhas de capital de giro, as quais ao invés de se contraírem, como nos programas ortodoxos/keynesianos, poderiam até se ampliar, minimizando certamente os efeitos depressivos da política sobre as unidades produtivas susceptíveis de serem mais fragilizadas.

#### Conclusão sobre a análise de McKinnon

A abordagem da repressão financeira adotada por McKinnon tem forte similaridade com a de Shaw vista anteriormente, se diferenciando significativamente, porém, quanto ao enfoque analítico das especificidades sociais e políticas e econômicas dos países atrasados industrialmente, o qual é mais abrangente e profundo. Mais relevante a considerar, todavia, é que no que se refere ao diagnóstico e as proposições de política econômica, pode-se perceber uma grande confluência de idéias.

Em suma, em sua abordagem, McKinnon procura explicar porque as economias fragmentadas ou dualmente estruturadas, sujeitas ao regime de repressão financeira, não conseguem ampliar a sua escala de produção e investimentos, a fim de melhorarem seu desempenho econômico e superarem seu estágio de subdesenvolvimento. As dificuldades nesse sentido se originam, de um lado, na diversidade de meios e custos de produção em diferentes segmentos da economia (fragmentação) e, de outro lado, na escassez de crédito e

na sua desigual distribuição entre os tomadores interessados. As questões fundamentais que estão atrás disso residem, segundo o autor, nas equivocadas políticas de governo, as quais oferecem incentivos ou estabelecem controles arbitrários e inócuos em diferentes setores da atividade econômica e na estrutura financeira caracteristicamente subdesenvolvida.

Outro importante fator que impede a superação do estágio de subdesenvolvimento dessas economias reside na deficiente estrutura financeira, na qual predomina um sistema bancário comercial caracteristicamente oligopolizado e baseado em crédito, cujas operações ativas e passivas são realizadas através de mecanismos discricionários, seja por iniciativa própria, seja principalmente por indução ou imperativos das políticas governamentais. Especialmente a considerar, são as taxas de juros reais muito baixas praticadas em tais operações, as quais desincentivam a poupança financeira, favorecem a manutenção de enclaves privilegiados e sustentam amplos segmentos produtivos em atividades de baixa eficiência tecnológica e, portanto, muito abaixo do retorno social.

Segundo McKinnon, a alternativa racional de solução dos problemas de crescimento desses países, cujas economias são quase sempre cronicamente inflacionárias, consiste na adoção de reformas mediante a implementação de estratégias de liberalização financeira. Isso, em síntese, pode proporcionar o aumento das taxas de juros, as quais passariam a refletir a escassez relativa no mercado de fundos. Como consequência, aumenta-se a propensão a poupar, o que resulta no incremento dos depósitos bancários remunerados, e, *ipso facto*, amplia a capacidade emprestadora de longo prazo. Taxas de juros mais altas, acompanhadas de abundância de crédito e prazos ampliados, se refletem, de um lado, no aumento do custo de oportunidade do autofinanciamento, e de outro, na elevação das taxas de retorno dos investimentos. Em ambos os casos, surgem fortes razões para o paulatino abandono de setores produtivos atrasados, em benefício de outros tecnologicamente mais avançados e de maior eficiência econômica.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> O diagnóstico das crises de crescimento das economias de industrialização recente com base no paradigma da repressão financeira e as propostas conseqüentes de política foram objeto de ampla investigação e questionamentos por diversos autores de distintas correntes de pensamento. Vide, por exemplo, Dornbusch e Reynoso (1989), Stiglitz (1990) e Hermann (2001). Especificamente com relação à estratégia de desregulação do sistema financeiro, vide, por exemplo, argumentos contrários em Oreiro (2003).



## 2.4 BANCOS, CRÉDITO, AVERSÃO AO RISCO E RACIONAMENTO DE CRÉDITO EM STIGLITZ

Stiglitz é um dos expoentes da corrente novo-keynesiana responsável pela elaboração de modelos teóricos explicativos do comportamento dos bancos em suas relações com as empresas, enquanto tomadoras de crédito para viabilizar projetos de investimento. A análise stiglitziana, que provém dos *insights* de Keynes (TG, 1982, p. 165), assume fundamentalmente que os mercados financeiros são rígidos e imperfeitos devido à assimetria de informação prevelescente nas relações entre emprestadores e tomadores de crédito. Nesse contexto, considera-se que os contratos são incompletos, cuja execução se sujeita a riscos e incentivos adversos, o que pode ser observado tanto no mercado de crédito como no de capitais. Nesse sentido, ele discorda da teoria dos mercados financeiros eficientes, por não crer que mercados livremente estabelecidos possam funcionar segundo as leis de oferta e demanda. Este é o caso específico da firma bancária, que será abordado a seguir.

Na argumentação de Stiglitz (Greenwald e Stiglitz, 1993b), os bancos são instituições de intermediação financeira, cujo objetivo é maximizar lucros num contexto de incerteza **instrumental** e **ambiental**, tal como as unidades produtivas. Todavia, estão sujeitos a riscos de falência muito mais agudos em função da natureza dos seus ativos e passivos. O negócio dos bancos é produzir informações e, com base nelas, selecionar clientes que possam se habilitar a seus empréstimos. Outra importante função do banco consiste em tentar monitorar esses empréstimos, objetivando o seu integral repagamento. Esse monitoramento, no entanto, é um tanto passivo, uma vez que, em geral, se restringe aos termos contratuais. Embora muitos contratos possam ser bastante complexos e detalhados, especialmente no que se refere às cláusulas restritivas, eles não são capazes de revelar, por completo, os objetivos (*ex-ante*) e o comportamento e as intenções (*ex-post*) dos tomadores de crédito.

Nesse contexto, “O principal problema informacional com que os bancos se defrontam reside no fato de que eles não sabem como o dinheiro que emprestam está sendo investido. (Greenwald, Stiglitz e Weiss, 1984, p. 195). Apesar de utilizarem sofisticadas ferramentas de análise de risco de crédito (contábeis e sócio-econômico-financeiras), os

bancos não conseguem identificar e selecionar, no conjunto de seus clientes, os “riscos bons” e os “riscos ruins”. Assim, em suas decisões de crédito, conscientes dos riscos de inadimplência de seus clientes, os bancos se tornam avessos ao risco.

Em geral, os bancos operam de forma altamente alavancada. Em função da natureza das diferentes fontes de fundos, os bancos têm obrigações fixas com os seus clientes depositantes/investidores, as quais devem ser cumpridas em seus respectivos vencimentos. Caso contrário, a perda de credibilidade e de confiança pode conduzi-los rapidamente para um processo de falência. Por isso, a sua percepção de risco é mais aguçada que a dos demais agentes econômicos, que os leva a atitudes preventivas e de prudência financeira, sem prejuízo de serem as instituições mais reguladas e controladas pelas instituições governamentais.

Diferentemente das demais firmas, o mais importante ativo do banco é o seu capital informacional. É com base nele que tomam decisões de empréstimo, definem a taxa de juros cobrada, exigem colaterais, ajustam a maturidade das dívidas e racionam o crédito. Em períodos de graves recessões, em que ocorrem falências de firmas e bancos, esse capital informacional é destruído parcial ou totalmente, provocando limitações nos fluxos de crédito para o financiamento da produção e dos investimentos. Isso contribui para o aprofundamento do quadro recessivo, afetando negativamente ainda mais a atividade econômica, em particular o nível de emprego.

Na análise de Stiglitz a moeda é importante, porém não se lhe concede significância de *per se*. Sua relevância reside em sua estreita vinculação com o crédito, na medida que é a variável-chave para que este cumpra a sua finalidade de fomento da produção e do investimento. É daí, como salienta Canuto e Ferreira Jr. (1998, p. 341), que se manifesta a importância das relações financeiras para a atividade econômica. É o crédito, e não a taxa de juros, que desempenha o papel preponderante nas análises de Stiglitz. Isso se deve ao fato de que, segundo ele, a taxa de juros não consegue exercer o papel fundamental de coordenação do mercado de crédito, deixando de ser o mecanismo que equilibra a oferta e demanda de fundos em circunstâncias em que o crédito deva ser racionado.

Essa é uma notável distinção da análise de Stiglitz em relação ao modelo walrasiano, em que a taxa de juros é o mecanismo que se encarrega do *market-clearing*, ou seja, ela se flexibiliza o necessário para igualar a demanda à oferta de fundos. Não obstante,

Stiglitz considera que ela exerce o papel de indicador importante quando os bancos optam pelo racionamento de crédito, circunstância em que promovem os ajustes compatíveis com a necessidade de otimização de retornos frente a problemas de assimetria de informação e seleção adversa, como se examinará mais adiante.

Os bancos procuram maximizar os seus retornos, em ambiente de risco e incerteza, tal como as empresas. Apesar de serem avessos ao risco, com já se disse, eles se dispõem a assumi-los, até um certo ponto, pela necessidade de gerarem lucros. Os fatores sobre os quais assentam suas decisões de assumir uma certa quantidade de risco são a taxa de juros e os colaterais. A sua limitação em assumir riscos, até um certo ponto, se manifesta concretamente quando, de acordo com as suas percepções, o tomador de crédito poderá não ter condições de repagar o empréstimo pleiteado, de acordo com o previsto no contrato.

Nessas circunstâncias, ainda que se eleve a taxa de juros, como forma prévia de seleção e escrutínio (*screening device*) e se aumentem os colaterais, existirão potenciais interessados em tomar empréstimos, o que indica alta probabilidade de *default*. Por outro lado, altas taxas de juros e aumento na quantidade de colaterais podem afugentar os tomadores mais idôneos e confiáveis, com seguras perspectivas de adimplência contratual, se as condições de juros e colaterais fossem ajustadas às suas necessidades de crédito. Com efeito, haverá uma piora no processo de seleção dos tomadores, decorrente da seleção adversa associada à imperfeita informação com que opera os banqueiros em suas operações de empréstimo. Esta é a questão fundamental que se pretende abordar a seguir.

Stiglitz enfatiza que o crédito não pode ser alocado à maneira de “um leilão”, mecanismo em que os beneficiários de empréstimo são aqueles que estão dispostos a pagar as mais altas taxas de juros. Ao invés disso, os emprestadores precisam (*ex-ante*) se precaver do risco de inadimplência dos seus empréstimos. Nesse sentido, a condição de as firmas bancárias manterem seus lucros reside na seleção dos tomadores e no monitoramento de seus contratos de empréstimo. A propósito, deve-se ter em vista que os bancos são unidades altamente alavancadas, que operam em regime de equilíbrio competitivo e, tal como as firmas, o objetivo permanente é a maximização de lucro. Convém salientar, pois, que os compromissos de um banco são definidos em função do saldo de seus depósitos à vista e a prazo, enquanto que seus retornos provêm de ativos associados a diferentes graus de risco, estando permanentemente sujeitos a falência.

Por outro lado, o aumento da taxa de juros pode ensejar impactos negativos, tanto do ponto de vista da seleção adversa como do incentivo adverso (*moral hazard*), quando se considera que o conjunto de solicitantes de empréstimo é caracteristicamente heterogêneo. Isso significa que a elevação da taxa de juros tem o poder de afugentar bons clientes (existentes ou potenciais) e atrair aqueles interessados em financiamento para projetos de investimento altamente arriscados. Esses efeitos de seleção e incentivo adversos podem ser tão fortes que o retorno esperado dos empréstimos poderá implicar na sua redução real.

É nesse contexto, portanto, que os bancos se sentem compelidos ao racionamento de crédito<sup>18</sup>, no qual a taxa de juros praticada caracteriza a sua aversão ao risco, sem, contudo, abrirem mão do objetivo de maximização do retorno esperado dos empréstimos. Assim, conforme salienta Stiglitz, os bancos podem racionar o crédito, a uma taxa de juros por eles escolhida, a qual “( ...) maximiza a ‘utilidade esperada’ do empréstimo, ou a diferença entre os retornos esperados e o custo de falência.” (Greenwald e Stiglitz, 1993a, p. 31). Toma-se evidente, assim, que a taxa de juros arbitrariamente escolhida é compatível com um excesso de demanda por crédito, o que significa uma importante falha do mercado. Na verdade, como destaca Oreiro (2003), a assimetria informacional no mercado de crédito implica que uma parcela da demanda de investimento não é susceptível de ser financiada, resultando numa frustração de empresários do setor produtivo. Nesse caso, o autor observa que o nível de equilíbrio da economia é consistente com uma “subacumulação de capital”.

Com efeito, na medida que, sob certas circunstâncias, optam por racionar o crédito como meio de auto-defesa e preservação, os bancos se comportam numa clara aversão ao risco. Não obstante essa postura se destine, implicitamente, a preservar a firma bancária do perigo de falência, tal, no entanto, poderá amplificar um choque econômico inicialmente pequeno e localizado, e, com isso, provocar uma recessão profunda e prolongada em toda a economia.

Nesse sentido, torna-se importante destacar alguns pontos a respeito. Primeiro, ainda que se circunscreva a um único, porém grande banco de varejo, a decisão de racionar o crédito pode se traduzir em grandes dificuldades diretamente para os clientes desse banco, visto que ficarão impossibilitados de sustentar seus níveis de produção e dos investimentos

---

<sup>18</sup> O racionamento de crédito se torna factual quando os bancos fixam a taxa de juros e restringem a oferta de empréstimo em relação à demanda dos tomadores (Jaffee e Russel, 1976)

em andamento. Um grande número de firmas pode, assim, se sentir impossibilitado de cumprir obrigações previstas em diferentes contratos (salários, fornecedores, impostos, serviço da dívida, etc). Isso pode, ainda no setor real, prejudicar o desempenho de firmas de outros segmentos, tanto ao nível de investimento, consumo ou de exportação.

Em segundo lugar, o racionamento de crédito - antes um problema localizado e limitado a uma parcela de clientes do banco em questão -, certamente ocasionará dificuldades de adimplência relativamente a clientes deste e de outros bancos, estendendo-se o problema para outros setores da economia (real e financeiro), de modo a agravarem-se as condições de execução dos contratos de outros segmentos de firmas, especialmente no tocante as obrigações de dívida. Como consequência, diante do aprofundamento e da amplitude da recessão como fenômeno característico nesses casos, as incertezas e os riscos se elevam consideravelmente. Então, como opção racional na busca de assegurar a maximização dos seus retornos em circunstâncias adversas, outros bancos procurarão racionar o crédito, fatalmente generalizando o problema e, com isso, criando o ambiente macroeconômico propício para uma grande e, talvez, prolongada recessão.

O tamanho de uma recessão e seu prolongamento vai depender da extensão da “**queima informacional**” dos bancos relativamente a tomadores, especialmente do setor industrial (bens de consumo e bens de capital). Conclui-se, portanto, que de acordo com a argumentação de Stiglitz, problemas comportamentais de natureza particular, como esse, podem se amplificar de tal modo que toda a economia se torna susceptível de ser impactada negativamente pelos efeitos da seleção adversa e do risco moral. Isso se deve às inter-relações dentro do universo de firmas, e destas com o sistema bancário e não-bancário. O resultado provável seria, então, redução dos níveis de produto e emprego e estagnação econômica.

Um banco que estiver num processo de recuperação de prejuízos, certamente se torna muito mais avesso ao risco. Desse modo, no momento que passa a racionar o crédito, o efeito disso é inibir as atividades do próprio setor bancário e, *ipso facto*, de outros setores da economia, num processo incipiente de recessão econômica. Dadas as características da atividade e capilaridade do setor bancário, como já aludido, a crise financeira tende a se alastrar rapidamente por toda a economia, gerando falências generalizadas. Então, o quadro que se estabelece a partir da crise inicialmente observada numa firma bancária

particular tende a propagar os fatores inibidores da atividade econômica, gerando, ao nível macroeconômico, estagnação, corte na produção e desemprego.

Como salientado no início desta seção, as atividades bancárias podem compreender tanto o recrutamento como o processamento informacional de novos clientes, visando a constituição e manutenção de portfólios. É nesse processo que os bancos se capacitam à concessão de empréstimos e ao conseqüente monitoramento dos tomadores. Outra importante atividade dos bancos é aquisição de ativos seguros e de alta liquidez, como, por exemplo, títulos do tesouro, especialmente quando aumentam as flutuações no nível da atividade econômica. Sob essas circunstâncias, os bancos aumentam sua percepção sobre os riscos associados às suas decisões de empréstimo. Dado que, em geral, altas taxas de *default* são uma consequência das más condições econômicas, o patrimônio líquido dos bancos pode decrescer, em paralelo com a sua disposição para suportar riscos. A política bancária, então, consiste em alterar a estratégia de gestão de portfólios, redirecionando as aplicações para títulos de maior segurança e liquidez, e.g., obrigações do tesouro.

Do ponto de vista do modelo walrasiano, diante de uma pressão de demanda de crédito, o equilíbrio no mercado de empréstimo somente poderia ser conseguido a altas taxas de juros, as quais, certamente, passariam a inibir a atividade de investimento. Entretanto, os bancos evitam aumentar a taxa de juros, receosos dos efeitos seleção adversa e incentivo adverso. No primeiro caso, haveria o perigo de se afugentar os potenciais tomadores, detentores de fichas cadastrais idôneas, considerados, portanto, com “riscos bons”. Por certo, tais clientes não se disporiam a arcar com o ônus de taxas de juros tão altas, deixando, desse modo, de empreender seus projetos de investimento. No segundo, haveria o estímulo para que potenciais tomadores empreendessem projetos com alta variância em torno da probabilidade média de retorno, e, portanto, associados a elevados riscos em termos de inadimplência.

Essas considerações sugerem que tanto a incerteza (endógena ou exógena) como os riscos a ela associados induzem os bancos e as firmas a serem avessos ao risco, em face do problema da seleção adversa e do *moral hazard*. Esse comportamento decorre do fato de os mercados serem informacionalmente imperfeitos, o que, na visão de Stiglitz, é uma característica fundamental da economia capitalista. Com efeito, os preços, taxas de juros e salários deixam de ser mecanismos de coordenação natural dos mercados, ao contrário do

implicitamente suposto no modelo de equilíbrio geral (*Arrow-Debreu*). Essa falha é subjacente aos mercados, e resulta das rigidezes inerentes àquelas variáveis. No caso particular da taxa de juros, que está associada ao objetivo central deste trabalho, a rigidez é imposta pelos bancos, como forma de produzir um equilíbrio maximizador de lucro, porém sob o regime de racionamento de crédito. A consequência disso é a inibição da atividade econômica, potencialmente geradora de crises e desequilíbrios nos sistemas produtivo e financeiro.

## 2.5 A ABORDAGEM INSTITUCIONAL DE ZYSMAN

Esta seção destina-se a um resumo analítico sobre os principais aspectos da abordagem de Zysman (1983) sobre o papel das instituições no processo de ajustamento industrial observado nos centros mais desenvolvidos a partir do II pós-guerra. Conquanto a análise deste autor abranja também a França e a Inglaterra, o sumário aqui apresentado se restringirá às economias do Japão, Alemanha e Estados Unidos, tendo em vista suas experiências têm se constituído em modelos de referência para diferentes estudos sobre o desenvolvimento das economias capitalistas.

Em sua abordagem, o autor procura destacar como o governo intervém seletivamente no processo de ajustamento industrial, considerando, de um lado, as características do funcionamento dos mercados locais, e de outro, o papel exercido pelas estruturas financeiras, ao influenciarem as decisões das firmas e as próprias escolhas governamentais na formulação da estratégia de crescimento de cada país. Com base na taxonomia utilizada pelo autor, procura-se inicialmente descrever os três modelos básicos de mercados financeiros. Em seguida, faz-se uma exposição sobre o sistema financeiro de cada uma das economias analisadas. Por fim, com base nas características dessas estruturas financeiras, procura-se explicar como empírica e previsivelmente elas moldaram o processo de ajustamento industrial perseguido em cada um daqueles países.

A análise de Zysman representa uma das mais notáveis contribuições para a compreensão de como as estruturas financeiras existentes em cada país podem contribuir para a sustentação de uma desejada estratégia de ajustamento industrial. Nela estão identificados e fortemente enfatizados os aspectos institucionais determinantes das

estruturas financeiras, as quais influenciam na definição de mecanismos destinados a acomodar os conflitos latentes associados às políticas de ajustamento e desenvolvimento industrial. Nesse sentido, o autor se detém no exame do processo de como, a partir das estruturas financeiras próprias de cada país, as políticas governamentais podem se interagir com as instituições do mercado para alcançar objetivos econômicos bem definidos. Para Zysman, apesar de revelarem algumas peculiaridades comuns, os mercados e organizações se diferenciam de acordo com a sua própria lógica de funcionamento, nisto destacando-se os aspectos relativos ao comportamento humano, através dos quais se estabelecem, institucionalmente, estruturas hierárquicas e normativas e as formas de mobilização de esforços individuais com vistas ao alcance de resultados de interesse comum.

Zysman analisa as estratégias de política econômica adotada pelos países capitalistas mais industrializados (Estados Unidos, Inglaterra, França, Alemanha e Japão), considerando as suas específicas condições econômicas herdadas após o final da Segunda Guerra Mundial. Segundo o autor, essas estratégias permitiram avaliar como os fatores financeiros podem contribuir (para) e, ao mesmo tempo, condicionar a construção e implementação de políticas seletivas na busca de melhor desempenho no processo de recuperação ou avanço industrial. Nesse sentido, sua argumentação procura explicar como os arranjos financeiros locais influem tanto nas opções das firmas como nas escolhas das ações governamentais, delimitando em cada país o modo através do qual o mercado e o governo podem se interagir eficazmente para a definição de propostas e de meios de alcançar objetivos de desenvolvimento industrial. Nesse sentido, uma importante observação de caráter institucional refere ao fato de que nas economias em que os preços de mercado têm o poder de alocar bens e serviços, a moeda não é vista apenas como meio de troca, mas também como instrumento de controle político e social. Desse modo, a análise das instituições encarregadas de gerir os fluxos monetários permite compreender a destinação de tais fluxos e definir as formas de controle dos resultados esperados.

Vê-se, portanto, que Zysman está preocupado com as questões fundamentais sobre como o aparelho de Estado se interage com as específicas estruturas financeiras vigentes em cada país, bem assim com o desempenho destas no processo poupança-investimento. Em especial, ele procura destacar as características dos sistemas financeiros quanto ao seu tipo e grau de concorrência, bem como a influência governamental em seu funcionamento,



envolvendo custos de capital, formação de preços de títulos financeiros, controle de agregados monetários, alocação seletiva de crédito, etc. (Aldrighi, 1997).

Nessa abordagem de cunho essencialmente institucional, são considerados três distintos sistemas financeiros, cada qual funcionando de acordo com uma lógica e específicas implicações e resultados. Primeiro, o sistema financeiro baseado em mercado de capitais, cuja função é alocar recursos através de preços livremente determinados segundo as regras de mercado. Nesse sistema, as relações entre governo e indústria se reforçam mutuamente ao longo do tempo, mas, embora as políticas públicas possam produzir algum grau de influência, as estratégias e decisões de ajustamento ou desenvolvimento da produção e investimento são prerrogativas das corporações. Este é o caso observado nos Estados Unidos. Segundo, o sistema financeiro baseado em crédito, no qual os preços críticos são administrados pelo governo, o que se traduz no elemento de intervenção política no rumo dos negócios industriais. O Estado exerce, de forma deliberada e seletiva, a liderança na condução das estratégias de ajustamento industrial, e com isso tenta moldar o setor produtivo privado (casos do Japão e França) de acordo com propostas e objetivos nos quais se sobrepõem os interesses comuns. Terceiro, o sistema baseado igualmente em crédito liderado por instituições financeiras multifuncionais, no qual o poder de mercado permite-lhes influenciar as decisões industriais, implementadas através do que o autor denomina “*style of modern capitalism*”. Esse é o caso da Alemanha.

Esses modelos se traduzem em alternativas particulares de solução de problemas políticos e econômicos de financiamento do crescimento econômico, cada um com as suas características, virtudes e desvantagens. Esse é o assunto objeto da próxima subseção.

### 2.5.1 As características gerais dos três modelos de sistemas financeiros

Os sistemas financeiros baseados em mercado e em crédito vistos acima se desdobram correspondentemente em três distintas estruturas de financiamento. De acordo com a taxonomia adotada por Zysman, destaca-se em primeiro lugar a estrutura financeira baseada em mercado de capitais como principal alternativa de financiamento de longo prazo. Trata-se de um modelo em que predomina a emissão de ações e bônus como alternativa de financiamento das corporações. Nessas transações, os ofertadores e

tomadores finais de fundos em distintos mercados se relacionam mediante a intermediação de um grande número de instituições financeiras especializadas, sem a participação direta dos bancos comerciais. Em função do aparato regulatório ou mesmo de circunstâncias históricas predominantes, os intermediários desempenham caracteristicamente a função de corretores de fundos, e não aquela que poderia identificá-los como gerenciadores de fundos próprios ou voltados por interesses de alavancagem de carteiras de títulos de uma determinada empresa. Essas características do modelo implicam que os preços dos ativos são determinados em mercados competitivos.

Esse sistema pressupõe a existência de amplos mercados de títulos, cabendo aos bancos comerciais apenas o papel de fornecedores de empréstimos de curto prazo, pois, como se disse acima, as empresas sempre procuram se abastecer de fundos de longo prazo, para atender as suas recorrentes necessidades de investimento. Quanto ao papel do Banco Central, ele prioriza as operações de mercado aberto, com o objetivo de controlar os agregados monetários e as taxas de juros, tendo sempre como meta o alcance de resultados favoráveis ao funcionamento estável do sistema financeiro e dos mercados em geral. Eventualmente se interessa pela alocação discricionária de recursos através da sua condição de prestador de última instância. Embora a relação do Banco Central com os bancos comerciais sejam mutuamente reforçadas nesse modelo, a autoridade monetária não usa instrumentos discricionários com o objetivo de determinar a quantidade ou as condições de empréstimo dos bancos comerciais. Em suma, o Banco Central pode agir como prestador de última instância, ou intervindo no mercado como comprador ou vendedor de títulos, mas sua ação se destina tão-somente a criar e manter as condições sob as quais o sistema deve operar estavelmente.

A característica mais fundamental desse modelo reside no fato de que os bancos, as firmas e o governo exercem seus papéis autonomamente como parceiros. Assim, torna-se limitada a capacidade de influência das instituições financeiras sobre as firmas, bem como do governo sobre os bancos quanto ao fluxo de recursos nos mercados de capitais. Isso significa que o governo não determina as condições de alocação dos recursos e os bancos não interferem rotineiramente no modo como as firmas conduzem os seus negócios. Uma consequência dessa posição ideológica *market-oriented* é que, caso se torne necessária a intervenção do governo nos negócios financeiros ou industriais, esta não se fará pontual ou

casuisticamente. Isto é, somente será engendrada a título de caso geral e abrangente, mediante a prévia aprovação de legislação pertinente. Com isso, se mantém a lógica e a coerência política de se preservar a integridade dos arranjos de mercado e a sua primazia enquanto forma de organização econômica e social. Esse modelo é característico do funcionamento do sistema financeiro anglo-americano.

O segundo modelo consiste no sistema financeiro baseado em crédito, no qual os mercados se interligam através de preços preponderantemente administrados pelo governo. Como os mercados de capitais são fracos e de difícil acesso aos tomadores privados, a demanda de empréstimos das firmas é satisfeita pelas instituições financeiras: bancos e outras firmas especializadas. Os bancos, aliás, além de serem os principais agentes fornecedores de crédito, são a via de acesso ao mercado de capitais, nos quais tendem a participar através do controle do capital de grandes empresas. Embora o crédito seja o elemento mais essencial do sistema, os bancos não possuem muita *expertise* na análise de risco de operações de empréstimo destinados à formação de capital. O governo, por seu turno, em face dos estreitos limites do mercado de capitais, ou mesmo da insuficiência de oferta de fundos no mercado de crédito, tende a criar e manter condições facilitadas ao adequado suprimento de recursos às corporações voltadas para o investimento. Em paralelo, como salientado acima, sua política nesse campo tem como objetivo a regulação de preços em importantes mercados, com vistas ao alcance de certas prioridades de política.

Todavia, como salienta Zysman, a intervenção governamental cria um desequilíbrio entre oferta e demanda de fundos ao nível corrente de preços, o que somente poderia ser corrigido mediante a adoção de regras administrativas que favoreçam arbitrariamente um dos lados do mercado. Assim, a questão fundamental não se restringe ao fato de o governo intervir com o objetivo de alocar discricionariamente recursos financeiros, mas no problema de identificar que firmas (e como) devem se tornar beneficiárias do processo.

Nesse sentido, a definição das escolhas do governo quanto ao modo e finalidade de intervenção, como forma de superar as limitações do sistema financeiro, implica em estabelecer uma parceria com a indústria. Em conseqüência, passa a participar do processo de financiamento, através de instâncias burocráticas pulverizadas ou concentradas, em ambos os casos, porém, sem a determinação de limites precisos nessas relações. Como resultado, deixa de existir uma clara linha divisória entre interesses públicos e privados, que

se deve muito mais à fraca estrutura dos mercados financeiros do que propriamente à formatação de escolhas políticas. As características desse segundo modelo podem ser identificadas nos sistemas financeiros da França e da Itália.

O terceiro modelo tem forte similaridade com o sistema baseado em crédito, porém há uma fundamental diferença refletida no restrito número de instituições financeiras dominantes e o seu grau de independência do Estado. Aqui, à semelhança do primeiro modelo, são os mercados que determinam os preços, e é através deles que se manifesta a concentração de poder financeiro. Esse poder de mercado pode ser especialmente observado nas relações dos bancos com as bolsas de valores. A ação do governo está voltada para variáveis agregadas, ao invés de definição de objetivos específicos, a qual se concretiza sempre através de operações de mercado. Com efeito, são as instituições financeiras que influenciam as decisões empresariais, no exercício de seu poder de mercado, tanto no segmento de empréstimos como no de títulos.

Zysman destaca especialmente o fato de que nesse modelo, por circunstâncias histórico-institucionais, o governo não dispõe de um aparato para determinar as escolhas das instituições financeiras, isto é, não dispõe de canais no sistema financeiro com os quais poderia influenciar as decisões empresariais. Todavia, os bancos são usados como aliados do governo, na definição de interesses que envolvam as suas políticas, em particular no campo das finanças. (*Ibid.*, p. 72).

Em suma, o primeiro modelo é visto como a solução adequada para o financiamento industrial em países tradicionalmente industrializados, enquanto que os dois últimos são as alternativas para os países de industrialização retardatária. Nestes, as escolhas dependem crucialmente da percepção das diferenças de estrutura de cada modelo, especialmente do ponto de vista da fonte preponderante de fundos e da forma como são alocados. Além disso, importa considerar a forma como os preços são determinados, através do mercado ou através de ingerências do governo.

Uma vez sucintamente expostas as características dos três sistemas financeiros que constituem o núcleo da análise de Zysman, torna-se importante, do ponto de vista deste trabalho, uma breve leitura dos principais aspectos da correlação que o autor afirma existir entre específicos sistemas financeiros e o modelo escolhido de ajustamento industrial. Nesse sentido, a análise empírica se circunscreve aos três casos considerados os mais

relevantes (Japão, Alemanha e Estados Unidos), através dos quais o autor procura generalizar a sua argumentação com o objetivo de identificar as interrelações entre sistemas financeiros nacionais e o processo político de mudança industrial. Trata-se, como se verá a seguir, de colocar em evidência a experiência de três grandes economias industrializadas, nas quais os sistemas financeiros atuam fortemente como parceiros na política industrial, mas com características bastante distintas, em termos não só das especificidades de suas estruturas financeiras, como também das peculiares relações econômicas e institucionais entre governo, mercados e sistemas financeiros.

### 2.5.2 Análise dos principais aspectos histórico-institucionais dos três modelos

#### A experiência do Japão sob a influência do Estado

De acordo com a estilização adotada por Zysman, o modelo japonês se assenta no sistema financeiro baseado em crédito e preços administrados, cujo objetivo é sustentar o crescimento econômico conduzido pelo Estado (*state-led growth*). Assim, a implementação da política industrial tem no sistema financeiro baseado em crédito um apoio sumamente importante, pois é através dos bancos que se manifesta a influência do Estado e das políticas administrativas na alocação dos recursos destinados ao financiamento da expansão industrial. Segundo o autor, a rápida transformação do Japão no II pós-guerra numa sociedade industrialmente competitiva é resultado de um processo de competição controlada, dirigida e limitada pela ação do Estado, a qual induz uma forte parceria entre as firmas e os bancos. A intervenção do Estado é realizada através do Ministério do Comércio Internacional e da Indústria (MITI), a qual prioriza objetivos setoriais, e não o desempenho particular das firmas participantes do processo.

Nesse sentido, o MITI define a política de investimento voltada para o desenvolvimento de longo prazo e de competitividade internacional. Essa política tem como característica fundamental a adoção de estratégias destinadas a incentivar e assegurar a existência de mercados competitivos na economia doméstica. Trata-se, porém de uma competição induzida e controlada, mediante a garantia de demanda para a produção e altas taxas de retorno dos investimentos. É essa lucratividade que assegura a crescente atração de

novos competidores nos diferentes setores produtivos. Nesse sentido, embora os mercados operem em condições de alta competitividade, tanto o governo quanto o setor privado dispõem de mecanismos, e.g., acordos de especialização produtiva, cartéis reguladores da expansão de capacidade produtiva, etc, que impedem a competição anárquica e destrutiva, como normalmente acontece na maioria das economias capitalistas. Além dessa política de controle da produção industrial, o Estado intervém com o objetivo de proteger o mercado interno, através do controle dos *links* que este estabelece com os mercados internacionais.

Como pano de fundo dessas estratégias, há um permanente incentivo para que as firmas aumentem suas taxas de crescimento. Nesse sentido, o Estado determina as condições sob as quais o capital, a tecnologia e produtos industrializados podem entrar e sair do país. O Ministério das Finanças controla o fluxo de capital estrangeiro, cuja preferência recai nos empréstimos, ao invés dos investimentos externos diretos. Além disso, controla-se a importação de tecnologia, forçando as firmas estrangeiras a venderem patentes, licenças e *expertise*, isto é, obrigando-as a se contentarem com a remuneração de *royalties*, ao invés da venda de produtos acabados no mercado japonês.

O rápido desenvolvimento industrial sustentado pela estrutura financeira baseada em crédito implica, todavia, em alguns pontos nevrálgicos. Um deles reside nos altos custos fixos acarretados pela alta densidade de capital, os quais geram problemas de fluxos de caixa para as firmas. Então, um terceiro mecanismo de política industrial reside no sistema tributário, que permite a depreciação acelerada de equipamentos, superior a 50% para as indústrias com forte desempenho em exportação.

Em suma, as políticas governamentais encorajam as firmas japonesas para investirem não meramente como objetivos de garantia de elevados retornos de longo prazo, mas como parte de um negócio voltado para nichos de mercado, nos quais a alta qualidade da produção viabiliza um *drive* marcadamente exportador.

O processo de rápida transformação e crescimento da base industrial se sustenta em mecanismos de financiamento corporativo através de *pool* de bancos, a fim de pulverizar os riscos entre as instituições financeiras envolvidas. Como a expansão industrial seletiva em questão faz parte da estratégia governamental de fortalecimento do poder de mercado das firmas envolvidas, assume-se que as dívidas assumidas por elas são, em última instância,

garantidas pelo governo. Isso induz uma forte concorrência de novas firmas para participarem da estrutura de oferta de tais produtos.

O crescimento das dívidas em função dos vultosos financiamentos se reflete no alto grau de alavancagem dos negócios, tanto nas firmas como nos bancos, o que acarreta, porém, grande vulnerabilidade para ambos e, portanto, uma forte possibilidade de colapso econômico. Todavia, o governo permanece vigilante quanto a essa ameaça, pois tem interesse direto na solidez das firmas e na sua capacidade de repagar os empréstimos. Esse fato permite que os bancos inseridos nos objetivos estratégicos do governo se comportem, na prática, como emprestadores de primeira instância.

A pesada concentração industrial, expressa na hierarquização de grandes grupos de firmas fortemente linkados entre si e com visão internacional de negócios (*Zaibatsu*) foi dissolvida após a Segunda Guerra. A partir de então, engendrou-se outra forma de desenvolvimento dos negócios, na qual grupos de firmas passaram a se organizar em torno de grandes bancos, origem de peculiares arranjos de parceria, cooperação e participação de natureza fundamentalmente financeira. Nesse esquema, manifesta-se uma grande coesão em torno de objetivos entre grandes e pequenas firmas (fornecedores) e os bancos. Constituí-se fator importantíssimo nesse arranjo a participação acionária cruzada dos bancos financiadores e intercompanhias, de sorte que há uma abrangente cumplicidade em torno dos objetivos ligados às metas de produção e exportação.

Na implementação dessa política, coube ao aparato financeiro privado um papel de fundamental importância, canalizando os fundos de investimento para as empresas consideradas estratégicas. O sistema foi regulamentado e controlado rigidamente pelo Ministério das Finanças. Isso permitiu sustentar a trajetória de crescimento rápido, com a garantia implícita do governo, em particular contra riscos de falência. Porém, o mais importante a considerar nesse aspecto é o fato de que os riscos são socializados entre todos os atores envolvidos, em seus diferentes níveis hierárquicos, tanto na fase de planejamento como de implementação da política econômica.

Como se aludiu no início desta seção, o sistema financeiro japonês é baseado em crédito. O mercado de capitais desempenha um papel marginal na formação de fundos de financiamento industrial, talvez uma herança do período *Zaibatsu*. Na realidade, a essencial característica do mercado de ações é a de funcionar como um mercado para investimento

inter-empresarial e interbancário, o qual, portanto, não é acessível às unidades familiares. Isto quer dizer que ele não funciona como mecanismo normal de canalização de fundos para o financiamento industrial. Por seu turno, o mercado de títulos também não funciona como canal alternativo de formação de fundos, o que se explica pela estratégia do governo de manter a taxa de juros em patamares muito baixos (especialmente a de curto prazo no mercado monetário) e pela própria política oficial de desincentivar as empresas quando se trata da busca de recursos através da emissão desse tipo de passivo.

Os fundos com os quais os bancos contam para o financiamento industrial provêm basicamente da poupança das unidades familiares. O sistema financeiro é, portanto, concentrado na atividade bancária, que se encarrega da intermediação da poupança das unidades familiares junto aos tomadores finais, mediante a cobrança de *spreads* muito baixos. Como a dívida do governo se mantém muito baixa (como se registrou no início dos anos 80), a grande massa de poupança captada via depósitos das famílias se destina a atender a demanda das empresas. Isso explica a grande participação do crédito destinado às grandes corporações no total de empréstimos, muito superior que o observado nas demais grandes economias industrializadas.

O governo exerce um forte controle de preços em um grande número de mercados, especialmente sobre a taxa de juros, que é, como se disse, mantida a níveis muito baixos. Isso faz parte da estratégia do Estado de influenciar a alocação seletiva de fundos e controlar os fluxos de fundos da economia. Em decorrência, para um dado nível de taxa de desconto, o conseqüente excesso de demanda de fundos junto aos bancos comerciais reflete a relativa escassez de reservas (carência de liquidez), que é resolvida através da assistência financeira do Banco Central. Isso revela que o mercado funciona em permanente desequilíbrio, o que somente é corrigido pela previsível e segura ação da autoridade monetária, cujas ações asseguram ao governo a alocação de crédito através do sistema bancário.

Para tanto, são utilizadas as reservas dos bancos, as quais provêm dos depósitos das famílias e do capital próprio inscrito em seus balanços. Uma vez transformadas em empréstimos, essas reservas ensejam a criação de moeda, até o limite que a prudência aconselha. Os desequilíbrios no interior do sistema financeiro, decorrente do alto grau de alavancagem com que opera, são corrigidos através de operações de empréstimo de última



instância. Esse é o instrumento que permite ao Banco Central controlar a liquidez do sistema bancário, em alternativa às operações de mercado aberto.

De um modo geral, as empresas procuram se alavancar ao máximo junto ao crédito bancário, porém os bancos praticam um certo tipo de racionamento de crédito. Nesse sentido, eles selecionam as empresas segundo indicadores de lucratividade e taxa de crescimento. As empresas beneficiadas são facilmente identificadas pelo conjunto de bancos, pois estão envolvidas prioritariamente com os projetos de investimentos e com a promoção de exportações de interesse do governo.

Em resumo, esses são os fundamentos que caracterizam o sistema financeiro japonês baseado em crédito, que funciona como poderoso instrumento de implementação de política econômica global e estratégias setoriais de crescimento. Além do investimento e das exportações, o setor da construção residencial é altamente favorecido, através de taxas de juros igualmente muito baixas. O interessante a assinalar, por fim, é que sistema consegue socializar custos e pulverizar riscos de investimento de longo prazo.

#### O sistema de bancos universais – a experiência alemã

A economia alemã funciona, conforme salienta Zysman (*ibid.*, p. 251-2), de acordo com o padrão de economia liberal capitalista, na qual predominam as decisões de mercado, especialmente quanto aos sinais emitidos pelo sistema de preços. A sua tendência no pós-guerra foi adotar um tipo de capitalismo com alta qualidade organizacional, concentração e centralização industrial. A estratégia de recuperação da capacidade industrial perdida durante a guerra deveria contemplar o retorno ao crescimento rápido, sem a exigência, porém, de grandes transformações na estrutura industrial vigente antes do Conflito. Com efeito, diferentemente do modelo japonês, a estratégia de ajustamento foi presidida pelo liberalismo econômico, isto é, por critérios de eficiência alocativa e considerações de máxima lucratividade segundo as regras de mercado, inclusive em períodos de crise como a do primeiro choque do petróleo (1973).

A participação do governo nessa estratégia, ao contrário do observado em outras grandes economias industrializadas, não envolveu nenhum mecanismo de intervenção direta, nem garantias a setores em declínio ou com dificuldades temporárias. O núcleo

dessa estratégia de ajustamento residiu no fato de que, na visão dos líderes políticos e industriais alemães, era essencial para o país retornar ao cenário internacional como grande *player* exportador. Dessa perspectiva, as decisões de recuperação da atividade industrial teriam que forçosamente se pautar por critérios de máxima competitividade.

Apesar de se caracterizar como um sistema econômico liberal, os custos políticos e sociais de ajustamento associados a falências e bancarrotas, em face da necessidade de mudanças na estrutura industrial, não são assimilados e aceitos como no liberalismo clássico. Ao contrário, eles são amortecidos segundo critérios de um “sistema social de mercado”, visando garantir a manutenção do estado de bem-estar.

A natureza concentradora e centralizadora do sistema econômico se caracteriza pela ampliação de arranjos em torno de cartéis de porte médio (“*mild cartel-like arrangements*”) e pelo poder político e econômico das associações comerciais, que funcionam como instituições consultivas de caráter semi-oficial.<sup>19</sup> Outra forte característica desse sistema empresarial privado é o sistema bancário, considerado elemento basilar dentro da organização capitalista alemã. Os bancos exercem um papel tutelar na economia, e foram por certo os grandes responsáveis pela centralização das decisões econômicas. Nesse sentido, eles exercem um forte poder junto às corporações.

Com efeito, os bancos se envolvem profundamente com o sistema de organização capitalista, e desempenham o papel de atores privilegiados na formulação e implementação das políticas de gestão dos fundos destinados ao financiamento industrial. A sua principal característica reside no fato de serem um sistema de financiamento empresarial baseado em crédito. Tal como em outros países altamente industrializados, a sua função básica consiste em transformar poupança em investimento, mediante a alocação de fundos primariamente captados através da corrente de empréstimos-depósitos. Esse papel é exercido por um número restrito de grandes bancos (bancos universais), os quais, ao contrário do modelo japonês, não sofrem a influência do governo no processo de alocação do crédito (para quem e quanto), nem quaisquer tipos de interferência na determinação dos preços relativos nos diferentes mercados. Isto é, os recursos são alocados em mercados, de acordo com a sinalização unicamente fornecida pelo sistema de preços.

---

<sup>19</sup> As forças anglo-americanas de ocupação impediram o ressurgimento de grandes corporações industriais na Alemanha, tendo sido proposto inclusive a desindustrialização do país. (*Ibid*, p. 252-4).

À semelhança dos demais países avançados, a gestão monetária do Banco Central se concentra nos problemas de controle das variáveis macroeconômicas estratégicas (nível de preços e oferta de moeda), diferenciando-se, no entanto, quanto à escolha de instrumentos de política e quanto aos critérios de alocação de recursos. Ao invés de privilegiar, por exemplo, as operações de mercado aberto, o Banco Central faz a intervenção essencialmente através da taxa de desconto. Não se utiliza, portanto, políticas discriminatórias via seleção e controles quantitativos de crédito. Em consequência, a política de gestão do sistema monetário concede aos bancos o papel de atores exclusivos na transformação e alocação dos recursos financeiros. (*Ibid.*, p. 261).

A atuação dos bancos se concretiza através do exercício do poder de mercado sobre as fontes de fundos de financiamento industrial e da permissão legal através da qual o estatuto das corporações permite-lhes participar dos negócios, mediante o exercício do voto nas assembleias de acionistas. Isso leva ao um caso único e distinto entre os grandes países industrializados no pós-guerra, no qual o patrimônio dos bancos é notadamente construído através da propriedade de ações das corporações das quais são acionistas. Zysman coloca em relevo a importância do caráter institucional desse arranjo, que se traduz numa especificidade de escolha legal que não confronta ou viola as regras de mercado.

Percebe-se, assim que, no modelo alemão, é a estrutura do sistema financeiro que define o elevado grau de influência dos bancos na indústria. Não se trata do nível de endividamento das empresas, mas das fontes de recursos que demandam e a forma pela qual lhes são emprestados. A propósito, deve-se destacar que o mercado de títulos é muito limitado como fonte de financiamento empresarial, e, mesmo nessa condição, tanto o mercado de ações como de bônus são dominados pelos bancos. Assim, todas as linhas de financiamento industrial (empréstimos e, em nível bem inferior, ações e bônus) são controladas pelos bancos.

Destaque-se ainda que, ao contrário, por exemplo, do modelo americano, como se verá a seguir, nesse sistema as demais instituições financeiras desempenham papel pouco relevante, o que é explicado essencialmente pelas diferenças entre os sistemas de previdência em ambos os países: público na Alemanha e privado nos Estados Unidos. Nesse particular, as reservas dos fundos de pensão retidas pelas corporações se destinam ao financiamento de capital de giro empresarial, não sendo, portanto, incorporadas nos fluxos

de recursos do sistema financeiro. Outro ponto importante da peculiaridade do modelo alemão é que as instituições de crédito de longo prazo, dependentes da captação de recursos no mercado de capitais, exercem papel bastante limitado dentro do sistema financeiro.

Os grandes bancos alemães funcionam sob a forma de bancos universais e se constituem no centro do sistema de financiamento industrial. Eles são organizados segundo um variado espectro de atividades, que gera uma ampla base de depósitos. Além da principal fonte de recursos de financiamento industrial, eles são os canais de acesso ao mercado de capitais. Apesar de seu significativo poder de mercado, o sistema bancário alemão como um todo não é tão concentrado como em outros grandes países, e.g., França e Inglaterra. Porém, são altamente competitivos, tanto em termos domésticos (locais e regionais), como internacionalmente.

Um dos reflexos resultantes do elevado grau de competição entre os bancos reside na diminuição do seu grau de influência nas operações de empréstimo e, portanto, evita que as empresas se tornem submissas aos interesses de um banco em particular. De outro lado, o ambiente legal induz e amplia a influência dos bancos na indústria, através do mecanismo de participação nos negócios, pelo direito de voto nas assembleias de acionistas, como se aludiu linhas atrás. Não há limite da participação dos bancos nas *holdings* industriais, a não ser a regra prudencial de não permitir que um banco se torne proprietário de 100% das ações de uma corporação industrial. Além de outras restrições, o tamanho do banco limita sua habilidade para investir nas indústrias, porém ele pode representar seus clientes acionistas, que o tenham escolhido como instituição depositária de suas ações. Para se ter a noção de relevância desse aspecto, basta citar que esses depósitos representavam cerca de 85% do estoque privado de ações. (*Ibid.*, p. 264).

Num ambiente em que os bancos são as principais instituições financeiras de crédito de longo prazo, e no qual tomam decisões guiadas pela condição de poderosos acionistas, a presença de um grande número de graduados funcionários nos conselhos diretores das maiores empresas torna-se um fator de especial relevância. Isso é verdadeiro tanto do ponto de vista do grau de superação de crises, como do grau desejado de alavancagem empresarial. Assim, a influência direta dos bancos em razão do seu poder de intervenção nos conselhos das corporações, revela o grau de dependência das empresas quando se trata de avaliar e satisfazer suas necessidades externas de financiamento. Essa influência,

segundo o autor, tem sido considerada positiva, ao viabilizar a arrancada industrial no pós-guerra, evitando, dessa forma, que as empresas se tornem susceptíveis a crises que as possam sujeitá-las a processos de desnacionalização.

Em suma, essas considerações sobre o modelo alemão permitem concluir que o seu sistema bancário de financiamento de longo prazo, organizado sob a forma de bancos universais, conduz à perspectiva de que é possível sustentar uma trajetória de crescimento industrial baseada no fornecimento de capital de empréstimo de longo prazo. Como resultado, evita-se que problemas relacionados com o curto prazo derivados das flutuações do preço dos títulos no mercado de capitais possam desestruturar o corpo principal da economia e inviabilizar a continuidade da estratégia de ajustamento industrial. O autor conclui que, no presente modelo, a evidência suporta também a sua proposição de que o ajustamento industrial alemão foi de caráter negociado. Esse ajustamento se apóia em grande parte no papel que o sistema financeiro exerce nas decisões das firmas industriais.

#### Diversificação e especialização financeira – a experiência norte americana

O desenvolvimento industrial dos EUA tem como herança certas características da revolução industrial iniciada na Inglaterra, marcada por princípios ideológicos da livre iniciativa e de mercados unicamente guiados pelos interesses privados de acumulação. Com efeito, esse modelo se notabiliza pela ausência de qualquer tipo de intervenção direta governamental visando moldar, restringir ou direcionar as decisões empresariais. Nesse contexto, a estratégia industrial americana se assenta em certos pontos básicos, que a diferencia dos dois outros modelos vistos anteriormente, não tanto quanto aos objetivos de lucros, que são comuns nas economias capitalistas, mas no que se refere às regras de funcionamento dos mercados e o modo como o governo procura se interagir com eles na atividade industrial. De acordo com Zysman, esses pontos são os seguintes: i) autonomia gerencial das corporações e não interferência externa do governo em suas decisões; ii) resolução dos conflitos empresas-sindicatos de trabalhadores através de negociação aberta, porém resguardando o direito dos empresários de livre escolha da produção e tecnologias que considerarem mais apropriadas, bem como o exercício pleno da livre iniciativa quanto ao uso da força de trabalho; iii) livre comércio internacional.

Dessa perspectiva, percebe-se que a ideologia e o *modus operandi* da economia norte americana se traduzem em mercados livres da interferência governamental, os quais são guiados tão-somente pela competição e pelo sistema de preços. O governo desempenha a função regulatória de caráter geral, o que não impede, todavia, possa existir, *ad hoc*, uma complexa teia de políticas institucionalmente estabelecidas, que acabam interferindo de alguma maneira na atividade industrial. De qualquer modo - e é isso que a análise de Zysman coloca em destaque -, a intervenção do governo central é considerada excepcional, mas, ao nível local e estadual, os governos se esforçam no sentido de promover suas próprias firmas, ou atraindo plantas industriais, sem que isso se caracterize um determinado rumo para atividade industrial.

Em suma, na visão de Zysman a política seguida pelo modelo americano se assenta numa estratégia do governo central taticamente voltada para cada particular setor da economia, daí concluindo o autor que os Estados Unidos não têm uma política nacional para a indústria. Nesse sentido, o Estado é considerado institucionalmente fraco, dada a fragmentação de poder e autoridade, cujas ações de sua burocracia competem com outras diferentes instituições, tais como: corporações produtivas e financeiras, agências regulatórias e especialmente o Congresso e o Judiciário. Isso tem a virtude de propiciar maior transparência do processo regulatório, em seus diferentes canais, e menor grau de incerteza quanto aos arranjos governamentais, o que resulta em menores custos de transação no processo decisório das corporações.

O sistema financeiro se constitui num dos elementos estruturais da moldura política vigente nos EUA, o qual também limita a capacidade de intervenção governamental na indústria. A sua característica tradicional mais distintiva em relação a outros países avançados consiste na descentralização e na alta pulverização nos mercados financeiros. Nesse modelo, o financiamento externo é primariamente alocado pelas próprias firmas, através dos mecanismos de mercado, que buscam atrair os investidores para os seus ativos.

O formato descentralizado do sistema financeiro, em que predomina o mercado de títulos corporativos, permite que as empresas tenham forte poder de decisão e iniciativa na condução de seus negócios. Isto implica que os bancos e o governo não têm capacidade de interferir nos resultados ou decisões de auto-governança, pois, em caso contrário, isso seria entendido pelas corporações industriais como uma forma de restringir a livre mobilização

do capital. Com efeito, os recursos na forma de financiamento externo fluem de forma direta e pulverizada para o universo de firmas individuais, e, ao contrário de parâmetros administrativos adotados, e.g., pelo Japão, é mínima a necessidade de persuasão, pois as decisões são invariavelmente guiadas pelos preços de mercado.

O papel do governo nos negócios da indústria é consequência indubitável da história política da industrialização americana, cuja ascendência européia exerce um peso considerável. Do mesmo modo, os limites legais do envolvimento dos bancos com a indústria foram objeto de longas batalhas políticas. Foi nesse contexto que se evitou a dominância do governo sobre a economia e dos bancos sobre a indústria. Denota-se, portanto, que o sistema americano é, de um lado, diferente de outros países de industrialização retardatária, e, por outro, se parece bastante com o modelo inglês.

Relativamente a esse segundo ponto, sobressaem destacar a existência de mercados de títulos altamente desenvolvidos, capazes de fornecerem fundos de longo prazo para indústria. Nesse contexto, sobressaem as grandes instituições de investimento, que exercem considerável influência nesse mercado. Por outro lado, as instituições voltadas para a captação de depósitos têm um poder limitado de envolvimento com a indústria, pelo fato de exercerem primariamente a função emprestadora de curto prazo. Todavia, o sistema industrial dos EUA se diferencia do inglês, visto ser mais competitivo e operar com a mais completa autonomia em relação ao setor financeiro. Ademais, o sistema americano se traduz no tipo mais ideal de sistema de mercado de finanças corporativas baseado em títulos que o inglês.

Outra característica que diferencia o sistema financeiro norte americano reside no fato de o financiamento de longo prazo ser fortemente concentrado no mercado de capitais, tanto através da emissão de títulos de propriedade (ações) como de títulos de dívida (*bonds*). Essa segunda alternativa é também o canal através do qual o governo se financia, razão pela qual o autor concentra sua análise no mercado de ações. As corporações americanas acessam este mercado através dos intermediários financeiros não-bancários, e.g., corretoras e distribuidoras de títulos, o que reduz o peso relativo dos bancos como intermediários de fundos externos de longo prazo. Outro fator sumamente importante a diferenciar o modelo americano é que os fornecedores de recursos no mercado de títulos são os investidores institucionais, dentre os quais se destacam os fundos de pensão e outras

instituições similares, que atuam eficientemente no gerenciamento de seus próprios portfólios.

Por sua vez, as instituições de depósito, em face da regulação que recai sobre as suas escolhas, são especializadas em funções específicas de captação e empréstimos à sua clientela. Destacam-se nesse segmento as associações de poupança e empréstimo, que operam no mercado de hipotecas imobiliárias. Já os bancos comerciais são especializados na captação de depósitos e empréstimos de curto prazo às indústrias. Um dos subprodutos dessa especialização é que essas instituições são impedidas de manter direitos de acionistas sobre as corporações e, por esse fato, exercer influência sobre as mesmas. Além disso, esses bancos não controlam o acesso ao mercado de títulos, tal como na Alemanha, exercendo, portanto, influência sobre as corporações somente enquanto emprestadores de curto prazo. Em suma, nos EUA o potencial de alavancagem dos bancos nos negócios das empresas é limitado e, em face disso, o poder dos bancos sobre os membros do “*board*” das empresas é também restrito, exceto nos casos daquelas com problemas de repagamento de suas dívidas. Ou seja, os bancos podem ter assento nesses “*boards*” estritamente em função de seus direitos enquanto credores.

Do ponto de vista da intervenção do governo no sistema financeiro, o objetivo essencial consiste na regulação dos bancos e controle da oferta de moeda. Isso tem sido feito de modo a não romper as regras de mercado que permeiam o sistema financeiro americano. O complexo aparato regulatório do sistema financeiro se destina a mantê-lo livre de interferências e métodos discricionários do governo. O aparato regulatório prudencial do sistema bancário se alicerça fundamentalmente nas regras de mercado, e tem como característica a não interferência nos mecanismos de controle da moeda. Ademais, não se permitir ao *Federal Reserve* exercer controle direto de autoridade sobre o conjunto das instituições financeiras. Nesse contexto, torna-se bastante compreensível o fato de as operações de mercado aberto, juntamente com a “janela de redesconto”, se constituírem os instrumentos preferidos de política para controlar a liquidez das instituições bancárias, integrantes, ou não, do chamado sistema federal de reserva. Por último, cabe destacar que o *Federal Reserve* exerce suas funções como banco central independente.

Resumindo, na visão do autor o modelo americano se caracteriza por sistema financeiro multipolarizado, em que predominam interesses burocraticamente dispersos. A



convergência desses fatores institucionais explica porque não existe uma política de intervenção seletiva no processo de ajustamento industrial. Todavia, isso não impede a existência de estreitas relações entre a indústria e os objetivos militares, que se refletem numa forte influência do governo através de seu poder de demanda de equipamentos e serviços bélicos. Mas, o importante a ressaltar nisso tudo é que o sistema financeiro não é visto como fator crucialmente influente no extenso papel que o governo exerce na atividade econômica, que, a rigor, tem peso bastante limitado nas decisões das corporações industriais. Na realidade, o sistema financeiro americano foi historicamente moldado no sentido de se adaptar às peculiaridades de uma estrutura econômica, na qual o processo de mudança industrial tem sido marcadamente *company-led growth*.

Concluindo a abordagem de Zysman, sumariamente exposta nesta seção, percebe-se a existência de diferenças estruturais entre os sistemas financeiros e as diferentes capacidades de os governos intervirem na economia, mediante o uso de sua influência nesses sistemas. Em países ocidentais avançados o mercado e as instituições atuam no sentido de limitar ou facilitar institucionalmente a capacidade de intervenção do governo no processo de ajustamento industrial. Os mercados são organizados pelo sistema de preços, que respondem às mudanças na oferta e demanda, enquanto as instituições são organizadas segundo uma hierarquia política ou administrativa, as quais influenciam as políticas de acordo com as características institucionais de cada país. Por seu turno, os arranjos nos mercados financeiros permitem confrontar as escolhas governamentais, influenciando a adoção de políticas e o modo como induzem mudanças na estrutura industrial.

Do ponto de vista dos três distintos sistemas financeiros examinados, o sistema financeiro baseado em crédito, com preços administrados (Japão), seria associado ao modelo de ajustamento industrial influenciado pelo governo (*state-led growth*). Similarmente, num sistema financeiro baseado em crédito, mas com predominância dos interesses dos bancos (Alemanha), o ajustamento industrial dependeria de um processo de negociação, envolvendo os bancos e as instituições representantes das corporações industriais. Na taxonomia de Zysman, esse seria o modelo de ajustamento denominado *negotiated*. Por último, o sistema baseado em mercado de capitais, com preços competitivos (Estados Unidos), seria considerado mais compatível com os arranjos

institucionais destinados a garantir a predominância das visões e dos interesses das corporações no processo de ajustamento industrial (*company-led growth*).

Fica claro, portanto, que nesses países o sistema financeiro não é unicamente o fator que influencia as relações entre governo e as corporações industriais. As instituições políticas e administrativas representadas por outros grupos detentores do poder influenciam crucialmente no modo como os interesses envolvidos podem se interagir e se acomodarem, muitas vezes sob graves tensões e conflitos. Nesse processo, a estrutura financeira adotada desempenha, aí sim, o papel central de sustentação dos mecanismos de política industrial, cujos interesses acabam se confluindo, livremente ou não, com as prioridades do Estado ou do Mercado. Essa conformação de interesses depende do grau de dominância ou de interdependência entre as instituições envolvidas, ou seja, os bancos, a burocracia estatal, as associações e lideranças empresariais, o poder legislativo e judiciário, etc. Por fim, como visto na análise dos três principais modelos (Japão, Alemanha e EUA), a essencial conclusão de Zysman é que, conhecendo-se de antemão a estrutura financeira adotada em cada país, pode-se prever a natureza do respectivo processo de ajustamento industrial.

## 2.6 AS ABORDAGENS PÓS-KEYNESIANAS

### 2.6.1 A análise de Chick sobre a evolução das estruturas financeiras

A complexidade da atividade bancária presenciada a partir dos anos 50 resultou de um longo processo evolutivo, cuja demarcação histórica precisa é bastante difícil. Não é objetivo deste trabalho desenvolver uma análise abrangente desse processo. Porém, para se entender a complexa teia de relações entre os bancos e o restante da economia, especialmente com o setor produtivo, torna-se necessário explicitar alguns elementos de natureza econômica, que se interligam ao longo das etapas (ou estágios) do desenvolvimento da atividade bancária.

De acordo com análise de Chick (1994, p. 9-23,) no estágio inicial da evolução do sistema bancário (Estágio I) os bancos caracterizavam-se tipicamente como unidades emprestadoras, a partir da prévia formação de poupança. Ou seja, na medida em que o banco se revelasse capaz de atrair a poupança do público, ele passava a funcionar como

banco de depósitos, os quais lastreavam, basicamente na mesma proporção, as atividades de empréstimo.

Nesse caso, prevalecia a lógica do banqueiro, consolidada na conhecida máxima de H. Withers, segundo a qual “depósitos criam empréstimos”. Num processo de elevado grau de liberdade (*laissez-faire*), desfrutando de uma frágil confiança do público, os bancos se transformam no canal de ligação entre poupança e o investimento, através de operações de desconto de títulos e empréstimos em conta corrente. No entanto, como os créditos se traduziam em correspondentes desencaixes, eram frequentes as falências de casas bancárias, por não contarem com reservas suficientes e nem com o amparo de um prestador de última instância.

Nos estágios seguintes, II e III, o sistema bancário tende a se concentrar, reduzindo o número de unidades autônomas e aumentando o valor médio do balanço patrimonial. O fator mais relevante nesse processo é o aumento do grau de confiança na figura dos banqueiros, vistos e aceitos como guardiães de depósitos de renda e de negócios. Com isso, a moeda escritural (depósitos à vista) experimenta uma grande expansão, permitindo os bancos alavancarem seus empréstimos, mediante a constituição de reservas no nível considerado necessário, para garantir as exigências de saques (moeda *cash*) e a cobertura dos saldos negativos apurados pelas câmaras de compensação.

A principal fonte de recursos do sistema passa, então, a ser os depósitos à vista (meio de pagamento), secundados pelos depósitos de poupança, os quais eram competitivamente remunerados pelos bancos. Em função do sistema de reservas fracionárias, os bancos ganham uma elevada capacidade de criação de moeda, a qual era direcionada para diferentes modalidades de empréstimo (bens de investimento e de consumo).

O acesso das unidades produtivas aos financiamentos bancários significava que o investimento poderia preceder à poupança, igualando-se, porém, no sentido *ex-post*. Outro aspecto importante dessa fase é que, embora os bancos fossem obrigados a constituir reservas, segundo as regras emanadas da autoridade monetária, não existia ainda a figura do prestador de última instância. Desse modo, os desequilíbrios no interior do sistema, caracterizados por insuficiência de liquidez, passaram a ser corrigidos através de empréstimos interbancários, outro notável avanço no curso do Estágio III. Na verdade, o

sistema se desenvolveu segundo as regras de mercado, em regime de *laissez-faire*, assumindo, portanto, os riscos inerentes à instabilidade do mercado, ou mesmo os decorrentes da imprudência financeira e da má gestão dos negócios.

No estágio IV, a autoridade monetária (banco central) decide assumir a condição de órgão nuclear do sistema, convertendo-se em prestador de última instância. Com efeito chama a si responsabilidade pela estabilidade e crescimento do sistema. Em função dessa garantia, os bancos se sentem estimulados a expandirem suas operações ativas e passivas, além do que a prudência recomendava, o que provoca frequentes crises de instabilidade financeira. Em decorrência, a autoridade procura restringir a capacidade operacional do sistema, através da manipulação das taxas de reservas e de redesconto. Mas, isso não impede que os bancos procurem atender a demanda de empréstimos, visto que isso é fundamental para a expansão dos depósitos, num processo contínuo de criação endógena de moeda, que alimenta a criação de crédito, e assim por diante.

Assim, dada a elevada capacidade de os bancos criarem moeda, expandindo a liquidez do sistema econômico acima dos limites de prudência financeira, o banco central procurava controlar a expansão dos empréstimos via multiplicador de crédito. Esse parâmetro, considerado válido até a década de 50, se revelou, porém, incapaz de funcionar como indicador confiável de expansão dos depósitos à vista e dos meios de pagamento, dada as suas limitações diante do complexo de objetivos sob os quais os bancos procuravam maximizar seus lucros. Essa é uma questão a ser examinada na seção 2.4, em que se destaca a *new view* de Tobin.

A partir do estágio V, que corresponde ao estágio atual (*ibid.*, p.15), os bancos decidem abandonar o foco centrado nas operações ativas e avançam no sentido de políticas agressivas em ambos os lados do balanço. Em função do acirramento da concorrência no interior do sistema e da contínua procura por novas fontes de lucros, os bancos passam, no início, a se dedicar ao gerenciamento das operações do passivo, como fonte adicional e importante de novas receitas e conseqüente aumento de seus balanços.

Posteriormente, os bancos procuram adotar políticas e estratégias específicas, visando o domínio de nichos no mercado, em adição às operações normais de gerenciamento financeiro, tanto em produtos (ativos e passivos), como em serviços. Em compensação aumentou consideravelmente o grau de risco envolvendo as operações de

ambos os lados do balanço. Com efeito, tornou-se sumamente importante, do ponto de vista do comportamento dinâmico da atividade econômica, a análise e explicação das fontes de distúrbios caracterizados por posições *hedge*, *speculative* e *Ponzi* das unidades econômicas (Minsky, 1982, 1986), e da assimetria informacional, aversão ao risco e imperfeições do mercado de crédito (Stiglitz, 1981). Antes, porém, de se passar ao exame das abordagens desses dois autores, far-se-á um breve sumário sobre as idéias de Keynes sobre a atividade dos bancos.

### 2.6.2 O comportamento da firma bancária keynesiana

Do ponto de vista da teoria neoclássica da firma bancária, como foi visto em Fama, os bancos comerciais são firmas maximizadoras de lucro e, portanto, estão sempre empenhadas em expandir a sua produção até o ponto em que a receita marginal das operações ativas se iguale ao custo marginal das operações passivas. Dado um estoque de recursos, a maximização de resultados consiste, então, na definição de uma proporção adequada entre empréstimos e a necessidade de reservas que garanta a liquidez mínima no fluxo corrente de negócios.

Todavia, essa visão é considerada bastante limitada e simplista sobre o comportamento da firma bancária, tendo em vista que, como já salientado, assume erroneamente que as fontes e usos dos recursos são dependentes exclusivamente da preferência e decisão dos clientes e que os indicadores de estabilidade financeira do banco estariam diretamente correlacionadas com o seu nível de reservas.

Em contraposição a essa teoria explicativa da postura passiva dos bancos, Keynes salientou que se trata de firmas que atuam estrategicamente na administração de seus portfólios e obrigações, em cujas escolhas procuram conciliar lucratividade com a sua escala de preferência pela liquidez. Assim, os bancos gerenciam uma massa de ativos compostos de moeda e aplicações, guiados sempre pela taxa de juros. A retenção de moeda implica numa destinação não remunerada de recursos e, portanto, significa custo de oportunidade. Todavia, somente a moeda é o perfeito *hedge* capaz de fazer a ligação entre o presente e o futuro incerto. Daí que, como os demais agentes, os bancos têm preferência

pela liquidez, não necessariamente sob a dicotomia entre moeda (a perfeita liquidez) e outros ativos, necessariamente menos líquidos. (Paula, 1999).

O conceito de preferência da liquidez centrado no *trade-off* moeda e títulos foi ampliado por Keynes na Teoria Geral, através da teoria da precificação de ativos. Nessa análise, o autor mostra que diferentes ativos têm diferentes graus de liquidez e, portanto, devem ter diferentes taxas de retorno. Mais formalmente: se um ativo oferece um rendimento  $q$ , propiciado pela sua posse ou uso; um custo  $c$ , incorrido em seu carregamento; e um prêmio  $l$  de liquidez, então pode-se afirmar que a taxa de juros específica de qualquer bem é dada pelo resultado de  $q - c + l$ . Se o preço de mercado desse ativo for dado por  $a$ , existirá, então, um *trade-off* entre retornos monetários  $a + q - c$  e o prêmio de liquidez,  $l$ . (Keynes, 1982, p. 177-8).

Assim, as alterações na composição na estrutura da demanda por ativos serão dependentes dos retornos monetários associados à exigência de prêmios de liquidez cada vez mais altos, frente ao aumento da incerteza. Desse modo, a liquidez de um banco pode ser determinada pela escolha da combinação de ativos que compõem o seu portfólio, os quais têm diferentes graus de rentabilidade e liquidez. Além das reservas e do imobilizado, o ativo de um banco normalmente é composto por três categorias de aplicações: i) empréstimos de curtíssimo prazo no mercado monetário, representados por títulos de alta liquidez (letras de câmbio e *call loans*); ii) investimentos em títulos públicos e privados de maior maturidade e menor liquidez; e, iii) empréstimos em geral (consumo, investimento, setor público, etc.), que denotam obviamente maiores riscos e menor liquidez em relação aos demais.

As aplicações do primeiro grupo são mais líquidas e, portanto, oferecem menor margem de retorno que as demais. Seguem-se as aplicações do segundo grupo, relativamente menos líquidas, cujos prêmios de retorno são, em média, um pouco inferiores. Já as aplicações do terceiro grupo oferecem maiores taxas de retorno, para compensar o maior risco e a menor liquidez relativamente ao conjunto dos ativos. Daí, pode-se perceber que os bancos agem estrategicamente no sentido de diversificar as suas aplicações, cuja rentabilidade variará, quase sempre, inversamente com os seus graus de liquidez.

O importante a reter nessa análise é que os bancos são agentes que tomam decisões sob condições de incerteza e, portanto, agem prudencialmente (mas, nem sempre) no sentido de combinar a necessária rentabilidade de seus ativos com uma dada escala de preferência pela liquidez.<sup>20</sup> Esta é representada pela demanda de moeda, para atender não só a uma natural precaução quanto a riscos potenciais de inadimplência de seus clientes, mas também à incerteza quanto à variação nos preços dos títulos que compõem o seu portfólio. (Paula, 1999, p. 177).

Por outro lado, procurando ampliar as fontes de recursos para aplicações, os bancos diversificam as operações passivas, emitindo títulos de curto, médio e longo prazo, os quais representam, na realidade, empréstimos junto ao público, tal como faz o governo para financiar os seus déficits. Por esses papéis (e.g., certificados de depósito) os bancos pagam diferentes taxas de remuneração, as quais variam, normalmente, em função da intensidade da demanda por crédito, do valor unitário de emissão e do prazo de maturidade. Assim, a tomada de decisão dos banqueiros a respeito de quanto e quando aplicar e captar resulta em diferentes combinações de liquidez e rentabilidade dos seus portfólios, implicando em expansão e contração dos depósitos à vista e, *ipso facto*, do estoque dos meios de pagamento.

Essencialmente, o comportamento dos bancos depende do estado geral das expectativas com relação aos negócios e da perspectiva do aumento de lucratividade com a diversificação e ampliação de suas operações ativas e passivas. Isso quer dizer que a firma bancária não age passivamente à espera de novos clientes e de novas oportunidades lucrativas. Ou seja, os seus negócios não ficam adstritos à limitada capacidade de emprestar, ditada pelas preferências e decisões autônomas do público, agindo como atores neutros e passivos na dinâmica econômica. Ao contrário, os bancos acompanham

---

<sup>20</sup> Em seu artigo: “Preferência pela Liquidez, Racionamento de Crédito e Concentração da Firma Bancária. Uma Nova Teoria Pós-keynesiana da Firma Bancária” (2005, p. 103-4), Oreiro chama a atenção para algumas lacunas na teoria pós-keynesiana da firma bancária, e.g., a ausência de uma análise sobre a determinação da taxa de juros e do *spread* praticados pelo sistema bancário, particularmente no que se refere aos depósitos a termo. Segundo ele, em Moore o assunto é abordado, porém limitando-se ao problema da determinação da taxa de juros, considerada como um simples *mark-up* sobre a taxa de juros primária. Além dessa limitação, prossegue Oreiro, a abordagem de Moore não leva em conta a escala de preferência pela liquidez dos bancos, tendo em vista a natureza essencialmente endógena da oferta de moeda. Uma conclusão importante derivada dessa falha na análise pós-keynesiana sobre o comportamento dos bancos é que se torna impossível “(...) discutir os efeitos sobre o nível de atividade econômica de um aumento da preferência pela liquidez dos bancos (...) [dado que] o nível de atividade econômica não depende apenas do volume de crédito concedido pelos bancos, mas também dos termos nos quais esse crédito é concedido.”

intensamente o desenrolar dos acontecimentos, fazem avaliações e prognósticos sobre as tendências da economia, tanto do ponto de vista micro como macroeconômico.

Com efeito, diante de expectativas otimistas, os bancos atuam mais intensamente com vistas a darem maior robustez aos seus balanços, procurando não só incrementar os depósitos, como também se dispendo a relaxar as condições e limites operacionais na concessão de empréstimos e financiamentos. Desse modo, há uma tendência de se privilegiar o desempenho quantitativo do seu corpo gerencial, baixando o nível de exigências em relação a prazos, colaterais e reciprocidades, o que significa a assunção de maiores riscos associados a menores margens de segurança, vale dizer, diminuindo a qualidade de parte dos seus ativos.

O contrário se verifica, quando o estado geral das expectativas se prenuncia pessimista e se avolumam as incertezas, fazendo com que o grau de confiança quanto ao futuro se reduza consideravelmente. Nessas circunstâncias, a disposição do banqueiro, via de regra, é retrair os negócios mediante uma postura mais prudente e cautelosa, passando a exigir, quando da concessão ou renovação de empréstimos, maiores margens de garantia associadas a prazos menores, taxas e comissões mais elevadas, etc., o que significa, na prática, a redução e seletividade do crédito, através da elevação do custo do dinheiro, isto é, do prêmio pela renúncia à liquidez.

Do lado das fontes, o comportamento dos bancos também se torna simétrico na medida que oferecem taxas de captação mais baixas e prazos mais alongados, tornando-se até resistentes na renovação de determinadas aplicações, ou pelo menos não oferecendo os mesmos atrativos em termos de remuneração e flexibilidade de resgate. Tudo isso, obviamente, contribui para uma redução no estoque de passivos e, conseqüentemente, na capacidade de emprestar, daí uma natural contração na oferta agregada de moeda.

Logicamente, diante de um espectro amplo de expectativas pessimistas, a atitude do banqueiro não se restringirá a contrair os empréstimos e a captação onerosa. Ao lado dessas providências, ele tentará, em simultâneo, alterar a composição do seu portfólio, mediante a aquisição de ativos mais seguros e de menor maturidade, dando preferência para títulos governamentais de curtíssimo prazo (e.g., compromissos de recompra), os quais lhe



propiciam, além de rentabilidade e segurança<sup>21</sup>, a liquidez necessária para reduzir o nervosismo e as angústias próprias dessa fase adversa do ciclo de negócios.

O resultado previsível desse conjunto de ações restritivas à atividade econômica (contração de liquidez e aumento da taxa de juros) se traduz no agravamento da conjuntura recessiva tendente ao desemprego e à subutilização de capital, cuja duração, intensidade e abrangência dependerá da capacidade de percepção e iniciativa dos *policy-makers*, quanto aos rumos e à eficácia das políticas macroeconômicas, especialmente aquela de responsabilidade da autoridade monetária.

Em suma, essa é uma síntese das visões de Keynes sobre o comportamento da firma bancária, a partir das quais Minsky aprofundou a investigação sobre o comportamento dos bancos e a sua ligação com as crises de instabilidade na atividade econômica. As considerações de Keynes a respeito foram basicamente de natureza macroeconômica, as quais não mereceram a devida atenção por parte dos “velhos keynesianos” no desenvolvimento dos *insights* contidos na Teoria Geral. Coube, então, a Minsky, como se verá logo adiante, destacar a importância dos bancos na economia e avaliar o modo como os banqueiros agem no desenvolvimento de seus negócios, especialmente no tocante às concessões de crédito ao setor produtivo, o que está diretamente relacionado com os ciclos da economia capitalista.

### 2.6.3 Bancos, moeda e atividade econômica em Minsky

As análises desenvolvidas por Minsky (1975, 1982, 1986), em particular em “*Stabilizing an Unstable Economy*”, são de caráter essencialmente macroeconômico. Neste livro, o modelo desenvolvido se assenta em duas proposições fundamentais: (a) os mecanismos de mercado não podem sustentar o pleno-emprego e a estabilidade de preços; e, (b) os ciclos de negócios se devem aos atributos financeiros que fazem parte da essência do capitalismo (Minsky, 1986, p.174). Esses atributos financeiros constituem as características essenciais de uma abordagem, segundo a qual o funcionamento e direcionamento da economia dependem fundamentalmente das visões e percepções do

---

<sup>21</sup> O termo segurança revela o grau de confiança no aparato institucional e legal capaz de coibir atos discricionários das autoridades governamentais que se traduzam em perda ou confisco de ativos, isto é, no descumprimento parcial ou total dos contratos financeiros que prevêm “direitos líquidos e certos”.

“*Wall Street board room*” (Minsky, 1982, p. 63). Isso deu margem para que alguns autores rotulassem a sua análise de “*Minsky’s Wall Street Paradigm*”, na qual predominam os interesses do sistema financeiro (bancos comerciais e demais instituições do mercado financeiro) em suas interações com os mecanismos de produção e distribuição (Dymski e Pollin, 1992, p. 28).

Para Minsky, a economia capitalista funciona através da conexão de redes financeiras e fluxos de caixa, cujas análises devem ser priorizadas quando se examinam intenções de produção e distribuição. A instabilidade inerente da economia capitalista reside no modo como funciona o sistema financeiro, e na sua grande capacidade de se acomodar diante das transformações, que são engendradas pela sua própria motivação e disposição de inovar.

Nesse processo, duas instituições sempre estão intimamente interligadas: o banco e a moeda-crédito. Essa ligação evolui e se reforça continuamente, em que sujeito e objeto se unem para definir e organizar os interesses que conduzem a economia em ciclos alternados de instabilidade, ora no sentido do crescimento e do pleno-emprego, ora no sentido da depressão e do desemprego. Essas crises não são provocadas por choques externos de oferta ou de demanda (e.g., petróleo, guerras etc.), mas pelo próprio comportamento dos agentes econômicos nos diferentes mercados, em que se destaca a atuação de banqueiros em suas relações com as famílias, empresários e governo.

Sob a denominação de banco, Minsky não faz distinção entre banco comercial e as demais instituições de intermediação financeira, tais como bancos de investimento, associações de poupança e empréstimo, cooperativas de crédito, etc. Para ele, essa separação é trivial, visto que todas atuam basicamente como agentes criadores de moeda através da emissão de passivos com diferentes graus de liquidez, na medida em que se sentem encorajados a atender a demanda de crédito das unidades econômicas para viabilizar a produção corrente de bens, especialmente no investimento em ativos de capital. Deve-se, no entanto, dar destaque ao papel do banco comercial (em particular, as médias e grandes instituições), em função de suas especiais características em termos de capilaridade e capacidade de criar moeda *cash (demand ou checking deposits)*, através do sistema de reservas fracionárias.

Assim, os bancos criam moeda para financiar o comércio e posições em ativos financeiros e de capital. O aumento do empréstimo bancário expande a quantidade de moeda, transformando intenções de investimento ou posse de ativos de capital em demanda efetiva. Essa demanda efetiva, refletida na demanda de crédito junto ao banco comercial, se traduz em criação de moeda. O tomador do crédito (empréstimo) assume, então, através de contrato de dívida, o compromisso de pagar a “moeda hoje” por “moeda depois”.

Com efeito, o banco se dispõe a emprestar na crença de que o tomador terá habilidade para gerar lucros na forma de quase-rendas provenientes do uso do ativo de capital financiado no processo de produção. O funcionamento normal da economia capitalista implica que o sistema de produção-renda gera lucros suficientes para sustentar o circuito lucro-investimento-lucro (Minsky, 1986, p. 224). Em outras palavras, ao emprestar os bancos confiam que o tomador irá obter ativos necessários para liquidar integralmente as obrigações, ainda que sobre isso não tenham plena convicção ou certeza.

Na visão de Minsky, os bancos são firmas cujos negócios devem gerar lucro, num contexto dinâmico e inovativo, em que predomina a incerteza. Assim, os bancos acumulam riqueza através do ajuste dinâmico de ativos e passivos, que são linhas de negócio através das quais têm a vantagem de perceber oportunidades de lucros, ainda que com crescentes riscos. O ativismo do banqueiro afeta, desse modo, a atividade econômica agregada, por intermédio do volume e distribuição do crédito e do comportamento cíclico dos preços, rendas e emprego. (*Ibid.*, p. 225).

Nesse contexto, considera-se que: i) a autoridade monetária não dispõe de mecanismos que possibilitem o efetivo controle dos bancos em suas operações ativas e passivas; ii) os bancos criam moeda e expandem o crédito, de acordo com as oportunidades de negócios que lhes pareçam lucrativas; iii) a moeda é endogenamente criada na medida em que os bancos se encorajam a alavancar seus negócios, em função dos pleitos das empresas; iv) a quantidade de moeda resulta das interações entre as unidades econômicas deficitárias (gastos em excesso à renda corrente) e bancos dispostos a financiarem suas posições em ativos financeiros e de capital, incluindo-se também os déficits das famílias e do governo.

Algumas considerações sobre preço, lucro e investimento são fundamentais para se compreender o modelo de Minsky. De acordo com o autor, a função do sistema de preço

reside fundamentalmente em induzir a produção corrente de recursos físicos necessários para ampliar a capacidade de produção futura, tornando-se necessário, portanto, que o presente valide as decisões do passado e que o futuro seja igualmente validado pelo investimento e decisões financeiras do presente, pois, em caso contrário, não haveria razão para investir. O sistema capitalista normal exige que os preços carreguem lucros e, portanto, cubram os custos de produção tecnologicamente determinados, bem como os de natureza financeira e administrativa.

Nesse sentido, os preços devem ser compatíveis com a necessidade de gerar fluxos de caixa para validar ativos de capital, a estrutura financeira e o estilo comercial da economia. Esses fluxos de caixa sustentam a capacidade de liquidar dívidas, induzir financiamento total ou parcial do investimento e absorver novas obrigações financeiras quando necessárias. Os preços de oferta das firmas são determinados mediante um adequado *mark up* sobre os custos operacionais. (*Ibid.*, p. 143). O *mark up* sobre os custos de produção de bens de investimento se relaciona com a necessidade de proteção associada ao correspondente financiamento e às condições de oferta.

Já a demanda de investimento depende do excesso do valor capitalizado (valor atual) dos lucros esperados sobre o preço de oferta da produção dos bens de investimento e das condições financeiras. O preço de demanda de investimento se altera em função das expectativas sobre o comportamento de taxas de juros e da incerteza empresarial. No entanto, um aumento do preço da demanda não implica em automática expansão do investimento, a menos que se tenha garantido uma linha de financiamento.

Nesse sentido, concretizada uma opção pelo investimento, pode-se compreender como os bancos operam a fim de que a demanda de investimento induza uma oferta de financiamento em termos de moeda. Ou seja, como a habilidade e a disposição dos bancos se convertam em ativos em troca de simultânea criação de passivos. Os mercados financeiros e os bancos afetam o investimento em função do valor corrente dos ativos de capital. Com efeito, o preço de demanda é determinado nos mercados financeiros, visto que a quantidade de investimento depende dos limites e regras definidos pelos bancos nos contratos de empréstimo, conforme se verá mais adiante.

Esses elementos são essenciais para viabilizar as decisões de investimento, das quais depende a continuidade do processo de expansão e acumulação na economia capitalista. A

firma somente tomará a decisão de investir se o preço de demanda do ativo de capital for superior ao preço de oferta do bem de investimento que será usado na produção. O preço de demanda se define como o valor capitalizado dos fluxos de renda líquida esperados, isto é, nas quase-rendas a serem geradas pelo investimento descontadas pela taxa de juros corrente. O preço de oferta do bem de investimento provém do custo de produção, definido não pelo preço que se pode pagar no mercado, mas como o preço que bastaria para induzir a firma a produzir unidades suplementares desse bem de capital (Keynes, 1982.). Da comparação entre esses dois preços, é que surge a decisão de investir. Mas, como ressalta Minsky, essa decisão, se favorável, somente implica na expansão do investimento se, de outro lado, os bancos estiverem dispostos a financiar a posição em ativo de capital do empresário, obviamente assumindo riscos diante da incerteza quanto aos fluxos de caixa esperados.<sup>22</sup>

Convém destacar que essa automática dependência em relação aos bancos para a viabilização dos projetos de investimento se deve ao fato de que, normalmente, as firmas não se financiam internamente, visto que os lucros gerados pela produção com fundos próprios via de regra são suficientes apenas para cobrir os custos de produção, inclusive a distribuição de dividendos aos acionistas, excetuando-se, porém, os custos associados aos compromissos de dívida (principal e juros). Supõe-se, portanto, que a decisão de investimento somente poderá ser concretizada mediante financiamento externo, através da emissão de bônus, ações etc., que podem se traduzir de imediato em *funding*, ou de empréstimo bancário de curto prazo (*finance*). Na análise de Minsky, a principal fonte de financiamento é do tipo *finance*, podendo, *a posteriori*, o saldo da dívida ser consolidado e transformado em *funding* (Canuto, 1998).

Em se tratando de opção por financiamento aceita pelos bancos, estes estabelecem os termos do respectivo contrato de dívida. Esses termos incluem tipos e índices mínimos de garantias, provisões para manutenção do patrimônio líquido, limites máximos de distribuição de dividendos, taxas de juros, maturidade do empréstimo, custódia de ativos,

---

<sup>22</sup> Na realidade, não obstante relaxarem discricionariamente certas condições de financiamento, e.g., flexibilização da cobrança de colaterais na fase de *boom* ou *semi-boom*, os bancos devem ser convencidos pelos empresários de que os fluxos esperados de seus projetos de investimento garantem o repagamento da dívida a ser contraída para a sua implementação. Nesse sentido, dadas as expectativas e o grau de incerteza quanto aos eventos futuros, subjetivamente incorporados na escala de preferência pela liquidez dos banqueiros, o fato de o valor descontado das quase-rendas esperadas de um bem de capital ser superior ao seu preço de oferta é condição necessária para implementá-lo, mas não suficiente para a decisão de se financiá-lo.

etc. O objetivo é definir claramente as condições de repagamento do empréstimo e prevenir riscos de inadimplência. Ou seja, as condições de empréstimo de “moeda-hoje” para recebimento de “moeda-depois”.

Quando aumentam os termos de financiamento corrente (novas e/ou maiores exigências), reduzem-se os preços dos ativos financeiros e de capital, acarretando, por seu turno, uma redução no preço da demanda de investimento. Já o aumento do preço da demanda de investimento, decorrente de um aumento no valor dos fluxos líquidos de caixa esperados, ou por uma redução da taxa corrente de juros, induz ao aumento da demanda de financiamento. Todavia, se a oferta de financiamento for inelástica, isso implica numa ampliação dos termos financeiros (imposição de tetos e limites de financiamento, aumento de colaterais, etc), o que reduz o preço da demanda de investimento.

Num ciclo favorável, em que as incertezas e os termos de financiamento são menores, a oferta de financiamento se torna bastante elástica para atender o desejo de se aumentar posições em ativos de capital, decorrente de um excedente dos preços de demanda em relação aos preços de oferta do investimento. Se tal se concretiza, elevam-se os lucros e aumentam as disponibilidades destes para pagamento de dívidas pendentes.

De fato, se os banqueiros compartilham do mesmo clima de expectativas favoráveis, certamente se comportam como *profit-seeking* e, nessa condição, procuram acolher os pleitos formulados por seus clientes. No entanto, esse comportamento se traduz num perigoso afrouxamento nas condições de criação de crédito, reforçando as pressões desequilibrantes. No caso de uma redução dos preços dos ativos de capital, os banqueiros agirão simetricamente, diminuindo sua disposição de financiar novos negócios, inclusive o refinanciamento das dívidas pendentes. (*Ibid.*, p. 228).

A moeda é, assim, criada pelos operadores da economia, numa hierarquia compatível com as diferentes propostas de negócios. Isso leva à constatação de que numa economia circulam diferentes tipos de moeda, caracterizados basicamente por seu grau de liquidez. Além da moeda, a composição dos portfólios dos bancos e das demais instituições financeiras é função de preferências que determinam diferentes taxas de capitalização aplicáveis aos ativos de capital, bem como diferentes termos financeiros para os diversos tipos de investimento..

Nas análises de Minsky, os bancos não são emprestadores de moeda, pela simples razão de que eles não a possuem. A atividade fundamental do banco é criar e garantir crédito para os clientes que, a seu juízo, possam merecê-lo. Desse modo, quando um banco acolhe solicitações de crédito, ele se compromete a fazer desembolsos aos tomadores, porém na forma escritural (contábil) e não em dinheiro. Em muitos casos, o aceite do banco se traduz em abertura de linhas de crédito, através das quais se compromete a fornecer fundos aos tomadores se, e quando, estes desejarem. Desse modo, o fornecimento de fundos aos clientes se dá em situações de inesperada deficiência em seus fluxos de caixa.

Os compromissos assumidos pelos bancos decorrem da capacidade de tomarem fundos emprestados nos mercados financeiros, mediante garantia ou oferta de títulos negociáveis, e pela utilização de linhas de crédito junto a outros bancos. Além disso, podem dispor da “janela de desconto”, que é a assistência de liquidez fornecida pelo Banco Central, na condição de emprestador de última instância. A isso se acrescentam os depósitos à vista (*checking deposits*), parte dos quais é canalizada para a conta **reserva bancária** mantida na autoridade monetária. Sustentados por essas diferentes fontes externas de recursos, que normalmente correspondem a 90% (ou mais) dos seus passivos, os bancos se tornam ativos gerenciadores de moeda-crédito, cujo objetivo é maximizar lucros num contexto sujeitos a escalas variadas de incerteza e de preferência pela liquidez.

Nesse sentido, nas suas relações com clientes, eles concedem e garantem créditos e, em simultâneo, tomam empréstimos para sustentar seus compromissos, aos quais se adicionam outros fundos decorrentes de suas conexões com outros banqueiros e com a sua capacidade de atuar no *money market*. O grosso de seus ativos se compõe de operações de crédito (empresas, famílias e governo) e operações de portfólio (títulos de renda fixa e variável). Do lado das fontes, os depósitos à vista (*checking deposits*) e a prazo (*time deposits*) constituem a parcela preponderante dos passivos, secundados pelo patrimônio líquido (capital social, lucros retidos, etc.). Os lucros dos bancos resultam da cobrança de encargos sobre os fundos disponibilizados aos clientes, a que se acrescentam as receitas de tarifas, comissões incidentes sobre operações de aceite, avais e garantias, prestação de serviços, etc.

Na conta reserva bancária gerenciada pelo Banco Central, além do encaixe legal, transitam o saldo diário da compensação de cheques e outros papéis, aquisições e vendas de

portfólio, operações cambiais, arrecadação, cobrança, transferências etc. O saldo diário dessa conta pode, em relação a cada banco participante, resultar positivo ou negativo ao final do dia, especialmente em função do resultado da compensação. Em ambos os casos, os bancos acionam mecanismos de ajuste (financiamento interbancário, *overnight*, “janela de desconto”, etc), a fim de se evitar custo de oportunidade por reservas em excesso ou se livrar de encargos punitivos por insuficiência delas.

Na fase normal da atividade econômica, as relações financeiras entre bancos e firmas se desenvolvem com relativa tranquilidade. Os fluxos de caixa garantem o repagamento das dívidas, validando correntemente as decisões das firmas tomadas no passado e, com isso, habilitando-as a novos empréstimos para novos projetos de investimento. Os casos de inadimplência são resolvidos com refinanciamento ou renegociação das dívidas e, eventualmente, no limite, com a realização de colaterais, sem contudo abalar a estabilidade dos negócios.

No entanto, mesmo em épocas de relativa normalidade, os bancos estão sujeitos a truçulências e sobressaltos em função de empréstimos para negócios em mercados extremamente voláteis. Trata-se de financiamento de posições de ativos de capital (ações), que dependem muito do comportamento da lucratividade das organizações, em particular, e do comportamento da bolsa de valores, em geral. Como ressalta Minsky (*ibid.*, p. 233), o financiamento, com recursos de curto prazo, de posições de ativos de retornos de longo prazo implica na necessidade de refinarciar passivos, o que é uma característica do *speculative finance*. Com efeito, estruturas financeiras especulativas somente podem se sustentar se os fluxos de caixa gerarem lucros suficientes para pagar os juros da dívida. A condição para que isso se torne viável é que os mercados financeiros nos quais tais dívidas são contraídas funcionem normalmente.

Situações altamente arriscadas decorrem do financiamento de projetos de construção civil (casas, apartamentos, lojas, escritórios, etc.). Embora os colaterais (terreno e respectiva edificação) tenham, em princípio, total capacidade para suportar a dívida, o financiamento da fase de produção desses ativos implica em capitalização de juros. Assim, o preço de venda dos imóveis terá que ser suficiente para cobrir o principal e os juros capitalizados por um longo período de tempo. Tal, porém, não se pode garantir, especialmente quando nesse preço se inclui um montante apreciável de juros. Se o mercado



não absorver esse preço de venda, o tomador se incapacita a pagar sequer os juros do financiamento, o que caracteriza uma estrutura financeira *Ponzi*. Em geral, quando se trata de financiamento em que os juros são capitalizados por longo período de tempo, os emprestadores concedem crédito em condições de alto risco de *default*, denotando uma característica da finança *Ponzi* na estrutura financeira.

Assim, como ressalta Minsky, a robustez ou fragilidade da estrutura financeira é indicador da estabilidade cíclica da economia, que dependem, por sua vez, da qualidade dos empréstimos dos bancos. Empréstimos bem monitorados pelos banqueiros reúnem melhores condições para sustentar estruturas financeiras robustas. Todavia, quando os banqueiros passam a dedicar atenção especial à relação entre o valor das garantias e o valor esperado dos fluxos dos ativos, é sinal de que estrutura financeira do tomador poderá se fragilizar.

Dado que os bancos conseguem recursos em função do grau de confiança que desfrutam junto aos depositantes, credores e acionistas, a característica básica de suas operações deveria repousar na prudência e nos mecanismos de auditoria interna. Todavia, os bancos são, como qualquer outro negócio, movidos pelo incessante desejo de acumulação de riqueza, envidando todos os esforços no sentido de diversificarem e ampliarem suas fontes de lucro. Além dessa razão fundamental, há que se acrescentar outros fatores que, a partir da década de 70, limitaram fortemente seus mercados “naturais” enquanto fontes e usos de moeda-crédito. Com efeito, a concorrência de outros intermediários financeiros não sujeitos ao regime de reservas compulsórias sobre depósitos e a crescente busca de recursos pelas grandes empresas diretamente junto ao público prestador acarretou acentuado grau de desintermediação, com evidentes prejuízos para os seus balanços.

Com efeito, várias alternativas foram adotadas pelos bancos: (a) busca de inovações financeiras, através de pesquisa e lançamento de novos produtos e serviços financeiros; (b) reestruturação de passivos, mediante aumento de fontes de recursos não sujeitos à constituição de reservas obrigatórias, ou sujeitos a menor incidência delas; e (c) alavancagem financeira, mediante adequação dinâmica da proporção ótima entre ativos e

capital acionário, tudo isso visando o incremento nos lucros e em balanços patrimoniais mais robustos.<sup>23</sup>

Denota-se, então, que na estrutura capitalista sob o “*Paradigma de Wall Street*”, a procura de fortuna pelos empresários e gerentes das instituições financeiras induz um alto grau de alavancagem. Em consequência, reduzem-se as margens de segurança e cresce o potencial de instabilidade financeira.

O risco do banqueiro repousa no grau de acuidade com que seleciona ativos e passivos, bem como no excesso de alavancagem refletida na composição do balanço patrimonial. Esse não é um risco ergódico, isto é, aquele que se traduz objetivamente num fenômeno probabilístico (Davidson, 1992).<sup>24</sup> Ao contrário, trata-se de risco de natureza Keynes-knightiano subjetivamente avaliado em ambiente de incerteza fundamental. Nesse sentido, o risco dos bancos poderia ser reduzido se houvesse um efetivo monitoramento de suas operações pelas autoridades responsáveis pelas atividades de regulação e supervisão. Todavia, os bancos centrais e outras autoridades do sistema financeiro fazem-no com um elevado grau de precariedade, em grande parte pela falta de compreensão sobre como funcionam os diferentes fluxos de recursos dos bancos.

As autoridades, observa Minsky, deveriam conhecer o comportamento prospectivo dos fluxos de caixa elaborados pelos tomadores de empréstimo, desse modo verificando as possibilidades concretas de realização das receitas antecipadas dos bancos. Se não há um efetivo controle sobre a exposição ao risco, os banqueiros se sentem estimulados a aumentar a alavancagem, aumentando os riscos de não realização dos fluxos de caixa e

---

<sup>23</sup> O índice de alavancagem bancária mede o grau de exposição ao risco de falência. Um elevado grau de alavancagem medido, e.g., pela relação entre os ativos de crédito e o patrimônio líquido aumenta o peso da finança especulativa e *Ponzi* na estrutura financeira (Minsky, *ibid.*, p. 238).

<sup>24</sup> A teoria da utilidade esperada desenvolvida por Savage incorporou a abordagem da probabilidade subjetiva, segundo a qual “(...) é possível atribuir probabilidades numéricas a virtualmente qualquer proposição ou evento...” (Dequech, 1999). Essa teoria (Davidson, 2002, p. 61-2) examina todos os possíveis resultados de uma ação tomada num dado momento. Trata-se do processo que seu autor denomina de “*Look before you leap*”. Um dos postulados analíticos subjacentes a essa teoria é denominado de “o axioma da ordenação”, o qual, “(...) requer que as pessoas tenham um ordenamento completo de preferências em relação a atos (a relação entre eventos deve ser inferida a partir das escolhas das pessoas).” (Dequech, *ibid.*) Esse postulado parte da presunção (Davidson, 2002) de que “(...) há um conjunto finito de atos e resultados, no qual cada agente pode fazer uma completa ordenação de suas preferências em relação a todas as alternativas possíveis de escolha.” Segundo Davidson, Savage reconhece que o “axioma da ordenação” não pode se constituir numa teoria geral de decisão, tendo em vista a sua incapacidade de lidar com a incerteza (no sentido forte). Nesse sentido, tanto Davidson como Dequech argumentam que a teoria da utilidade esperada de Savage é incapaz de lidar com questões econômicas centrais na teoria de Keynes, tal como a preferência pela liquidez, a obsolescência tecnológica etc., ou históricas (a possibilidade de guerras), as quais dependem do “curso de eventos futuros” sobre os quais é impossível construir uma distribuição de probabilidades.

consequentemente se expondo a crescentes riscos de inadimplência em relação aos seus próprios passivos. Nessas circunstâncias, as autoridades normalmente intervêm através de “*bail-outs*”, a fim de prevenir crises de depressão, validando, portanto, as práticas financeiras que elastecem as dívidas dos clientes em geral, expondo os bancos ainda mais ao risco.

Os bancos comerciais têm uma grande capacidade de alavancar seus empréstimos, especialmente acomodando a demanda de financiamento dos tomadores mais confiáveis, porquanto eles podem endogenamente criar moeda. A fim de limitá-los nesse intento, a política monetária procura determinar a taxa de crescimento de ativos e passivos bancários, mediante a fixação discricionária de taxas de reservas. Nessas circunstâncias, os bancos inovam em produtos e serviços, reestruturam passivos e readequam o ritmo de crescimento de ativos em relação aos passivos, etc., aproveitando-se das brechas existentes na legislação regulatória.

Durante uma forte expansão, em que ocorre um crescimento monetário além do desejado, as autoridades intervêm para proteger a viabilidade dos bancos, injetando-lhes reservas além das exigências associadas ao crescimento econômico não inflacionário. Isso pode ser traduzido na troca de mais inflação pelo custo de se abortar uma deflação de dívida (Minsky, 1986, p. 243). Um custo político certamente muito mais fácil de ser digerido pelas elites capitalistas.

A lucratividade dos bancos depende do retorno dos ativos, do custo dos passivos, dos custos operacionais e do índice de alavancagem sobre o capital acionário. O banqueiro é *profit-minded* e *profit-seeking* e, por conseguinte, opera com todos esses fatores. A fim de evitar uma expansão da moeda além dos limites desejados, o Banco Central tenta controlar o crédito e os depósitos, através do manejo da taxa de reserva incidente sobre os passivos e da taxa de juros aplicáveis na “janela de desconto”. Assim, ele tenta controlar a economia através do controle indireto do mercado de moeda. Todavia, segundo Minsky, o máximo que o Banco Central consegue é controlar seus próprios passivos e a taxa de desconto para os bancos membros.

Em suma, os bancos se tornaram extremamente hábeis em recriar passivos sujeitos a menores taxas de reservas e em criar produtos isentos de reservas, utilizando as brechas na legislação do Banco Central. Com relação ao grau de alavancagem, agem movidos

essencialmente pelo lucro, ainda que possam perceber o crescente risco de inadimplência. O objetivo do sistema é maximizar lucro. Então, se a ameaça de fragilidade financeira dever ser contida, é necessário seja limitado o quociente de alavancagem através do crescimento do patrimônio líquido via incorporação de maior parcela de lucros.

Certamente, como requisito fundamental para que os bancos participem ativamente da trajetória de expansão da economia capitalista é desejável que sejam patrimonialmente robustos. Somente assim poderão sustentar um alto quociente de alavancagem no financiamento de posições em bens de capital (*finance*), os quais frequentemente requerem refinanciamento até a sua completa maturação. Esse processo *finance/funding* dos investimentos será examinado na próxima seção.

## 2.7 INVESTIMENTO, POUPANÇA E TAXA DE JUROS. EFICIÊNCIA DOS SISTEMAS FINANCEIROS. O MODELO PÓS-KEYNESIANO DE FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

Esta seção destina-se a examinar alguns aspectos da discussão que envolve: (a) as relações de causalidade entre poupança e investimento e suas relações com a taxa de juros; (b) o conceito pós-keynesiano de eficiência dos sistemas financeiros; e, (c) como questão central a análise do modelo “financiamento-investimento-poupança-*funding*”. Nesse sentido, procura-se destacar inicialmente alguns pontos em torno da controvérsia neoclássica-keynesiana sobre as relações entre poupança e investimento e taxa de juros e a questão da eficiência dos sistemas financeiros, para, em seguida, alinhar os elos fundamentais que abarcam o complexo problema do financiamento do investimento de longo prazo e alguns dos subprodutos que isso pode gerar em termos de instabilidade econômica. Por último, alinham-se alguns fatores limitadores do estágio *funding* do processo de investimento.

### 2.7.1 Aspectos da controvérsia clássico-keynesiana sobre poupança, investimento e taxa de juros

Conforme ressalta Studart (1993, 1995/6), a visão tradicional sobre o papel dos sistemas financeiros no desenvolvimento econômico envolve uma discussão sobre o

argumento da necessidade de poupança prévia para garantir os fundos destinados ao financiamento do investimento e sobre as questões tratadas na abordagem da repressão financeira e a abertura e desregulação dos mercados financeiros. Essa segunda questão foi examinada na seção 2.3, cabendo aqui fazer um rápido sumário sobre os determinantes da poupança e do investimento e, em especial, se a poupança é anterior ou posterior ao investimento.

De acordo com a análise clássica, resumida na teoria dos fundos emprestáveis (Chick, 1993), a poupança é considerada a fonte insubstituível de financiamento do investimento no processo de ampliação da capacidade produtiva da economia. Na opinião dos autores clássicos, isso vale tanto para uma economia predominantemente agrícola como na economia da revolução industrial, na qual a poupança ocorre sempre antes do investimento. Por exemplo, na atividade agrícola a parcela da produção que é estocada se converte em desejo manifesto de poupança; e, quando plantada, em investimento. Quando as economias iniciaram o processo de industrialização através das pequenas e exclusivas unidades produtivas, era necessária também a formação prévia de fundos para que tais unidades pudessem financiar diretamente suas intenções de investimento. Isso somente iria mudar quando se tornou necessária a obtenção de fundos externos para a realização do investimento. Então, passa a se verificar a divergência de intenções e motivações entre poupadores e investidores, mas isso não altera os aspectos essenciais da relação de causalidade entre poupança e investimento, embora, segundo Chick, se tornasse justificável a discussão em torno dessa relação.

Nessas discussões, prevaleceu entre os clássicos, como sugerem os argumentos expostos acima, a idéia de que a poupança tinha que logicamente preceder o investimento. Isto é, para se tornarem liquidamente doadoras de fundos destinados a empréstimos e investimentos, as unidades econômicas tinham que gerar previamente poupanças a fim de convertê-las em títulos de dívida, na expectativa de obtenção de uma renda futura propiciada pela taxa de juros. (Chick, 1993, p. 203.). A partir de então, os fundos destinados ao financiamento do investimento tornam-se mobilizáveis através dos bancos, enquanto simples coletores de poupança e meros intermediários financeiros (Estágio I de Chick), ou de mecanismos do mercado de capitais, em ambos os casos assumindo-se que a

taxa de juros exerceria o papel de *market clearing* para ajustar completamente os fluxos de oferta e demanda.<sup>25</sup>

Todavia, a teoria neoclássica wickselliana, embora concordando com a correlação positiva entre poupança e investimento, considera que existe concretamente a possibilidade de ocorrer uma discrepância *ex-ante* entre poupança e investimento. Essencialmente, essa teoria considera que a oferta de poupança aflora no mercado de capital como uma demanda de títulos de dívida. Quanto maior a taxa de juros, mais baratos se tornam os títulos e maior o desejo de comprá-los. Nesse sentido, a poupança se converte numa função crescente da taxa de juros, a qual estimula a frugalidade e a parcimônia. Do lado do investimento, dada a produtividade marginal do capital, haverá uma maior disposição dos empresários de demandarem fundos (e, portanto, de ofertarem títulos de dívida) se ocorrer uma baixa na taxa de juros e um conseqüente aumento no preço dos ativos rentáveis. Nesse sentido, a teoria clássica considera que existe uma taxa de juros de equilíbrio que equaciona os fluxos de poupança e investimento e, na sua interface, os fluxos de demanda e oferta de títulos no mercado de capital. A taxa de juros é vista, portanto, com sendo o ‘preço’ dos recursos tornados disponíveis para o financiamento do investimento que equilibra as quantidades de poupança e investimento. Esse nível de equilíbrio pode, no entanto, se alterar se houver um aumento na abstinência e/ou um aumento na produtividade marginal de capital, o que leva a teoria dos fundos emprestáveis a concluir que a poupança e o investimento determinam a taxa de juros.

A taxa de juros de equilíbrio referida acima foi denominada por Wicksell (1986) de “taxa natural”. Em sua análise, este autor observou que os pressupostos subjacentes à teoria clássica da poupança e da taxa de juros eram plenamente válidos somente numa economia de moeda pura, cujos pilares se assentavam na teoria quantitativa da moeda e na Lei de Say. Entretanto, ele argumentou que a economia da época já era caracteristicamente uma economia de moeda-mista, na qual os bancos exerciam um papel sumamente relevante como criadores de moeda-crédito. Nesse contexto, a taxa de juros de mercado praticada

---

<sup>25</sup> Conforme alude Keynes (1982, p. 144-5), a teoria tradicional considera que um ato individual de poupança implica necessariamente uma baixa da taxa de juros e no estímulo ao investimento, tal que essa baixa estimula “(...) a produção de capital numa amplitude igual ao aumento da poupança (...)”. Os clássicos consideram que tal processo é auto-regulável, isto é, independe da intervenção da política monetária. Esse é um dos automatismos da Lei de Say que, segundo Keynes, não foi assumido pela escola neoclássica. Esta admite, ao contrário, a possibilidade da desigualdade entre poupança e investimento, por exemplo, em Wicksell, através da teoria dos fundos emprestáveis.

pelos bancos poderia se desviar da “taxa natural”, sob a qual se poderia estabelecer o equilíbrio *ex-ante* entre oferta e demanda de fundos emprestáveis. Nesse caso, o desvio da taxa de mercado em relação à “taxa natural” geraria um desequilíbrio entre poupança e investimento no sentido *ex-ante*. Ou, mais especificamente, através do conhecido “mecanismo cumulativo” poderia ocorrer um excesso de demanda de fundos, o que estaria por trás da chamada tese da “poupança forçada” (Studart, 1993).

Não obstante a argumentação de Wicksell, a visão tradicional continuou defendendo a tese de que o papel dos bancos na economia seria apenas o de funcionar passivamente como simples intermediários financeiros, pois a decisão quanto à formação e destinação dos fundos emprestáveis caberia tão-somente às unidades econômicas, como ressaltado no início desta seção. Tais unidades agem sob comportamento racional à *la Arrow-Debreu*, que disporde de todas as informações relevantes sobre o mercado estão sempre em condições de lograr os melhores resultados relativamente às suas decisões de investimento em títulos financeiros.

Em suma, a análise tradicional considera que a poupança precede o investimento, cujos fluxos somente podem ser sustentados se houver fundos previamente formados para financiá-los. A disposição à abstinência e as melhorias tecnológicas conducentes ao aumento da produtividade marginal do capital são as variáveis reais que determinam a taxa de juros de equilíbrio (taxa natural) que iguala os fluxos de poupança e de investimento. A teoria dos fundos emprestáveis e a hipótese de poupança-prévia são incorporadas ao arcabouço analítico da visão convencional, segundo a qual os mercados financeiros funcionam eficientemente enquanto *lócus* de intermediação de recursos reais entre poupadores e investidores finais. Nesses mercados financeiros competitivos, a existência de taxas de juros reais positivas é a condição fundamental para se viabilizar a formação de fundos destinados ao financiamento do investimento e ao crescimento econômico estável.

Contrapondo-se à análise tradicional sobre as relações entre poupança e investimento e a determinação da taxa de juros, como visto acima, a abordagem de Keynes e dos pós-keynesianos demonstra que, em um mundo real, os determinantes da poupança e do investimento se dão de modo completamente diferente. Em primeiro lugar, a poupança é gerada somente a partir do crescimento da renda, o que inverte a relação de causalidade defendida pela teoria neoclássica. Em segundo lugar, o principal determinante do

crescimento da renda é o investimento, e, portanto, este é o responsável pela formação da poupança efetiva, que necessariamente a ele se iguala no sentido *ex-post* (Chick, 1986, p. 202).

Keynes se contrapõe também ao argumento clássico sobre a determinação da taxa de juros, afirmando que o seu nível e suas variações não dependem das decisões tomadas no mercado de fundos emprestáveis, mas sim dos fatores que determinam a oferta e a demanda de moeda.<sup>26</sup> Em sua argumentação ele afirma que, dada a oferta de moeda, uma variação na taxa de juros pode ser provocada por uma alteração da preferência pela liquidez, ocasionadas pelos impactos da demanda efetiva sobre a renda e o emprego ou pela mudança nas expectativas dos agentes no mercado de títulos. Por outro lado, supondo-se inalteradas as condições que determinam a preferência pela liquidez, a taxa de juros pode igualmente variar em função dos objetivos da política monetária. Denota-se, portanto, que a taxa de juros é determinada inteiramente fora do circuito poupança-investimento, razão pela qual Keynes a considera como um fenômeno inteiramente monetário, e não real, como se argumenta na teoria clássica.

Especificamente quanto ao investimento, Keynes argumenta que ele é determinado pela eficiência marginal do capital, a qual depende crucialmente do estado das expectativas e do grau de confiança com que se formula prognósticos a respeito de determinado empreendimento. O investimento poderá se tornar atrativo até que dita eficiência venha a se igualar à taxa de juros de mercado.<sup>27</sup> Nesse sentido, o investimento acabando sendo influenciado também pela taxa de juros. A conclusão essencial a reter nesse ponto da análise é que o investimento agregado efetivo impacta a renda e, por conseguinte, a própria

---

<sup>26</sup> No capítulo 14 da Teoria Geral Keynes apresenta uma abordagem sobre a teoria clássica da taxa de juros. Nessa análise ele aponta diversos conceitos de juros e taxas de juros utilizados pela teoria clássica e neoclássica, tais como “prêmio pela espera”, “preço pago pelo uso do capital”, etc. e sua influência sobre as relações entre poupança e investimento. Um dos pontos essenciais que chama a atenção nessa abordagem reside no fato de que, segundo ele “A análise tradicional compreendeu que a poupança depende da renda, mas se esqueceu do fato de que esta depende do investimento em tal relação que, quando o investimento varia, a renda é forçada a variar no grau justamente necessário para fazer com que a variação na poupança seja igual à do investimento.” Os aspectos essenciais do debate entre Keynes e os “Clássicos” sobre os determinantes da taxa de juros são analisados por Oreiro (1999), em “A Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea”.

<sup>27</sup> Outro modo de Keynes analisar o papel da taxa de juros na determinação do investimento reside em considerá-la no cálculo do preço da demanda e de oferta dos bens de capital. Nesse caso, explicitam-se de forma mais abrangente as questões relativas a preferência pela liquidez, riscos e expectativas, que são cruciais nas decisões de investimento e seu financiamento. Essa versão é tratada por Minsky (1975) em “Capitalist Finance and the Pricing of Capital Assets”.



poupança efetiva. Torna-se evidente, portanto que, de acordo a análise de Keynes, a relação verdadeira de causalidade entre investimento e poupança é que esta é determinada por aquele, e não o contrário.

### 2.7.2 O conceito pós-keynesiano de sistemas financeiros eficientes (ou funcionais)

Em Keynes, o investimento depende de vários fatores subjacentes à escala de eficiência marginal do capital, mas ele somente se torna factível se houverem agentes aptos e dispostos a financiá-lo em mercados financeiros caracteristicamente instáveis e imperfeitos. Na análise pós-keynesiana, as instituições financeiras procuram agir sob parâmetros de eficiência, cujo conceito, no entanto, difere daquele formulado pela hipótese de mercados financeiros eficientes de inspiração neoclássica, conforme visto na seção 2.1. Sucintamente, o conceito de eficiência pós-keynesiana dos sistemas financeiros envolve duas distintas dimensões (Studart, 1995/6). A primeira é de natureza microeconômica, que corresponde à habilidade para gerar mecanismos que permitam provisionar recursos destinados ao *finance/funding*. A segunda tem uma conotação essencialmente macroeconômica, pois revela a capacidade de os sistemas financeiros sustentarem uma trajetória de crescimento estável no longo prazo, sem provocar desequilíbrios nas atividades de financiamento tendentes ao processo de fragilização financeira, e nem criar dificuldades para o regular funcionamento do sistema de pagamentos. É importante considerar que em ambas dimensões, a maior eficiência das instituições financeiras é traduzida pela capacidade e disposição permanente de inovarem e potencializarem os instrumentos de financiamento empresarial nos mercados primário e secundário de títulos, ou mesmo se servirem de tais mercados para captar recursos novos e se interporem como emprestadores de longo prazo.

Pelo exposto, pode-se perceber que o conceito de sistema financeiro eficiente deve estar necessariamente associado à sustentabilidade do processo de desenvolvimento em ambiente de estabilidade financeira, o que somente pode ocorrer através de um processo de permanente estímulo às inovações e mudanças na estrutura financeira. Nas palavras de Studart (ibid., p. 284): “*a financial system is efficient to development when it expands the use of existing resources of an economy at the minimum cost with the minimum possible*

*increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons.*” Nesse contexto, importa ressaltar que os pós-keynesianos colocam em relevo as questões relacionadas com o não esbanjamento de recursos e com a sustentabilidade ambiental.

Stuart (2000) estende e reafirma o seu argumento em torno do conceito pós-keynesiano de mercado financeiro eficiente. Neste trabalho mais recente, ele usa o termo funcional como explicitamente equivalente a eficiente. Nesse sentido, reafirma-se que um sistema financeiro é reconhecido como funcional ao desenvolvimento econômico se for capaz de gerar mecanismos apropriados de *finance-funding* para sustentar o ritmo de crescimento do estoque de bens de capital. Com efeito, o sistema financeiro eficiente deve estar apto a criar alternativas de financiamento com diversas escalas de vencimentos, para atender a diferentes demandas de fundos destinadas a potencializar o uso da base de recursos existente com vista a obter-se um ritmo mais rápido de crescimento. A eficiência somente será plenamente reconhecida, porém, se o sistema financeiro puder concretizar tal *desideratum* ao mais baixo custo de intermediação e com o menor impacto possível em termos de fragilidade financeira, incluindo outros desequilíbrios de ordem puramente financeira, que possam afetar a desejada estabilidade do processo de crescimento econômico. Nesse sentido, salienta o autor (*ipsis verbis*):

Functionality involves both microeconomic and macroeconomic aspects of financial intermediation in the context of development. In the microeconomic dimension, *efficiency (or functionality)* – grifo nosso – relates to (a) the ability to provide finance and long-term funding for the corporate sector at the lowest possible cost; (b) the provision of capital to investment which enhance the country’s prospects of development, which includes interrelated issues such as the non-wasteful use of resources and environmental concerns. As regard the macroeconomic dimension, the efficiency of the financial structure should be judged by how well it performs the functions of financing and funding; in other words, how it supports financially stable growth. (*Ibid*, p. 27).

Algumas observações podem ser feitas em torno do conceito pós-keynesiano de eficiência do sistema financeiro exposto acima. Em primeiro lugar, é extremamente importante a participação ativa das autoridades monetárias e regulatórias no processo, visando manter a estabilidade do sistema financeiro. Destarte, elas devem estar dispostas e aptas a tomar medidas destinadas a prevenir ou contornar os efeitos negativos do comportamento procíclico dos bancos, o qual, como visto em Minsky, pode dar origem a graves sintomas de fragilidade financeira e/ou de irregularidades no funcionamento do

sistema de pagamentos. Nesse sentido, as autoridades podem (e devem) agir tanto no ajuste dos fluxos de crédito e de liquidez, como no nível das taxa de juros, através dos múltiplos instrumentos monetários e normativos ao seu dispor. Em segundo lugar, um sistema financeiro eficiente deve possuir uma estrutura operacional suficientemente flexível para proporcionar os ajustes de liquidez inter e intra-instituições, a fim de se contornar eventuais descasamentos entre ativos e passivos, característicos, respectivamente, de instituições que operam em posturas tipicamente *speculative financing* e de outras que preferem posições mais alavancadas. Em terceiro lugar, conforme destaca Studart, existem importantes diferenças entre os conceitos de eficiência desenvolvidos pelos pós-keynesianos e pela visão convencional. Esta simplesmente desconsidera a dimensão macroeconômica da eficiência; no que tange à dimensão microeconômica, a ênfase é muito mais direcionada para os aspectos relacionados com o custo-eficiência de Tobin, como referido na análise de Akiüz.

Por último, importa salientar que o conceito de eficiência (ou funcionalidade) em sua dimensão micro e macroeconômica pode ser aplicado indistintamente a estruturas financeiras caracteristicamente baseadas em mercado de capitais e funcionalmente segmentadas (caso do sistema financeiro americano e inglês), ou essencialmente baseadas em mercado de crédito operando no sistema de banco universal, o caso típico do sistema Alemão. Nessas estruturas, conforme observa Studart, os sistemas financeiros podem ser microeconomicamente eficientes, porém não funcionais ao desenvolvimento estável do crescimento econômico. Reversamente, podem existir sistemas macroeconomicamente eficientes e funcionais ao crescimento e microeconomicamente ineficientes e disfuncionais, como foi, por exemplo, o caso do Brasil nos anos 70.<sup>28</sup>

Em suma, do ponto de vista pós-keynesiano, sistemas financeiros eficientes devem ser capazes de garantir que a oferta de financiamento seja bastante elástica, visando atender

---

<sup>28</sup> Há uma tendência a se considerar que os sistemas financeiros baseados em crédito são menos eficientes do ponto de vista microeconômico, quando a questão relevante se refere ao custo para os tomadores. Nesse sistema, o preço do capital no mercado de crédito seria mais elevado em razão de pesados custos de transação, especialmente o prêmio de risco incorporado nas taxas de juros dos empréstimos. Desse ponto de vista, os sistemas financeiros baseados em mercado de capitais seriam mais atrativos, visto que não lidam com esse tipo de problema, isto é, os riscos das operações desintermediadas são transferidos diretamente aos investidores, que são os emprestadores finais. Todavia, como argumenta Stiglitz (1990), ambos os mercados operam com elevados custos provenientes de informação imperfeita e custosa, cabendo aos governos intervirem no sentido da criação e manutenção de eficientes sistemas de regulação e supervisão, a fim de se coibir as naturais falhas desses mercados.

as necessidades de *finance* dos investimentos na formação de capital. Ao mesmo tempo, devem dispor de habilidades para criar os mecanismos pelos quais se torne possível transformar dívidas contraídas na fase de gestação dos projetos de investimentos em compromissos de longo prazo (ou a prazo indeterminado), através de apropriados mecanismos de *funding*.

### 2.7.3 O circuito financiamento-investimento-poupança-*funding*

Como mencionado anteriormente, uma das premissas mais fundamentais do princípio da demanda efetiva de Keynes é que o investimento antecede a poupança. O argumento de Keynes nesse sentido já foi exposto, mas ele pode ser reforçado numa outra linha de raciocínio. Trata-se de analisar o papel diferenciado dos fluxos de poupança, de financiamento e *funding* do investimento numa economia monetária de produção, na qual as decisões dos agentes são tomadas num ambiente de incerteza keynesiana. .

Na economia monetária de Keynes, os bancos e os empresários são os agentes determinantes da demanda agregada efetiva e, em consequência, do nível de emprego e do produto (Stuart, 1995/6, p. 275). Nesse contexto, “O princípio da demanda efetiva exige tão-somente que uma determinada decisão de gasto seja validada pelo sistema bancário como administrador da moeda e dos fundos financeiros pertencentes à sociedade. Os bancos sancionam a aposta capitalista na aquisição de novos ativos de capital e os lucros derivados deste investimento sancionam a aposta dos bancos” (Almeida e Belluzzo, 1999, p. 249). Embora o consumo seja o componente mais estável e de maior peso da demanda, os consumidores e poupadores exercem papel secundário no modelo de determinação da renda.

Assim, o papel reservado aos agentes responsáveis pelo investimento é sumamente importante para sustentar um dado nível de atividade econômica, pois de suas decisões depende o fluxo de gasto em bens de capital indispensáveis para manter uma desejada trajetória de crescimento do produto e do emprego. Deve-se atentar, contudo, que mesmo existindo adequados incentivos empresariais a investir, uma vez tomada a decisão favorável ao investimento a aquisição de bens de capital somente se viabiliza se se puder contar com aporte adequado de recursos externos à empresa. Em caso positivo, configura-se uma

demanda de moeda por *finance*, e isto na realidade ocorre de forma prévia e independente das decisões de poupança (Carvalho, 1995/6, p. 464). Nesse processo, cabe aos bancos, na condição de principais fornecedores de crédito, exercerem papel fundamental nos ciclos que caracterizam a atividade econômica. Como ressaltado por Chick (1993; 1994), numa economia moderna, os bancos são os principais criadores de moeda-crédito e, portanto, são os responsáveis diretos pela oferta de financiamento empresarial.

O papel fundamental dos bancos no processo *finance/funding* consiste em ofertar todo o crédito necessário para atender a demanda de financiamento para o investimento. A oferta de *finance* ocorre através de simples mecanismo contábil, através do qual se dá a criação de moeda escritural, não envolvendo, portanto, a utilização de poupança-prévia no processo. Entretanto, na medida que isso gera passivos equivalentes aos novos fluxos de moeda-crédito, que será aceita normalmente nas transações envolvendo gastos para a implementação de projetos de investimento, supõe-se que a autoridade monetária esteja disposta a acomodar a demanda de reservas dos bancos, a fim de evitar que os mesmos venham a enfrentar os problemas associados ao risco de liquidez. Caso a autoridade monetária se mantenha indiferente nessa questão, os bancos podem vir a recusar a alimentar a normalidade dos fluxos de *finance*, isto é, podem se sentir impedidos de assumirem novos passivos. Nesse caso, o público somente se disporá a abrir mão de parte de suas reservas monetárias se a taxa de juros se elevar, contexto em que o projeto de investimento poderá ser abortado. É necessário, portanto, que a autoridade contribua para evitar uma elevação da preferência pela liquidez para permitir que os bancos sejam vistos de fato como os responsáveis diretos por ciclos de baixo ou alto nível de atividade econômica (Carvalho, 1995/6, p. 473).<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Em alguns países, e.g., Estados Unidos e Inglaterra, onde os sistemas financeiros são segmentados, o *finance* é atendido pelos bancos criadores de moeda, e o *funding*, pelos bancos de investimento e outras instituições financeiras, os quais dependem, em certas circunstâncias, dos empréstimos dos bancos comerciais. Já em países em que atuam os bancos universais, o *finance* e o *funding* podem se dar sob uma mesma estrutura financeira, como é o caso da Alemanha. Essas estruturas financeiras serão examinadas em Zysman (seção 2.5). Um ponto importante a destacar nos sistemas segmentados reside no fato de que, por questões de exigências regulatórias e das características de sua estrutura de passivos, os bancos comerciais privilegiam as operações de *finance*. Em ambos os casos, o objetivo dessas instituições é evitar uma excessiva exposição aos riscos de crédito, de liquidez e de taxa de juros. Implicitamente, o essencial objetivo incorporado nessas operações reside em maximizar as receitas do “fundo rotativo” com respeito à variável tempo. Ressalte-se, entretanto, que do ponto de vista estritamente do mercado, não haveria impedimento de um banco comercial operar com empréstimos de longo prazo, desde que conseguisse *funding* apropriado para lastrear essas operações, inclusive suporte do Banco Central via redesconto.

Deve-se ressaltar, no entanto, que esse processo de criação de moeda-crédito se dá num ambiente de elevada complexidade, pois as decisões dos bancos de ampliarem seus balanços ocorrem em ambiente de grande incerteza. Uma vez tomada a decisão de financiamento do investimento, os bancos geralmente constituem um *pool* de fundos destinado a diluir os riscos da operação. Nesse processo, a poupança é gerada na medida que a renda cresce por efeito do investimento e do mecanismo dinâmico do multiplicador e, portanto, seu fluxo difere do fluxo do investimento responsável indiretamente pela sua criação. Entretanto, somente após a plena concretização dos efeitos do multiplicador no processo de gestação do investimento é que ela será igual (*ex-post*) ao investimento.

Nesse sentido, conforme ressaltam os autores pós-keynesianos, a poupança nunca pode preceder o investimento, mas, ao contrário, ela é criada *pari passu* com o investimento. E a questão mais fundamental é que, uma vez gerada no curso do processo de expansão da renda, a poupança não se transforma imediata e automaticamente em fundos disponíveis destinados ao aporte financeiro do investimento, e nem mesmo há garantia de que ela, *a posteriori*, se transformará em sua totalidade em fundos disponíveis para tal finalidade. Isso vai depender de um processo complexo através do qual os tomadores e ofertadores de fundos para investimento se interagem nos mercados financeiros. O ponto-chave a reter na análise de Keynes é que, conforme enfatiza Carvalho, pelo fato de não ser anterior ao investimento a poupança não é o fator crucial nas decisões de investimento e, em consequência, não pode limitar as atividades que lhes dizem respeito. A responsabilidade primária pelo financiamento do investimento deve ser analisada em outra esfera, na qual se destaca o papel crucial das relações das empresas com o sistema financeiro.

Nessa mesma linha de raciocínio, Studart assevera que, numa economia moderna, contrariamente à visão ortodoxa, a criação e expansão do crédito pelos bancos não é uma anomalia destinada unicamente a provocar focos cumulativos de inflação ou de poupança forçada. Trata-se, ao contrário, do mais importante mecanismo que se pode utilizar para viabilizar uma trajetória de crescimento de longo prazo. A propósito, cabe destacar que a eficiência do sistema financeiro não se mede apenas pela solidez de seu patrimônio e o pelo equilíbrio de suas contas ativas e passivas, mas essencialmente pela sua capacidade de sustentar o funcionamento adequado do sistema de pagamentos da economia. Pois, em

realidade, é sobre esse sistema que repousa a confiança dos agentes quanto ao poder dos bancos de garantir a execução dos contratos que definem os fluxos de direitos e obrigações intertemporalmente em todo o sistema econômico.

Na análise de Stuardt enfatiza-se também que é o crédito bancário, e não a poupança, que se torna a variável crucial como fonte de financiamento do investimento. Essa afirmação poderia, assim, conduzir à conclusão errônea de que a poupança poderia ser descartada no processo de expansão da capacidade produtiva. Pelo contrário, não se trata disso. Trata-se de reconhecer que ela depende previamente do investimento e que, uma vez realizada, existam condições de ser mobilizada para fundar a dívida derivada dos gastos com o investimento. A esse respeito cabe acrescentar que as decisões de quanto e quando financiar bens de capital de longo prazo de gestação se cerca de elevado grau de incerteza e riscos Keynes-knightianos, em cujo processo a poupança das unidades familiares é insuficiente para atender a alta demanda de liquidez das empresas com tal finalidade. É nesse contexto, que emerge a importância da discussão sobre a poupança das unidades familiares e a sua alocação para o crescimento através do sistema de intermediação financeira. Na análise pós-keynesiana, isso se configura quando se discute o processo de formação de *funding* do investimento, isto é, a transformação de passivos de curto prazo (depósitos à vista e de curto prazo) em passivos de longo prazo.

A expansão dos empréstimos bancários via criação de moeda-crédito numa economia de mercado é, como se enfatizou, uma condição sem a qual não se viabiliza o crescimento econômico. Todavia, como a operação de concessão de crédito destinado ao investimento implica na ampliação do descasamento entre seus ativos e passivos, ao se disporem ao financiamento de longo prazo os bancos fazem-no conscientes do aumento em seus riscos de liquidez e, portanto, sabem que estão se expondo à possibilidade de “fragilização financeira” (Minsky, 1986).

O processo *finance-funding* envolve aspectos micro e macroeconômicos (Stuardt, 1975/6, p. 278). Do ponto de vista micro, os empresários e banqueiros desejam consolidar seus compromissos de longo prazo sobre bases estáveis, em face da incerteza que governam as condições futuras de crédito e do comportamento futuro das taxas de juros. Isso ocorre, conforme alerta Keynes (1982) em virtude da necessidade de se reduzir o potencial de riscos dos tomadores e dos emprestadores. Assim, o financiamento do investimento ocorre

num mundo de incerteza caracterizado por um processo no qual, em momentos distintos, o *finance* dá lugar ao *funding*, eliminando-se, com isso, o risco de liquidez dos emprestadores de curto prazo.

Do ponto de vista macroeconômico, a existência de amplos mercados financeiros se constituem em fator determinante, visto que são o lócus através do qual os riscos de fragilização financeira decorrentes do crescimento monetário da economia podem ser mitigados. Deve-se, a propósito, ressaltar que a fragilidade financeira não é uma limitação ao crescimento, mas pode frear o ritmo de sua trajetória, especialmente se implicar num processo de deflação de dívidas. Nesse sentido, como salientou Minsky, na tentativa de evitar a ameaça de fragilização financeira, os bancos elevam as taxas de juros, mediante a incorporação em sua estrutura de maiores coeficientes de riscos. Podem também, em simultâneo, impor restrições para a concessão de novos financiamentos e refinanciamentos, inclusive reforçando os colaterais. Em conseqüência dessas medidas, os fluxos de gastos das empresas se reduzem e as vendas se comprimem, ocasionando uma queda no ritmo da atividade econômica. Nesse quadro, o ciclo de deflação de ativos se caracteriza quando as empresas são obrigadas a alienar, a preços decrescentes, parcelas significativas de seus portfólios (senão o total) para repagamento das dívidas contraídas nos bancos.

Admitindo-se que a economia esteja operando num contexto de normalidade, após a gestação do projeto de investimento, ou mesmo antes, as empresas tomam a iniciativa de fundar a dívida contraída com o sistema bancário. Isso se torna viável através do mecanismo do *funding*, que, a rigor, segundo Keynes, corresponde ao processo de alongamento de passivos, isto é, a transformação de dívidas de curto prazo em compromissos de longo prazo. Em sistemas financeiros segmentados, normalmente o *funding* ocorre no mercado de capitais, quando as empresas emitem primariamente ações ou títulos de dívida, visando o aporte de recursos destinados à liquidação de compromissos de *finance* previamente assumidos junto aos bancos. O sucesso de tal iniciativa depende, porém, da existência de mercados financeiros amplos e organizados, condição necessária para que os títulos emitidos pelas corporações desfrutem de liquidez e ofereçam taxas de retorno desejadas, em ambiente de incerteza Keynes-knightiana. (Vercelli, 1991; Davidson, 2002). Tal é possível sinalizar aos investidores potencialmente interessados em investir em



títulos de renda fixa e variável, em mercados com livre acesso de entrada e saída, no momento que se julgar mais conveniente.

É nesse contexto que a poupança das unidades superavitárias (famílias e/ou empresas) ganham a dimensão que lhe é reservada no financiamento indireto e a posteriori do investimento. Esses mercados secundários, contudo, como salientou Keynes, a par de serem indispensáveis à sustentação dos mercados primários, são impregnados de elementos susceptíveis de provocar flutuações no investimento e, desse modo, gerar instabilidade na atividade econômica. De fato, se por um lado, podem fornecer transparência e liquidez aos títulos negociados, por outro são caracteristicamente dominados por especuladores (instituições financeiras e indivíduos), que são movidos por expectativas de ganhos imediatos provenientes da esperada apreciação dos ativos, e não pelos dividendos que os empreendimentos prometem no longo prazo. Daí se originam expectativas negativas que abalam o estado da confiança dos dirigentes das corporações no momento da tomada de decisão quanto aos investimentos em bens de capital. O efeito dessas expectativas pode também ser observado na interface do processo, na medida que, conforme salienta Keynes, “turva a visão dos banqueiros” quanto ao sucesso dos empreendimentos sob sua consideração, especialmente do ponto de vista de sua capacidade de gerar lucros destinados ao seu tempestivo repagamento dos empréstimos destinados à sua gestação.

No bojo dessas considerações pode-se perceber que o problema fundamental do investimento de longo prazo reside na existência de mercados financeiros organizados, especialmente do ponto de vista do *financing*. O grau de eficiência se reflete na amplitude e profundidade dos mercados de títulos emitidos pelas empresas (primários e secundários) com vistas a financiar suas posições em bens de capital. Isso independe, como se verá em Zysman, da estrutura financeira existente, se baseada em crédito ou em mercado de capitais.

Mais recentemente, porém, a partir dos anos 80, outros fatores têm sido considerados crucialmente determinantes para a consecução dos objetivos inerentes ao *finance-funding*, em particular com relação ao este último. Estamos nos referindo ao crescimento da participação no mercado de títulos corporativos dos investidores institucionais e à qualidade e potência dos mecanismos de regulação e supervisão do sistema financeiro. Com relação aos investidores institucionais, torna-se evidente a sua

importância, na medida que podem carregar grandes carteiras de títulos, sob condições técnicas e de prazo que induzem os mercados a operarem com menor grau de volatilidade. Quanto ao segundo caso, na medida que os mercados e as instituições financeiras sejam efetivamente monitoradas por um aparato regulador e supervisor que compreenda regras estáveis e transparentes, há uma tendência a reduzir-se o grau de incerteza no ambiente dos negócios, o que minimiza riscos associados ao *moral hazard* (Keynes, 1930, 1982) e evita que os bancos adotem medidas restritivas, e.g., racionamento de crédito, tudo isso confluindo em maior estabilidade do sistema financeiro no circuito *finance-funding* do investimento.

Em conclusão, nesta seção procurou-se mostrar que, ao nível agregado, a questão do financiamento do investimento não se resolve mediante o simples esforço de aumento da poupança, como entendido pela ortodoxia neoclássica, porque não existe uma relação direta de causalidade entre poupança e investimento. Ao contrário, a relação existe, mas ela é inversa, na medida que é o investimento a variável responsável pelo incremento na renda e, desse modo, o fator determinante do incremento da poupança. Essas considerações não sugerem que se deva desconsiderar o peso da poupança na análise pós-keynesiana do financiamento do investimento. A sua importância, porém, vai depender da existência de mercados financeiros organizados, capazes de funcionarem segundo os parâmetros de eficiência tal como preconiza essa abordagem. Nesse sentido, instituições eficientes devem operar no circuito *finance-funding* sempre com o objetivo de mobilizar plenamente os fundos gerados no curso da gestação dos projetos de investimento, bem como direcioná-los para o atendimento das necessidades de *funding* das corporações industriais. Nesse sentido, não há como negar que a poupança se iguale ao investimento, mas isso somente será verdadeiro no sentido *ex-post*. O êxito desse processo depende de fatores de natureza microeconômica, mas suas características e resultados são, como destaca Carvalho (1995/6, p. 19), essencialmente de natureza macroeconômica, pois se desenvolvem segundo o princípio da demanda efetiva em Keynes.

## Resumo e conclusão

As idéias expostas neste capítulo revelam os aspectos característicos da evolução do sistema bancário e de crédito, bem como as bases em que assentam o seu funcionamento, em termos de seus objetivos e capacidade de influenciar o comportamento da economia como um todo. Os pontos enfocados nas diferentes abordagens delineiam as visões de importantes correntes teóricas interessadas no estudo do peso relativo das instituições financeiras, enquanto determinantes do problema crucial da economia capitalista, especialmente da questão do investimento, da produção (e do emprego) e as alternativas de financiamento.

Diferentemente da corrente mais ortodoxa expressa em Fama, as demais abordagens enfatizam, embora com diferentes nuances, a importância dos bancos como atores fundamentais do sistema econômico, não só como intermediários financeiros, mas, principalmente, como gerenciadores de ativos e passivos, em atividades nas quais se interpõem como fiadores no processo de criação e destruição de moeda e como gestores de recursos de terceiros. No desempenho de suas funções, os bancos estão dispostos, mas nem sempre, a assumir variados graus de risco visando alavancar seus empréstimos. Nessa linha de ação, o seu intento é poder ampliar as margens de lucro, de modo a garantir o objetivo fundamental do crescimento da riqueza patrimonial, compatível com a sua estratégia de elevar consistentemente seu poder de mercado. Nesse contexto, procuram maximizar lucros em condições de incerteza keynesiana (e.g., Davidson e Minsky), ou em condições de risco ergótico (e.g., Tobin, Gurley-Shaw), ou, ainda, em certas ocasiões, se comportam como agentes avessos ao risco, em face da assimetria informacional (Stiglitz).

Em suma, a estrutura financeira atual, que corresponde, grosso modo, ao estágio V em Chick, é resultado de uma longa evolução, especialmente a partir dos anos 70. Desde então, os mercados financeiros vêm experimentando um processo muito rápido de mudanças e transformações, em função das inovações tecnológicas centradas na economia da informação. Isso se revela na crescente diversificação operacional em produtos, serviços e novos nichos de mercado, em que se destacam os negócios de giro mais rápido no espaço da especulação improdutiva, e.g, securitização e derivativos (Canuto e Laplane, 1995). Nesse ambiente de incertezas e expectativas muito voláteis, amplificam-se os graus de risco

não-seguráveis (Vercelli, 1991), cujos efeitos potenciais têm se tornado cada vez mais difícil de serem controlados pelos Bancos Centrais.

Ao longo dessa literatura tentou-se captar os aspectos considerados mais essenciais de algumas abordagens sobre assuntos que estão direta, ou indiretamente, ligados com os objetivos deste trabalho. Nesse sentido, este *survey* envolveu considerações analíticas aparentemente dispersas e certamente conflitantes. Todavia, a justificativa para a seleção de autores de diferentes escolas de pensamento, como se destacou no preâmbulo deste capítulo, advém do fato de se considerar indispensável a tentativa de compreensão da alternância de concepções teóricas e empíricas envolvidas no processo evolutivo do nosso sistema financeiro, e da própria economia nacional. Assim, supõe-se que o recorte das diferentes teorias aqui referenciadas, com ênfase na escola pós-keynesiana e na vertente institucional zysmaniana, é aquele considerado necessário para dar suporte à investigação e análise de fatores econômicos e institucionais envolvidos com o processo de evolução de um importante segmento do sistema financeiro brasileiro no período 1945-2005.

### 3 O SISTEMA FINANCEIRO PRÉ-REFORMAS DE 1964-65

Neste capítulo, pretende-se apresentar uma visão resumida sobre os aspectos gerais do sistema financeiro brasileiro no período do II Pós-guerra até 1964.<sup>30</sup> Nesse sentido, será abordado o contexto em que ocorreram alguns avanços pontuais no seu funcionamento e na sua composição, esta representada pela criação de novos tipos de instituições financeiras. Será também realçado o fato de que, apesar do caráter inovador daquelas instituições, o sistema se manteve caracteristicamente subdesenvolvido, evidenciando a sua incapacidade para acompanhar uma trajetória de quase duas décadas em que ocorreram profundas transformações econômicas no país.

O capítulo está estruturado em 4 seções. Na primeira, analisa-se a estrutura do sistema financeiro, na qual se destacam as peculiaridades do sistema de autoridades monetárias e suas atribuições, bem como os instrumentos de política monetária de que dispunham para intervir no sistema econômico. Na segunda seção, procura-se mostrar as principais características e objetivos das instituições integrantes do sistema financeiro. A terceira seção se dedica a uma breve análise sobre o estreito segmento do mercado de capitais e o seu principal pilar de sustentação: o sistema de bolsa de valores e o incipiente mercado secundário de ações. Por último, na quarta seção faz-se um comentário analítico sobre os condicionantes da limitada participação do sistema bancário privado na arrancada industrial do Plano de Metas. Ao final, apresenta-se um sumário conclusivo.

#### 3.1 A ESTRUTURA DO SISTEMA FINANCEIRO

##### 3.1.1 O sistema de autoridades monetárias

Em março de 1964, o sistema financeiro brasileiro ainda não contava com uma estrutura unificada de banco central clássico como observado na maioria dos países, apesar das recomendações inseridas no Acordo de *Bretton Woods* (1944), do qual o Brasil foi signatário. Até então, as funções essenciais de autoridade monetária eram pulverizadas

---

<sup>30</sup> A análise apresentada neste capítulo tem como referência principal o relatório do EPEA/MPCE (Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada – Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica), sob o título “Situação monetária, creditícia e do mercado de capitais: diagnóstico preliminar” (1966).

entre vários organismos, a saber: Tesouro Nacional, Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e Banco do Brasil. A esses dois últimos órgãos cabiam as funções típicas de banco central requeridas na época: prestador de última instância, depositário das reservas bancárias e de normatização, supervisão e controle do sistema financeiro. Essas funções eram exercidas através da Carteira de Redescontos, da Caixa de Mobilização Bancária, da Carteira de Câmbio, da Carteira de Comércio Exterior e da Fiscalização Bancária (EPEA/MPCE, 1996, p. 63; Goldsmith, 1986, p. 262).

Em síntese, cabia à SUMOC<sup>31</sup> e ao Banco do Brasil a coordenação e operacionalização da política monetária e financeira do governo. Nesse esquema, o Banco do Brasil enfeixava as funções executivas decorrentes da implementação de tais políticas, pois as carteiras e departamentos responsáveis pelas atividades nessa área funcionavam incorporados à sua própria estrutura operacional, ainda que a Carteira de Redescontos funcionasse com elevado grau de autonomia, cuja diretoria funcionava diretamente subordinada ao presidente da República.

Essa era a estrutura informal de banco central vigente até 1964, a partir da qual funcionava um sistema financeiro caracteristicamente subdesenvolvido (Silva, 1981), cujas funções eram preponderantemente voltadas para o crédito bancário. Tendo em vista que as funções da SUMOC acabaram se restringindo às atividades de normatização e controle, na prática o sistema financeiro tinha o Banco do Brasil como epicentro. Este exercia cumulativamente funções de banco central e de banco comercial, em torno do qual operavam os bancos comerciais públicos e privados, as caixas econômicas federais e estaduais, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, criadas a partir de 1945, e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, criado em 1952.

As emissões de papel-moeda se destinavam basicamente às demandas da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária, as quais eram feitas à margem de uma prévia programação de política monetária. Até a criação da SUMOC, as reservas bancárias eram constituídas e mantidas nos próprios bancos, as quais correspondiam a encaixes obrigatórios de 15% sobre os depósitos à vista, e de 10% sobre os depósitos a prazo. Entretanto, o valor excedente a 20% do saldo global dos depósitos bancários eram

---

<sup>31</sup> A SUMOC era composta por uma Diretoria Executiva e um Conselho Orientador. Este Conselho era integrado pelo Ministro da Fazenda, seu presidente nato, pelo Diretor Executivo da SUMOC, pelo presidente do Banco do Brasil e pelos diretores das Carteiras de Redescontos e de Câmbio e Comércio Exterior.

recolhidos junto à Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB), o qual, ao invés de ser esterilizado, se incorporava às reservas do Banco do Brasil, mediante o pagamento de juros de 1% ao ano.

### 3.1.2 Os instrumentos de gestão monetária

No período em consideração, a política monetária não podia ser exercida em sua plenitude, em face do baixo grau de desenvolvimento financeiro, como se assinalou acima. Uma das interfaces desse problema residia na inexistência de um mercado monetário, através do qual os agentes pudessem acomodar seus problemas de excesso ou insuficiência de liquidez. Em particular, não havia um mercado de títulos públicos e, portanto, inexistia o elemento essencial destinado a lastrear as operações de compra e venda de reservas no curto e curtíssimo prazo. Denota-se, portanto, que os instrumentos de política monetária eram voltados para o campo restrito dos empréstimos de última instância e dos depósitos compulsórios, como se expõe a seguir.

#### Operações de redesconto

A Carteira de Redesconto do Banco do Brasil (CARED) era o emprestador de última instância, atuando em duas distintas linhas de redesconto. A mais tradicional (redesconto normal) era destinada ao reforço da liquidez dos bancos, cujo acesso era restrito àqueles que comprovassem haver sofrido perdas anormais de depósitos. Havia, porém, casos em que se configurava o abuso de certos bancos na utilização do mecanismo, os quais acabaram fechando suas portas. Isso criou um receio entre os banqueiros mais sérios de mostrarem em seus balancetes o grau de endividamento junto à CARED. Assim, em geral os bancos evitavam o redesconto, procurando manter margens próprias para atender situações imprevistas. Só esporadicamente eles usavam essa via de socorro, sendo que alguns preferiam manter uma política de empréstimos muito aquém do que aconselha a prudência normal dos negócios, a fim de nunca necessitarem usar esse mecanismo de socorro financeiro. Quanto à linha extra-limite, que tinha por objetivo o redesconto de

títulos, tratava-se de fato de uma linha de refinanciamento do governo utilizada para apoiar certas atividades, consideradas prioritárias nos setores agrícolas e de exportação.

No caso do redesconto normal, além do fator negativo decorrente da grande manipulação das taxas praticadas pela autoridade monetária, o seu uso era sujeito a restrições quantitativas impostas pela mesma. Isso se dava porque o custo máximo para os tomadores era limitado pelo teto da Lei de Usura de 12% ao ano,<sup>32</sup> muito inferior às taxas efetivas de empréstimos praticadas pelos bancos, em torno de 3 a 3,5 % ao mês, ou mais até, especialmente no período inflacionário dos anos 60. Obviamente, existiam grandes desvios em torno desses valores, dependendo das relações de cada banco com seus clientes.

Nesse contexto, diante da necessidade de se contornar o limite imposto pela Lei de Usura em face da conjuntura inflacionária, os bancos lançavam mão de diversos expedientes irregulares, tais como: cobrança de juros por fora, sem qualquer registro contábil e imposição de sobrecarga sobre as comissões bancárias, e.g., taxas de abertura de crédito, de cobrança, etc. Além disso, exigia-se a abertura de contas vinculadas, através das quais o cliente se obrigava a contrair o empréstimo em valor acima do realmente necessário, permanecendo o excesso de crédito à disposição do banco até a liquidação da dívida, que o remunerava com juros bem menores que os do empréstimo. O inconveniente para os bancos nesse caso era o aumento artificial do depósito compulsório, cujo custo, no entanto, era largamente compensado com a receita obtida com o giro do recurso em suas diversas operações ativas.

### Depósitos compulsórios

Em tese, os depósitos compulsórios eram destinados ao controle das reservas bancárias, visando essencialmente limitar a expansão dos depósitos à vista e dos meios de pagamento. Todavia, tal objetivo dificilmente era alcançado, visto que as reservas drenadas dos bancos, embora constituídas na forma de depósitos à ordem da SUMOC, automaticamente se incorporavam aos encaixes do Banco do Brasil. Dado que este funcionava tanto como autoridade monetária como instituição bancária comercial, tais

---

<sup>32</sup> A “Lei de Usura” se refere na realidade ao Decreto nº. 22.262/1932, a qual somente vai se tornar perempta com a promulgação da Lei 4.357/64, que criou as ORTN, razão pela qual passou a ser conhecida como Lei da Correção Monetária.



recursos não eram efetivamente esterilizados e, portanto, perdiam sua eficácia enquanto instrumento de política monetária.

De fato, o Banco do Brasil podia não só utilizar essas reservas para, sob critérios quantitativos estabelecidos pela SUMOC, financiar o Tesouro Nacional como também realizar empréstimos ao setor privado. Isso equivale a dizer, por exemplo, que um aumento na taxa de compulsório visando controlar a expansão creditícia dos bancos comerciais, acabava se anulando em seus efeitos restritivos, pois os recursos acabavam retornando ao mercado através das operações de crédito realizadas pelo banco oficial, em atendimento às necessidades tanto do setor público como do Tesouro Nacional. Em suma, isso significava, na prática, a devolução integral dos recursos ao mercado, anulando completamente os objetivos do compulsório, enquanto instrumento regulador da liquidez do sistema bancário, em particular, e do sistema econômico em geral.

Por outro lado, quando a SUMOC determinava um contingenciamento do crédito do Banco do Brasil relativamente a esses recursos, a fim de esterilizar pelo menos em parte o volume de liquidez do mercado, como foi o caso verificado na gestão do Ministro Eugênio Gudin, o setor produtivo experimentava séria contração, inclusive com ameaças de deflação, daí resultando uma grande pressão para que o mecanismo continuasse a funcionar como descrito anteriormente. Em síntese, o instrumento do compulsório funcionava como uma válvula de emissão velada, para acomodar a demanda de liquidez do sistema econômico (governo e setor privado), evitando-se, com isso, os impactos negativos sobre o nível de preços decorrentes da adoção de uma política monetária expansionista através da simples emissão de moeda.

#### Operações de mercado aberto

Em face do crescimento do ritmo inflacionário combinado com as limitações impostas pela Lei de Usura, não havia nesse período condições para a emissão de títulos públicos visando o financiamento não inflacionário do Tesouro, de modo que, procurando se defender da inflação, a poupança financeira era carreada para depósitos a prazo fixo e aquisição de títulos privados e outros ativos, tais como ouro, imóveis, moedas estrangeiras e estoques especulativos de mercadorias (Ferreira, 1974, p. 293-6). Assim, era inviável a

existência de operações de mercado aberto, por falta de um atrativo mercado de títulos públicos, tanto no longo prazo como de curto prazo. Na verdade, a emissão de títulos públicos se restringia às Letras do Tesouro Nacional, cuja remuneração pré-fixada era bem inferior às taxas de juros de mercado. Explica-se assim o fato de que somente os bancos se dispunham a adquirir esse título, visto que ele podia ser utilizado para a composição das reservas compulsórias.

Nesse contexto, como a emissão de letras servia para esterilizar parte das reservas dos bancos, mas ao mesmo tempo carregava recursos para o Tesouro, os efeitos práticos da medida se anulavam enquanto operação de mercado aberto. A não ser para esse fim, o interesse dos bancos pelo papel era muito pequeno, dada a sua baixa remuneração em termos de juros nominais, como dito acima, principalmente se se considerar os custos de oportunidade frente aos efeitos das altas taxas de inflação. O mesmo acontecia com o público investidor em geral, o qual era atraído por alguns ativos privados que ofereciam remuneração mais próxima da inflação, como os certificados de participação e as letras de câmbio, cujas principais características eram de mais fácil acesso aos interessados.

Em síntese, o mercado aberto representava um vácuo no contexto da política monetária, pela simples falta de condições objetivas para a criação de ativo mercado de títulos públicos. A política monetária era implementada sob condições extremamente precárias, dada a qualidade dos instrumentos à disposição da SUMOC. A fonte dessa dificuldade era determinada pela orientação tradicional de política econômica, segundo a qual não se deveria restringir a capacidade creditícia do sistema bancário, em especial em se tratando do crédito oficial a cargo do Banco do Brasil. Na seção seguinte pretende-se examinar o funcionamento das regras básicas do sistema de crédito bancário.

### 3.2 AS INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO: CARACTERÍSTICAS E FUNÇÕES

O sistema financeiro vigente no Brasil até 1964 era composto pelas seguintes instituições: bancos comerciais, incluindo-se nesse grupo o Banco do Brasil, as Caixas Econômicas, os bancos de fomento liderados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e as Sociedades de Crédito Financiamento e Investimento. Outras entidades

importantes, dado o seu papel na mobilização de fluxos específicos de poupança, eram os institutos de previdência corporativos e as companhias de seguros e capitalização. Nesse conjunto incluíam-se as bolsas de valores como únicas instituições auxiliares do mercado de capitais. O papel das instituições financeiras, como visto na abordagem de Gurley-Shaw, deveria ser o de intermediários de fluxos de fundos entre agentes superavitários e deficitários, cuja eficiência seria medida pela sua amplitude e pelo seu grau de competitividade. Do lado da oferta, pela disputa de recursos excedentes através da captação de depósitos e emissão de títulos e, do lado da demanda, pela busca de tomadores desses mesmos recursos, interessados em empréstimos ou financiamentos diretos.

De fato, com exceção das Cias. de Seguros, dos Institutos de Previdência e das Bolsas de Valores, as duas primeiras captando recursos para atender obrigações contingentes, e a última classificada apenas como uma instituição auxiliar do mercado de capitais, as demais instituições atuavam como intermediários financeiros, na canalização da oferta de recursos do público para os tomadores em geral, destacando-se o financiamento da demanda empresarial, destinada a suprir as necessidades de crédito para capital fixo e de giro, e, em menor escala, a demanda de bens de consumo duráveis e semi-duráveis. O Banco do Brasil, os bancos comerciais, as caixas econômicas e os bancos de fomento (BNB, Banco de Crédito da Amazônia, Banco de Fomento da Bahia e BNCC) funcionavam como instituições criadoras de moeda, os quais, em 1964, eram responsáveis aproximadamente por 90% do movimento líquido de recursos do sistema, valendo destacar que apenas o Banco do Brasil respondia por cerca de 56% desse montante. Segue-se um breve resumo sobre as características e o papel das principais instituições do sistema financeiro existente até 1964.

### 3.2.1 Os Bancos Comerciais

As reservas dos bancos comerciais incluíam os depósitos compulsórios no Banco do Brasil à ordem da SUMOC, os depósitos livres também no Banco do Brasil, rendendo juros de 1% ao ano, acrescidas dos encaixes em moeda corrente. A variação nos fluxos líquidos dessas reservas dependia naturalmente da decisão dos bancos de alavancarem seus portfólios em conjunto com a sua disposição à tomada de empréstimos de liquidez, cujo

custo era determinado pela diferença entre as taxas de empréstimo e a taxa de desconto. Dadas as dificuldades de se controlar a liquidez pelo lado do crédito, a política monetária procurava contrabalançar a expansão creditícia do Banco do Brasil, mediante a consistente elevação dos encaixes sobre depósitos à vista do resto do sistema bancário, os quais aumentaram de 4% para 28% no período de 1951-1964.

Assim, diante da impossibilidade de redução dos encaixes legais, a expansão dos empréstimos bancários somente era possível pela ampliação dos empréstimos junto à Carteira de Redesconto, ou pela indução do público a uma menor retenção relativa de papel moeda, ou seja, aumentando sua preferência por depósitos à vista. Essa segunda alternativa foi a que de fato acabou sendo escolhida pelos bancos comerciais, observando-se uma considerável redução no quociente de retenção de moeda por parte do público no período.

Para consecução do objetivo de incrementar a participação dos depósitos à vista e de curto prazo nos meios de pagamento, era necessário tão-somente que se expandissem *pari passu* os fluxos de empréstimos. Todavia, em substituição a esse processo natural, os bancos preferiram simplesmente ampliar suas respectivas redes, e/ou melhorar e ampliar os serviços prestados ao crescente número de depositantes. Esse processo se deu tanto pela criação de novas agências, como pela fusão ou incorporação/encampação de casas matrizes, num singular processo de concentração bancária, que, aliás, seria a marca do sistema nos anos 60/70.<sup>33</sup>

Por outro lado, o forte crescimento econômico em ambiente inflacionário nos anos 50, aliado ao esforço dos banqueiros no sentido de se oferecer uma melhoria significativa na prestação de serviços nas agências, contribuiu para relevantes mudanças nos padrões de comportamento do público, o qual demonstrou uma crescente preferência pelos depósitos à vista em relação à moeda manual. Uma evidência disso é que, segundo relatório do Banco Central, os depósitos à vista aumentaram de 68%, em 1950, para 78% em 1964.<sup>34</sup>

Entretanto, releva ressaltar que a expansão da rede bancária indutora do aumento da participação da moeda escritural nos meios de pagamentos não se traduziu no crescimento proporcional do crédito bancário ao público em geral, visto que boa parte do aumento dos depósitos à vista foi canalizada para as autoridades monetárias. No período em

---

<sup>33</sup> Em 1951, existiam 404 matrizes bancárias, as quais foram reduzidas para 328, em 1964. No mesmo período, o número de agências aumentou de 4.038 para 7.377. (EPEA/MPCE, 1966).

<sup>34</sup> Fonte: Banco do Brasil e Banco Central. (EPEA/MPCE, *ibid.*, p. 81-82).

consideração (1951-65), o saldo nominal de depósitos experimentou um aumento de 19% em relação aos empréstimos, registrando-se inclusive uma queda em termos reais nestes últimos, a qual poderia ser maior não fosse a crescente participação do crédito dos bancos estaduais em suplementação aos recursos provenientes das carteiras de crédito agrícola e industrial do Banco do Brasil.<sup>35</sup>

Percebe-se, assim, que em face do esgotamento de seus estoques de depósitos a prazo, as principais fontes de recursos dos bancos comerciais passaram a ser sustentadas pelos depósitos à vista e a curto prazo, cuja participação no total no total dos passivos se manteve praticamente inalterada no período de 1951-64. Em 1951, esses depósitos representavam 91% do total; em 1958, 92,6%; e em 1964, cerca de 89% (EPEA/MPCE, *ibid.*, p. 85). Convém esclarecer, a propósito, que, além da mudança de hábitos da população, que reduziu sensivelmente suas preferências em relação à moeda manual em favor da moeda bancária, a grande fonte de criação de moeda escritural foi a emissão monetária para financiar os crescentes déficits do governo, uma vez que, como aludido anteriormente, naquela época não existia um mercado de títulos públicos capaz de acomodar as suas necessidades de financiamento.

O sistema bancário era composto predominantemente de bancos privados nacionais, aos quais se somavam os bancos públicos estaduais e cerca de 8 bancos privados estrangeiros. Esses bancos eram sujeitos ao regime da Lei Geral de Falências e à supervisão da autoridade monetária, a qual era exercida através de um órgão existente na estrutura da SUMOC denominado Fiscalização Bancária (FIBAN). A expansão da rede bancária seguiu o critério de relativa importância econômica dos estados da Federação, concentrando-se fortemente no eixo Rio-São Paulo-Belo Horizonte, com exceção do Banco do Brasil, cuja extensa rede de 25% do total de agências, em 1964, se deveu também ao caráter de pioneirismo e à prioridade do governo de atender as regiões menos desenvolvidas. Os bancos comerciais atuavam preponderantemente em operações de empréstimo de curto e médio prazo, as quais, via de regra, eram lastreadas por depósitos à vista e a prazo canalizados junto ao setor privado. Eles eram proibidos de emitir debêntures e de realizar negócios com imóveis, exceto os casos destinados às suas instalações.

---

<sup>35</sup> EPEA/MPCE, *ibid.* Vide quadros XIII e XIV, p. 82-3.

Uma notável conseqüência desse processo de expansão da rede bancária foi o aumento consistente da participação dos depósitos à vista nos meios de pagamentos, que alcançou 77,7% em 1964, revelando um alto grau de confiança da população no sistema bancário. Todavia, como se aludiu, esse aumento do depósito escritural não serviu de equivalente contrapartida para o aumento do crédito bancário privado, o que indica que os beneficiários desses recursos foram as autoridades monetárias. O dado mais importante a reter nesse processo diz respeito ao fato de que a mudança no comportamento do público relativamente aos seus haveres gerou conseqüências importantes para a atividade econômica, em razão de se potencializar o grau de alavancagem dos empréstimos, ainda que fortemente concentrados no Banco do Brasil.

O critério para instalação de novas agências se baseava no regime de concessão de patentes. Nesse sentido, a SUMOC, a quem cabia a autorização de novas unidades, norteava suas decisões pela política de favorecer locais deficientemente assistidos pela rede bancária existente. Cabe ressaltar que, o crescimento da rede bancária em geral e no Norte-Nordeste, em particular, se deu através do processo de aquisição ou incorporação de instituições menores ou consideradas em fase de consolidação. Esse processo inicial de concentração bancária foi induzido pela própria autoridade da época (SUMOC), que entendia mais salutar e racional, do ponto de vista do controle e fiscalização, a expansão da rede de filiais em paralelo ao enxugamento das casas matrizes. Em conseqüência, no final de 1964, que representa um marco importante nesse processo de concentração, de um total de 346 casas matrizes, apenas 13% eram responsáveis por cerca de 70% dos depósitos e empréstimos e por 68% dos encaixes do sistema bancário comercial.

Essa é uma característica da política financeira do governo, que vai influenciar profundamente o modo de atuar do sistema bancário, em suas atividades de captação de depósitos e concessão de crédito, haja vista que o processo de concentração estimulou a formação de oligopólios financeiros pouco interessados na assistência financeira localizada nos diferentes pontos do país. Vale dizer, sem motivação para desenvolver mecanismos de financiamento de negócios nascentes, a partir das vantagens naturais de diferentes localidades e microrregiões. Como reflexo desse desequilíbrio, basta citar que regiões cujas economias eram baseadas em atividades agrícolas ou de extração mineral eram fornecedoras líquidas de recursos canalizados pelo sistema bancário, os quais eram

destinados ao atendimento da demanda de crédito do setor privado em grandes centros urbanos, ou do próprio governo.<sup>36</sup> A notável exceção, no caso, foi o Banco do Brasil, que, como se verá em seguida, oferecia suas diferentes linhas de crédito em apoio às atividades típicas do interior do país, especialmente a agricultura e o comércio, cuja contrapartida em termos de excedentes dos agentes locais não era, porém, suficiente para compensatoriamente satisfazer as demandas desses segmentos, significando que a instituição operava quase sempre “superaplicada” em base aos recursos captados junto àquelas comunidades.

### 3.2.2 Banco do Brasil

Tradicionalmente, o Banco do Brasil exercia um grande peso dentro do sistema bancário comercial. Sua importância não decorria apenas de suas atividades enquanto banco comercial, mas também, como já mencionado, por ser o responsável pela grande massa de crédito direcionado para os setores e locais menos atraentes para os demais bancos, tais como a agricultura e o pequeno comércio fora dos grandes centros urbanos, notadamente o eixo Rio-São Paulo-Belo Horizonte. Nesse sentido, ele cumpria as determinações do governo federal, seu acionista majoritário, do qual era (e continua sendo) o seu principal agente financeiro. Antes da reforma bancária aprovada no final de 1964, o Banco do Brasil compunha o sistema de autoridades monetárias juntamente com a Superintendência Executiva da SUMOC, sob orientação do Conselho desta. Ele exercia, na prática, as funções de operador da política monetária, através dos mecanismos de redescontos aos bancos comerciais, a cargo da CARED, de depositário das reservas bancárias e em moeda estrangeira e de gestor das operações oficiais de câmbio, através da carteira de câmbio (CAMIO).

Enquanto banco comercial, suas operações de empréstimos e financiamentos eram realizadas através de duas grandes carteiras de crédito: agrícola e industrial (CREAI) e crédito geral (CREGE). Cabe enfatizar que as operações da CREAI eram direcionadas para atender certos setores amparados pela política oficial de crédito, mediante a concessão de

---

<sup>36</sup> A esse respeito, vide Amado: “Moeda, Sistema Financeiro e Trajetórias de Desenvolvimento Regional Desigual”. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea* (1999).

condições mais favoráveis que as praticadas pelo mercado, particularmente em termos de prazos mais amplos, juros mais baixos e flexibilidade nas exigências de garantias. Dentre os setores considerados prioritários pelo governo, incluíam-se os empréstimos ao setor agropecuário destinados ao custeio no período de entressafras, à aquisição de insumos e animais na pecuária de corte e produção de leite, e ao setor industrial visando a aquisição de equipamentos e matérias-primas diversas.

Dada a sua importância para o crescimento do sistema financeiro nacional, cabe tecer um rápido comentário sobre a evolução histórica da Carteira de Redescontos. No curso das reformas dos anos 20, criou-se na estrutura do Banco do Brasil a Carteira de Emissão e Redescontos. A faculdade de emissão de moeda foi logo transferida ao Tesouro Nacional, restringindo-se as operações da Carteira apenas às funções de desconto. Após alguns percalços, ela foi consolidada no início do regime do Estado Novo, sendo-lhe permitidas, com exclusividade, as operações de desconto de letras de câmbio, notas promissórias, duplicadas e *warrants*.

Conquanto tivesse perdido, em 1945, o monopólio do desconto para outros bancos comerciais, a Carteira de Redescontos continuou a exercer um grande poder em termos de empréstimos de última instância ao sistema bancário comercial, incluindo-se o próprio Banco do Brasil, já que possuía contabilidade própria. Embora seu presidente nato fosse o próprio presidente do Banco do Brasil, ela operava sob comando de um diretor nomeado pelo presidente da República, o qual era auxiliado por um conselho de administração composto por representantes do governo e do setor privado. O governo exercia, assim, através da CARED, grande influência no tocante à formulação e implementação de políticas gerais de desconto, bastando citar que ao seu Conselho cabia a decisão de aprovar pleitos além do limite normal preestabelecido, isto é, acima do equivalente ao capital mais reservas dos bancos comerciais.

Dentro da estrutura do Banco do Brasil, além da Carteira de Desconto, também funcionava a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB), subordinada formalmente à SUMOC, a qual exercia o efetivo papel do prestador de última instância. Nessa condição, concedia assistência financeira destinada emergencialmente a recompor a liquidez das carteiras de empréstimos dos bancos comerciais, seja especificamente em face de perdas sazonais de depósitos ou de elevação do risco de liquidez envolvendo instituições



do sistema bancário, seja em razão da inadimplência de obrigações contratuais por parte dos tomadores finais.

Ao lado dessas duas estruturas típicas de autoridade monetária, funcionava também, desde 1938, a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, a qual exercia atividades típicas de banco central na área de câmbio, abrangendo funções de normatização e operacionalização executiva em termos de centralização, fiscalização e controle das operações cambiais. O *modus operandi* e as atribuições da Carteira de Câmbio sofreram sucessivas alterações, com a criação da Carteira de Exportação e Importação (CEXIM), em 1942, e da Carteira de Comércio Exterior (CACEX), em 1953, esta passando a operar sob orientação normativa do Conselho da SUMOC. Essas alterações institucionais foram motivadas basicamente pela necessidade de reorientação e adaptação requeridas pela adoção de mecanismos de controle cambial mais eficiente do ponto de vista das políticas globais de gestão do balanço de pagamentos, especialmente em razão das novas políticas de câmbio introduzidas pelos sucessivos governos ao longo da década de 50 e na primeira metade dos anos 60. (EPEA/MPCE, p. 187-9).

### 3.2.3 Caixas Econômicas

As Caixas Econômicas, uma das instituições mais tradicionais do sistema financeiro, funcionaram, até o início dos anos 70, sob jurisdição federal e estadual. Em 1970, o governo unificou as caixas econômicas federais existentes nas principais unidades da Federação, dando-lhes a designação única de Caixa Econômica Federal. As instituições estaduais remanescentes foram paulatinamente extintas, seguindo-se a política do Banco Central de impedir a existência de instituições financeiras sob jurisdição dos governos estaduais.

Do ponto de vista da estrutura do sistema financeiro, essas instituições sempre funcionaram como instituições bancárias no sentido estrito do termo, captando depósitos populares, à vista e a prazo, e canalizando-os para empréstimos hipotecários, sob penhor e em conta corrente, e para aquisição de bens duráveis. Na realidade, como o grosso de suas operações se concentrou, até 1964, na captação da pequena poupança e nos empréstimos para aquisição da casa própria, elas atuavam nos moldes dos *saving banks* americanos, cuja

extensa rede de filiadadas as converteram nas principais instituições do sistema de crédito imobiliário sob garantia de hipotecas.

O volume de empréstimos e captação dessas instituições bancárias tornou-se cada vez menos expressivo, em virtude da elevação das taxas de inflação, especialmente a partir dos meados da década de 50 e das limitações impostas pela Lei de Usura. Assim, a partir do momento em que a expectativa de inflação era superior ao teto da taxa de juros de 12% ao ano, ocorria uma dupla restrição ao sistema. Por um lado aumentava o desestímulo à oferta de poupanças via depósitos populares e a prazo, reduzindo a capacidade de novas contratações de empréstimos imobiliários. Por outro lado, como se tratava de financiamento a prazos dilatados, por mais que as taxas nominais de juros dos contratos se aproximassem do teto da Lei de Usura e, eventualmente, até a ultrapassasse em função da incorporação de taxas de administração, de abertura de crédito e outras no custo da operação, uma taxa de inflação que rapidamente superasse os 12% ao ano na direção de 20%, ou mais, se traduzia num retorno real negativo dos empréstimos imobiliários.

Nessas circunstâncias, as prestações contratuais mal podiam cobrir os juros das operações de empréstimo e, em casos extremos, não conseguiam cobrir sequer os seus custos de cobrança. Os fortes prejuízos daí decorrentes descapitalizavam o sistema, revelando sua crescente incapacidade de realização de novos financiamentos, e até mesmo a de honrar os cronogramas de liberação de recursos previamente aprovados nos contratos de produção e comercialização de unidades residenciais e comerciais. Esses desequilíbrios provocados pela inflação frente à Lei de Usura, e amplificados em face do uso político dos recursos dessas instituições<sup>37</sup>, impuseram uma severa depressão no sistema, praticamente decretando a falência das caixas econômicas em sua principal atividade emprestadora.

#### 3.2.4 Bancos de desenvolvimento

Uma das poucas iniciativas no sentido de diversificação do sistema financeiro nacional no período em consideração foi a criação, em 1952, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Essa instituição foi criada para funcionar como banco de fomento, tornando-se o instrumento central de intervenção do governo no campo do

---

<sup>37</sup> Vide Banco Mundial – Brasil: Análise dos Sistemas Financeiros. 1985, p. 35.

desenvolvimento econômico. O seu objetivo era dar suporte financeiro aos programas e projetos de reaparelhamento econômico destinados à expansão da base produtiva em setores considerados estratégicos para sustentação do processo de industrialização do País. Nesse sentido, o banco iniciou a sua atuação como agente de financiamento da infraestrutura econômica necessária à viabilização e aceleração do crescimento econômico de modo a ampliar e consolidar o modelo de substituição de importações iniciado nos anos 30. Coube-lhe, assim, a gigantesca tarefa de “(...) assegurar o financiamento indispensável à realização de obras, projetos ou programas que visem a instalação, reaparelhamento ou ampliação de sistemas de transportes e portos, sistemas de energia elétrica, indústrias básicas e de agricultura, armazéns, silos, matadouros e frigoríficos”. (Revista do BNDE, 1964).

As condições de empréstimo do banco eram definidas a partir de análises de viabilidade econômico-financeira, bem como de sua prioridade ou conveniência no contexto do modelo de desenvolvimento, além de naturalmente assegurar a rentabilidade operacional adequada às diferentes características das suas fontes de recursos, as quais vieram a compor a base de seu capital. Tais fontes foram inicialmente constituídas mediante a criação, através de lei, do adicional de 15% sobre o imposto de renda, de depósitos de diferentes órgãos e instituições financeiras governamentais, a nível federal, estadual e municipal. A essas fontes domésticas se somavam recursos externos oriundos do BID destinados ao financiamento de pequenas e médias empresas, do Fundo Alemão de Desenvolvimento, e dos empréstimos provenientes da contrapartida de importações dos EUA, e.g., Fundo do Trigo.

No mesmo ano de criação do BNDE foi instituído o Banco do Nordeste do Brasil, e, um pouco antes, em 1950, o Banco da Borracha foi transformado em Banco do Crédito da Amazônia. Embora possuindo uma carteira comercial em sua estrutura, esses bancos tinham como um dos principais objetivos o fornecimento de crédito para fomento industrial em suas respectivas regiões de atuação.

### 3.2.5 As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento

A criação dessas instituições financeiras se deu em resposta aos constrangimentos impostos pela Lei de Usura, em conjugação com a alta persistente de preços, na busca de solução para o problema representado pela carência de fontes de financiamento de médio e longo prazo. Essa era uma questão visível e altamente preocupante do ponto de vista da necessidade de sustentação da trajetória de crescimento do mercado de bens de consumo duráveis e semi-duráveis e, portanto, da própria sustentação do ritmo de crescimento da atividade econômica. A partir do pós-guerra, esse problema se tornara crucial, em face da limitada capacidade e a disposição mesma dos bancos comerciais de atuarem nessa área, pois suas políticas de crédito passaram a priorizar as operações de empréstimo de curto prazo.

Assim, na tentativa de contornar esse óbice e visando atender a crescente demanda de crédito com prazo de duração mais compatível com a capacidade de pagamento dos tomadores, a solução do problema residiu na criação de mecanismos capazes de compatibilizar as características dos demandantes e ofertantes de recursos, especialmente do ponto de vista de prazos mais alongados e perspectivas de taxas de retorno capazes de, pelo menos, compensarem as perdas geradas pela inflação. Em 1946, surgiram as primeiras “financeiras”, cujos negócios vão se ampliar de modo relevante somente a partir do final da década de 50, quando se consolida a implantação, em grande escala, de inúmeros projetos industriais no segmento de bens de consumo duráveis e de bens de capital, especialmente no eixo Rio-São Paulo.

Essas instituições financeiras não tinham inicialmente uma definição muito clara quanto às suas funções e áreas de atuação, isto é, não havia uma delimitação precisa das prioridades que deveriam observar, nem regras que definissem seus campos de atuação enquanto intermediários financeiros voltados para os mercados de crédito e de capitais. De fato, somente treze anos após seu aparecimento no mercado, o governo veio a regulamentar suas competências e regras de funcionamento (EPEA/MPCE, 1966, p. 134). Nesse sentido, procurou-se distinguir os campos de atuação das Sociedades de Crédito e Financiamento das Sociedades de Investimento. As primeiras deveriam atuar em operações de crédito de médio e longo prazo lastreadas com fundos obtidos através da emissão de letras de câmbio.

As segundas deveriam se concentrar no mercado de títulos mobiliários, envolvendo transações com títulos de renda fixa e variável, tais como ações, debêntures, letras hipotecárias e títulos do Tesouro. Entretanto, não obstante houvesse essa divisão de campos de competência, a mesma regulamentação permitiu o funcionamento de um tipo misto envolvendo operações nos mercados de crédito e de capitais, o qual acabou prevalecendo, dadas as possibilidades de flexibilização do processo de alavancagem dos negócios do ponto de vista da acomodação dos interesses dos agentes superavitários e deficitários, tal como visto na análise de Gurley e Shaw (1955, p. 515-6).

Apesar do crescente potencial de oferta e demanda de fundos, esses intermediários financeiros se deparavam com grandes dificuldades para contornar o problema da inflação e o teto de juros de 12% ao ano imposto pela Lei de Usura. A saída legal para esse impasse foi a adoção do engenhoso mecanismo denominado “fundos de participação”, nos quais os depósitos e empréstimos eram substituídos por contratos firmados por doadores e tomadores de recursos. Esses contratos davam origem a “contas de participação”, nas quais eram consignados os direitos e obrigações respectivamente dos ofertantes e demandantes de fundos de empréstimo. Assim, o problema referente à Lei de Usura era contornado, pois as receitas contratuais provenientes dos juros não eram contabilizadas como tal e, sim, como lucros, cujos limites eram livremente ditados pelas condições de mercado.

Uma alternativa mais bem sucedida destinada a também evitar os rigores da Lei de Usura, embora não garantisse retorno real em épocas de alta inflação, foi a adoção do sistema de letras de câmbio (Almeida, 1980, p. 190). Tratava-se, na realidade, de uma espécie de securitização de títulos emitidos primariamente (duplicatas e notas promissórias) como lastro (colateral) de uma operação de dívida contraída a partir de uma transação real realizada pelos tomadores com seus clientes (e.g., financiamento direto de bens e serviços). Com base no lastro representado pelas duplicatas e notas promissórias, efetivava-se a emissão de letras de câmbio pelos favorecidos (sacadores), cujos aceites pelas SCFI viabilizam a sua comercialização no mercado de títulos. Uma vez acertado o percentual de deságio e feita a adequação de prazos de vencimento, sua colocação junto aos investidores era intermediada por instituições atuantes no mercado de capitais.

Todavia, os elevados encargos provenientes da cunha fiscal e dos custos de transação envolvidos no processo de intermediação (Almeida, 1980, p. 193; EPEA/MPCE,

1966, p. 139) foi um dos fatores que impediram o desenvolvimento do mercado de letras de câmbio em ritmo condizente com o crescimento da economia. Além disso, o mecanismo do deságio se constituía numa fonte de variadas distorções no mercado. De um lado, dada a grande competitividade do mercado demandante de crédito, havia a disposição de se onerar excessivamente os tomadores com taxas de juros crescentes, muito acima das expectativas de inflação. De outro lado, os ofertantes de fundos não eram adequadamente remunerados, na realidade se sujeitando a taxas de retornos reais negativas, o que obviamente desestimulava a formação de um mercado mais amplo de fundos, capaz de sustentar as crescentes necessidades de crédito de médio prazo da economia.

Enfim, o mercado de letras de câmbio funcionava com elevado grau de elasticidade juros, tanto do lado da oferta como da demanda, mas era notória a carência de dispositivos regulatórios, públicos e privados, capazes de garantir a eficácia e transparência nas regras de seu funcionamento. Com isso, parcela substancial da poupança financeira era induzida a desviar-se para o “mercado paralelo”, em aplicações especulativas e ilegais em títulos,<sup>38</sup> ou a imobilizar-se na aquisição de ativos estéreis, inteiramente dissociados das necessidades de sustentação do crescimento econômico.

Outros fatores podem ser alinhados nesse sentido, como a inexistência de um amplo número de agentes com habilidade e estrutura para o desenvolvimento desse mercado, do ponto de vista da oferta de fundos, isto é, em condições de atrair concorrencialmente os investidores (poupadores) para os negócios com letras de câmbio. Nesse contexto, as SCFIs e as organizações que com elas compartilhavam dos negócios (companhias subsidiárias, corretoras, distribuidoras, bolsas de valores, etc) procuravam tirar o máximo proveito da sua condição de quase monopólio no mercado de oferta de fundos. Conseguiram auferir altos ganhos no curso do processo de intermediação, sem atentarem, contudo, para as vantagens de ganhos de escala decorrentes do crescimento sustentado da demanda de bens duráveis. Ademais, o próprio governo contribuía para o processo de estreitamento do mercado de letras de câmbio, ao impor taxaçaõ excessiva sobre os deságios, os quais, dada a aceleração inflacionária, se traduziam em ganhos meramente nominais. Isso significava

---

<sup>38</sup> Referem-se a aplicações em “letras diretas”, representadas por duplicatas ou notas promissórias colocadas diretamente no mercado pelos seus emitentes, cuja remuneração eram muito superior à do mercado (Almeida, 1980, p. 191).

obrigar os poupadores ao pagamento de imposto de renda sobre rendimentos reais inexistentes e, em alguns casos, até mesmo negativos.

### 3.3 O INCIPIENTE MERCADO DE CAPITAIS: BOLSA DE VALORES E MERCADO DE AÇÕES

A economia brasileira tem uma longa tradição de negócios através das bolsas de valores. Todavia, o mercado de ações, normalmente considerado como a principal fonte de financiamento corporativo no segmento de mercado de capitais, não conseguiu desenvolver-se como alternativa eficaz ao mercado de crédito, no qual, como se viu, era dominante a atividade bancária comercial. Por outro lado, o processo de industrialização sofreu vários percalços ao longo da “República Velha”, em face da predominância das atividades agrícolas e de comércio exterior. Essa é, certamente, a principal justificativa para não crescimento do mercado de capitais como fonte importante de financiamento de longo prazo.

Em 1964, as bolsas de valores funcionavam nas principais capitais, destacando-se as de caráter nacional (Rio de Janeiro e São Paulo), e as regionais (Belo Horizonte, Porto Alegre e Curitiba). A sua organização institucional era, porém muito deficiente, funcionando quase que à semelhança de cartórios. Seus proprietários e beneficiários exclusivos eram os denominados “corretores de fundos públicos” nomeados pelo governo, cujos direitos eram transmitidos aos filhos herdeiros. Esses corretores exerciam também, com direito de monopólio, igual função no mercado de câmbio, à qual, por lhes garantir uma remuneração permanente e relativamente mais estável, era concedida prioridade em relação ao mercado de ações.<sup>39</sup> Esta era a razão segundo a qual não havia por parte desses agentes a preocupação de se fomentar os negócios com ações, tanto no mercado primário como no secundário. A exceção era a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro que, de acordo o estudo mencionado acima, naquela época era a única a mostrar um certo grau de interesse no desenvolvimento do mercado de ações.

Assim, embora fosse um segmento tradicional da estrutura financeira do país, o desempenho das bolsas de valores, medido pelo volume de transações como proporção do

---

<sup>39</sup> Revista Conjuntura Econômica (Estudo especial, 1974, p. 89-92).

PIB, foi praticamente insignificante desde o II pós-guerra até o advento da Lei da Reforma do Mercado de Capitais (1965). Dentre as transações realizadas nas duas principais bolsas de valores destacavam-se as operações com ações, letras de câmbio e as letras de importação emitidas pelo Banco do Brasil. De um modo geral, as conclusões sobre o desempenho das bolsas de valores não são favoráveis como mecanismo de influência indireta na formação e alocação de poupança, podendo-se apontar diversos fatores explicativos dessa situação, o que será analisado mais adiante.

Como observado na maioria dos países desenvolvidos, um dos principais ativos negociados nas bolsas de valores são as ações, cuja emissão primária representa um dos canais mais eficientes de captação de recursos destinados ao financiamento externo da aquisição de bens de capital. Todavia, para que isso se converta em realidade, é necessário que as bolsas consigam atrair um fluxo cada vez maior de agentes interessados no processo de garantir liquidez aos títulos nela negociados. Isto é, as bolsas devem se constituir em ativos mercados secundários, de modo que os investidores possam ter condições facilitadas de “entrada” e “saída” do mercado. No caso do Brasil, o volume de negócios com ações foi extremamente baixo no período, comparado com o de outros países, o qual foi decaindo desde 1947 até chegar a um piso de 0,5% do PIB, em 1959. Em 1964, registrou-se uma recuperação quando representou 1,9% do produto.<sup>40</sup>

Essa é uma questão enigmática e aparentemente difícil de se explicar para uma economia que logrou elevados índices de industrialização e crescente número de sociedades anônimas dispostas a se capitalizarem em condições menos custosas e instáveis, especialmente em tratando de um mercado em que era evidente a escassez de oferta de recursos para atender as necessidades de investimentos de longo prazo. Com efeito, embora as empresas mostrassem tradicionalmente forte preferência pelo autofinanciamento, a oferta desses títulos poderia se tornar cada vez mais atraente, pelo menos por duas razões. Primeiro, por se tratar, nas circunstâncias, de financiamento mais apropriado para acelerar programas de investimento de longo prazo. Segundo, seria auspicioso, na perspectiva de uma política de bem-estar econômico, atrair a parceria de investidores através da abertura e democratização do capital, fatores esses amplamente reconhecidos como determinantes do aumento de eficiência e competitividade das corporações industriais. Do lado da demanda,

---

<sup>40</sup> EPEA/MPCE, 1966, p. 156.



deveria haver também sinais favoráveis, pois os agentes poderiam ser incentivados a mudar suas preferências em face das vantagens que poderiam obter pela diversificação de seus portfólios, na medida que optassem por ativos relativamente mais líquidos e rentáveis, especialmente considerando uma conjuntura inflacionária cada vez mais desfavorável a partir da metade dos anos 50.

O mercado de ações deveria, assim, ter experimentado uma atração crescente como alternativa de aplicação de capital, em função das expectativas otimistas quanto ao retorno esperado dos investimentos. O ambiente econômico possibilitava a formação de expectativas favoráveis em torno da expansão e diversificação da atividade produtiva e das transformações tecnológicas que isso induzia, decorrência do elevado ritmo de industrialização verificado naquele período. Nesse contexto, não obstante as conturbações que caracterizaram o ambiente político, a *performance* de um grande número de empresas atuantes em vários setores da economia sinalizava a possibilidade de crescimento sustentado de seus lucros.

Todavia, o mercado de ações se manteve apático ao longo de toda aquela trajetória de vigoroso crescimento econômico, cujo desempenho permaneceu muito aquém de seu potencial. Os investidores preferiram canalizar suas poupanças com o objetivo de diversificação e/ou ampliação de portfólios, direcionando-as, porém, para a aquisição de ativos de menor liquidez ou de rentabilidade real mais baixa, tais como imóveis comerciais e residenciais, glebas, moedas e depósitos estrangeiros, ou ainda voltados para a aquisição de letras de câmbio ou de certificados, os quais, como já vimos, se constituíam no máximo, com uma “segunda melhor opção”.

As razões que induziam os agentes a se comportarem abaixo do ótimo em relação às suas escolhas de ativos poderiam ser explicadas: i) pela forte ilusão monetária provocada pela aceleração inflacionária, cuja trajetória caminhava para um descontrole da inflação, o que de fato aconteceu no início do último ano do período; ii) pelo ambiente fechado característico da maioria das sociedades anônimas, as quais, na ausência de um aparato regulatório, não eram induzidas à abertura do capital e, quando o faziam, preferiam não produzir informações transparentes destinadas ao público (real ou potencial) interessado em investir em ações; iii) pela ação de especuladores cujo comportamento acarretava grandes flutuações na bolsa, especialmente no final do período 1963-64; iv) pelas flutuações

inesperadas nos preços, ocasionadas pela entrada de grande massa de investidores, por restrição ou redução das facilidades de crédito, entrada de produtos concorrentes, conjuntura política adversa, etc; e, v) pela percepção de investidores, que, de um lado, desconfiavam da capacidade da manutenção de liquidez, no curto prazo, das novas emissões de ações, e, de outro, acreditavam que os preços das principais ações negociadas em bolsa estavam muito elevados do ponto de vista do quociente preço/lucro, o que no mínimo desestimulava a entrada de novos investidores no mercado.

Desse modo, a conjugação dos fatores alinhados acima, aliada à inexistência de instituições e agentes com habilidades para se tornarem eficientes *market-makers*, explicam a manutenção de limites estreitos desse segmento do mercado de capitais. De fato, a contínua valorização dos preços das ações durante o período que vai de 1956 a 1962, exceto 1957, se deveu aos negócios concentrados em cerca de 30 *blue-ships*. Essas valorizações foram superiores aos índices de custo de vida, significando uma razoável proteção contra perdas inflacionárias.

O fato essencial a destacar no bojo dessas considerações é que a intensificação do ritmo inflacionário limitou grandemente o desenvolvimento normal do mercado de capitais no período considerado, tanto do lado dos investidores como das instituições intermediárias. A escalada de preços desestimulou a formação, em bases relativamente mais sólidas, de um mercado de títulos em que os papéis emitidos primariamente pudessem convalidar expectativas de retorno real dos capitais aplicados na moeda corrente, já que esta sofria uma desvalorização que acabava quase sempre superando as estimativas mais ousadas do mercado. Obviamente, como os contratos, por mais tecnicamente bem elaborados que fossem, não podiam refletir o comportamento futuro dos preços (e das taxas de juros reais), o resultado foi o não desenvolvimento de um mercado de capitais adequado às necessidades de financiamento do crescimento econômico iniciado no II pós-guerra e acelerado a partir dos meados da década de 50. Isso incentivou, como visto anteriormente, o surgimento de mecanismos alternativos considerados mais atraentes como forma de remuneração da poupança financeira, visando em especial, contornar os limites draconianos da Lei de Usura.

### 3.4 ALGUNS ASPECTOS RELACIONADOS COM O FRACO DESEMPENHO DOS BANCOS PRIVADOS NO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

Na avaliação dos *policy-makers* e críticos pertencentes à visão dominante de então, e.g., Eugênio Gudim, Gouveia de Bulhões, Roberto Campos, Mário Simonsen, dentre outros,<sup>41</sup> os principais entraves a uma maior participação dos bancos no financiamento da formação bruta de capital nesse período poderiam ser resumidos em três pontos importantes, os quais tinham estreita ligação entre si: i) baixa capacidade de poupança das unidades familiares; ii) desvio dos fundos disponíveis do processo de financiamento da produção e do investimento; iii) existência de distorções econômicas originárias da aceleração inflacionária.

Com relação à escassez de poupança e o seu parcial desvio para atividades “improdutivas”, o problema central residia nas taxas de juros reais negativas das aplicações realizadas no mercado de capital. Essa anomalia tinha origem, como já se disse, nos entraves da Lei de Usura frente à conjuntura crescentemente inflacionária, ainda que alguns engenhosos mecanismos tenham sido criados para incentivar os investidores do mercado de capital. Em conseqüência, registrava-se uma tendência de desvio da oferta de fundos para bens de consumo e para ativos reais, ou, conforme Almeida (1985), para aplicações especulativas no mercado paralelo. Em suma, na visão daqueles autores claramente inspirada na análise wickselliana, a poupança dependia de taxas de juros reais positivas, e somente sob essa condição estariam previamente garantidos os fundos necessários para lastrear os projetos de investimento de longo prazo.

De acordo com outras avaliações do problema de escassez de financiamento privado de longo prazo, e.g., Cruz (1994) e Montoro Filho (1982), a explicação de caráter mais estrutural é relacionada com o fato de que a estratégia substitutiva de importações do Plano de Metas se assentou na conhecida figura do “tripé”, no qual, desde o início, tornou-se dominante a participação de empresas estrangeiras e estatais. No primeiro caso, destaca-se a implantação de pesadas estruturas industriais altamente concentradas e oligopolizadas,

---

<sup>41</sup> Algumas opiniões desses economistas constam do livro de Biderman *et. al.*: “Conversas com Economistas Brasileiros” (1997).

obedecendo ao velho padrão fordista, cujo exemplo paradigmático é a indústria automobilística. No segundo caso, salientam-se os pesados investimentos em infra-estrutura e na produção de bens intermediários. Em ambos os casos, exigiam-se aportes consideráveis de fundos de médio e, principalmente, de longo prazo. O terceiro integrante do “tripé” era as empresas privadas nacionais, caracteristicamente de médio e pequeno porte, a quem restou a participação parcial na produção de bens de consumo alimentar e semi-duráveis, as do setor de construção civil, as quais optavam preponderantemente pelo autofinanciamento, exceto os casos que tinham nas caixas econômicas e nos fundos de previdência as suas fontes de financiameto.

É evidente, portanto, que essas estruturas de mercado e a forte predominância da propriedade do capital estrangeiro na estratégia de industrialização do Plano de Metas, foram determinantes no processo de quase exclusão dos bancos comerciais no financiamento do investimento em capital fixo e dos correspondentes requisitos de capital de giro. A explicação para isso reside no fato de que, ainda que desejasse participar de tal processo, o sistema financeiro privado não dispunha de escala financeira e habilidades suficientes para a alavancagem de operações de longo prazo, considerando o volume e o ritmo dos investimentos programados no setor industrial. Em face dessa restrição estrutural, a estratégia incorporada na política global do governo considerou as seguintes fontes principais de financiamento externo: i) as empresas estatais e autarquias deveriam contar com os fundos do BNDE; ii) as empresas privadas domésticas, com os incentivos e isenções fiscais e o crédito subsidiado proveniente de bancos públicos (Banco do Brasil e alguns bancos regionais e estaduais com carteira de fomento); e, iii) as empresas estrangeiras, com empréstimos externos e investimento de risco lastreados em importações de bens de capital sem cobertura cambial.

Relativamente às outras razões de natureza econômica e institucional para a não participação dos bancos comerciais no modelo de crescimento do Plano de Metas há um relativo consenso em torno dos problemas subjacentes à escalada inflacionária combinada com os efeitos deletérios da Lei de Usura, que determinaram a persistente redução dos seus principais fundos, especialmente os depósitos a prazo. Cabe frisar, a propósito, que a relativa escassez de fundos dos bancos comerciais era apenas uma justificativa parcial, visto que eles poderiam ser incrementados na razão direta da capacidade de se criar moeda-

crédito, conforme se demonstra na análise pós-keynesiana do modelo de financiamento *finance-funding*.

Com efeito, em face desses fatores estruturais e conjunturais, mesmo após a consolidação do Plano de Metas, as grandes empresas estrangeiras e inúmeras outras que vieram participar da base de apoio às suas plantas industriais preferiram a alternativa de complementar os seus recursos próprios (autofinanciamento) com empréstimos de suas matrizes, cuja estratégia de crescimento e diversificação de linhas de produção obedeciam as suas próprias diretrizes, visando a consecução de objetivos relacionados com metas de crescimento e *market-share*. Cabe acrescentar que, a partir de 1962, quando o governo adotou uma política de restrição à remessa de lucros, as empresas estrangeiras passaram a suprir boa parte de suas necessidades de capital mediante a tomada de empréstimos junto às respectivas matrizes e ao mercado de eurodólares, descartando a alternativa do autofinanciamento via reinversão de lucros. A razão disso pode ser explicada pelo fato de que as posteriores remessas destinadas ao repagamento de dívidas não sofriam qualquer restrição legal. Essa hipótese é importante à margem das considerações acima, porque ela vai explicar o aumento do influxo de capital externo que se estabelece após o PAEG.

#### Sumário e conclusão

No período em consideração, a economia brasileira experimentou profundas transformações em sua base produtiva, a partir das quais o setor industrial passou a ser o seu centro mais dinâmico. O crescimento econômico se deu em todas as áreas, ensejando um elevado ritmo de crescimento do PIB, associado a profundas mudanças na composição da demanda agregada, em especial no tocante a bens de investimento e de consumo duráveis. Todavia, essa grande expansão econômica se deu de forma dissociada e, até certo ponto, independente da estrutura do sistema financeiro vigente, especialmente do lado da formação de capital. Com isso, denota-se que, com exceção das agências oficiais de crédito (notadamente o Banco do Brasil e o BNDE), o setor financeiro, no qual vinha predominado o sistema bancário comercial voltado para atender as funções de crédito tradicionais, teve uma participação muito aquém do desejado no padrão de financiamento do crescimento econômico verificado no período.

Diversas são as razões que podem ser consideradas para justificar essa estranhável dicotomia entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico, como assinalado acima. Em primeiro lugar, se destacam as de ordem institucional e organizacional. O aparato regulador e supervisor do sistema era disperso e deficiente, e isso se explica em grande parte pela inexistência de uma estrutura unificada de autoridade monetária.<sup>42</sup> Em segundo lugar, a incompatibilidade entre a Lei de Usura e os crescentes patamares de inflação, o que provocou sérios desvios da poupança e no comportamento e prioridades dos intermediários financeiros. Grande parte dos fundos que poderiam ser carreados para os investimentos produtivos, e mesmo para o financiamento do consumo, se desviou para aplicação em ativos reais e para o mercado paralelo. Por seu turno, os bancos comerciais procuravam locupletar-se ao máximo do processo inflacionário. Para tanto, expandiram sua rede de agências, porém direcionaram o grosso de suas atividades de intermediação para a captação de depósitos à vista, destinados ao financiamento de operações de curto prazo altamente lucrativas.

Em terceiro lugar, pelas características da estrutura financeira, deficientemente concentrada em operações de crédito. O mercado de capitais era praticamente inexistente como instrumento de financiamento de médio e longo prazo. Em face dessa estrutura financeira deficiente e subdesenvolvida, que Edward Shaw denominou de *shallow finance*, as grandes corporações - estrangeiras e nacionais - que surgiram no bojo da arrancada industrial não tiveram alternativa senão a do autofinanciamento e/ou do financiamento externo, este preponderantemente através de investimentos diretos.

Do ponto de vista institucional, pode-se concluir que, à luz da abordagem de Zysman, o período em análise foi marcado pela ausência de um sistema financeiro com estrutura bem definida, fosse baseada em crédito ou em mercado de capitais, que pudesse dar suporte a uma estratégia autônoma de industrialização (*state-led ou company-led growth*). O Estado procurou intervir na formulação e implementação da política industrial, inclusive criando ou regulamentando mecanismos financeiros de financiamento de médio e longo prazo (BNDE, SCFI), o que poderia viabilizar o crescimento industrial via *state-led growth*, mas as suas estratégias não foram capazes de incorporar os interesses privados do

---

<sup>42</sup> No desenvolvimento do último capítulo, este assunto será retomado e analisado de forma mais detalhada.

sistema financeiro e, portanto, sem condições de se sustentarem por falta de mecanismos adequados de financiamento em toda a extensão da atividade industrial.

Do ponto de vista pós-keynesiano, e de certa forma corroborando o que acima foi exposto, primeiramente cabe registrar que a evolução do sistema financeiro até o final desse período coincide, grosso modo, com os estágios III e IV da análise de Chick. Pode-se afirmar que o estágio IV não teria sido completado, haja vista a inexistência de uma estrutura consolidada de banco central capaz de garantir, através do *lend last of resort*, a relativa estabilidade dos bancos, tanto em sua atividade emprestadora como na condição de responsáveis pelo sistema de pagamentos.

Em segundo lugar, dado o seu evidente atraso em relação aos sistemas financeiros desenvolvidos, a estrutura financeira existente no País se sustentava em mercados financeiros estreitos e tecnologicamente atrasados, cujo funcionamento era basicamente influenciado por medidas destinadas a contornar o problema da Lei de Usura, ou para elevar os ganhos no contexto de crescente inflação. Nesse sentido, em se tratando de um sistema operando com baixa escala e reduzido nível de eficiência na mobilização de recursos orientados para o vetor poupança-investimento, a que se aliavam as deformações do ponto de vista regulatório e organizacional, seria difícil que o mecanismo *finance-funding* pudesse existir e dar conta das demandas de financiamento no longo prazo.

Por último, estendendo essa linha de raciocínio a respeito da inflação de *per se*, a contínua desvalorização da moeda era fator impeditivo para que pudesse cumprir as suas funções vitais enquanto unidade contratual, o que aumentava o grau de incerteza e insegurança das unidades econômicas, especialmente em se tratando de decisões de investimentos de longo prazo. Conforme salienta Carvalho (1990), em sua análise pós-keynesiana da inflação aplicada ao caso brasileiro, conquanto os estruturalistas reconhecessem a ‘funcionalidade da inflação’ para ajudar a viabilizar a industrialização acelerada dos anos 50, era perceptível a sua responsabilidade pela distorção do mecanismo de preços relativos, “(...) substituindo os ‘sinais de mercado’ pelos ‘sinais de Estado’ como orientadores primários da alocação de recursos” (p. 63-4). Como a inflação não atinge igual e simultaneamente todos os preços, estabelece-se um tal nível de desequilíbrio nas relações contratuais expressas em moeda, que se perde a noção sobre os indicadores de competitividade e lucratividade. Nesse contexto de aprofundamento das incertezas gerado

pela alta contínua dos preços, as decisões de investimento e de financiamento de longo prazo se contraem em favor das operações de curto prazo, de natureza defensiva ou de caráter meramente especulativo na circulação financeira.<sup>43</sup>

Finalizando, pode-se afirmar que a relação entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico foi bastante limitada no período em análise, especialmente em se tratando do financiamento de posições em bens de capital. Seria de se esperar, a par de iniciativas capazes de propiciar a estabilidade da moeda, uma vigorosa expansão dos mercados e das instituições financeiras, em resposta ao crescimento econômico, mas tal não aconteceu por falta de uma estratégia global de política econômica, na qual se procurasse compatibilizar os interesses do setor produtivo e do setor financeiro, colocando-se o governo, como visto na abordagem de Zysman, na condição de elemento indutor e garantidor, em última instância, do processo de crescimento numa trajetória de longo prazo.

Na realidade, tinha-se consciência a respeito dos fatores determinantes do baixo desempenho do sistema financeiro no contexto em que a economia do país se transformou no curso do II pós-guerra até o início da década de 60, e que era preciso reestruturá-lo nos moldes de outros sistemas desenvolvidos, a fim de que pudesse contribuir para o alcance das metas de crescimento econômico de curto e longo prazo. Nesse sentido, as questões mais prementes para os *policy-makers* alçados ao poder a partir de 1964 foram centradas no combate à inflação e na criação de mecanismos privados capazes de mobilizar a poupança interna e externa, para recuperar a trajetória de crescimento industrial iniciada na segunda metade da década de 50. Esse é o norte que vai balizar a reforma e a reestruturação do sistema financeiro, assunto que será examinado no capítulo seguinte.

---

<sup>43</sup> A análise de Carvalho do processo inflacionário sob a ótica pós-keynesiana será explorada de modo amplo no capítulo 6 (seção 6.4).



#### **4 AS REFORMAS FINANCEIRAS DOS MEADOS DOS ANOS 60. ÊXITOS, FRACASSOS E AVALIAÇÃO CRÍTICA**

Neste capítulo pretende-se fazer uma análise do conjunto de reformas implementadas no período de 1964-65 destinadas à reorganização e modernização do sistema financeiro brasileiro. Conquanto não o declarassem expressamente, o objetivo das autoridades econômicas consistia na adoção de medidas destinadas a superar o estágio de subdesenvolvimento em que se encontrava o sistema, com vistas a adaptá-lo às novas demandas requeridas no bojo do processo de crescimento econômico centrado na atividade industrial. Mais especificamente, as mudanças propostas no sistema se baseavam em fatores fortemente correlacionados, tais como: os estrangulamentos e desvios decorrentes da Lei de Usura, a necessidade de se criar mecanismos eficazes de financiamento do consumo de bens duráveis e, como meta-síntese, a necessidade de se promover a adequada reorientação do processo poupança-investimento em bases estáveis e não inflacionárias.

O capítulo é desenvolvido através de seis seções. A primeira se destina a breves comentários sobre os aspectos relativos ao ambiente econômico-financeiro no período pré-Reformas, com destaque para a escassez de financiamento relacionada com a nova estrutura econômica do País. Na segunda seção, procura-se analisar os fatores determinantes da decisão governamental de intervir no sistema financeiro, visando criar uma nova estrutura financeira no país. A terceira e quarta seções são reservadas à exposição da nova estrutura financeira, na qual procura-se dar destaque ao novo modelo de autoridades monetárias, salientando suas competências, atribuições e instrumentos de política monetária, bem como às inovações financeiras envolvendo o mercado de crédito e de capitais. Na quinta seção procura-se, mais especificamente, examinar as razões que levaram os bancos de investimento a se desviarem dos objetivos constantes da proposta original do PAEG, malogrando-se, com isso, a tentativa de se criar um segmento bancário especializado nas operações de financiamento de bens de capital. Finalmente, na sexta seção faz-se uma breve avaliação sobre o alcance das reformas em questão, do ponto de vista da sua contribuição para a recuperação da atividade econômica.

#### 4.1 ALGUNS ASPECTOS DO AMBIENTE ECONÔMICO-FINANCEIRO NO INÍCIO DOS ANOS 60

A “revolução industrial” brasileira foi resultado de muitas lutas e percalços, e suas bases se assentaram por muito tempo na produção de bens alimentares e semi-duráveis. É a partir dos anos 30 que os seus contornos ideológicos começam a ganhar uma dinâmica própria, em função de dois choques adversos: a crise na economia cafeeira e os acontecimentos que emergiram com o início da 2ª. Guerra Mundial. (Furtado, 1975, 1981), (Tavares, 1975,1986) e (Abreu, 1990; Vianna, 1990). Esses fatos se constituíram nos elementos de convencimento definitivo de que era necessário se consolidar os pilares sobre os quais deveriam sustentar o processo de industrialização do país. Com efeito, em face das restrições impostas pelo conflito iniciado em 1939, o modelo de industrialização assentado na necessidade de substituição de importações avançou em alguns setores da economia, mas ele somente ganha importantes alicerces a partir do II Pós-guerra. Nesse momento, surgem evidências de que era possível o auto-abastecimento de uma gama variada de insumos básicos, indispensáveis, por seu turno, para alavancar a indústria substitutiva de bens de consumo duráveis, o principal objetivo a ser alcançado. O auge desse processo, se bem que não tenha sido esgotado, se deu com a conclusão do Plano de Metas no final do governo Kubitscheck.

Assim, ao longo dos anos 50, a economia experimentou notável ritmo de crescimento, mercê de uma vertiginosa expansão dos investimentos, tanto na base produtiva (transportes, energia, comunicações, siderurgia, etc), como na indústria pesada voltada para a produção de bens de consumo duráveis e de alguns bens de capital,<sup>44</sup> cujos principais pólos irradiadores foram, primeiramente a indústria siderúrgica, com efeito arrasto nos ramos de metalurgia, materiais de transportes e elétricos e da construção civil etc, e posteriormente, a indústria automobilística e de eletrodomésticos, e seus impactos na produção de peças, auto-peças, combustíveis, pneumáticos, vidros, etc. (Tavares, 1975, 1986). Em suma, no início dos anos 60 o Brasil passou a dispor de um parque industrial

---

<sup>44</sup> Outros importantes setores da indústria de bens de capital somente serão implantados no curso do II PND, através do qual se considera encerrada a 2ª. etapa de industrialização substitutiva de importações.

bastante avançado e diversificado, capaz de atender o grosso de suas necessidades de bens de consumo e de produção. Completara-se o ciclo de industrialização baseado na substituição de importações de bens duráveis e alguns bens de capital, porém esse rápido crescimento econômico se deu sem que tivesse havido, em paralelo, uma mudança na estrutura financeira capaz de sustentá-lo em suas múltiplas necessidades de financiamento.

Uma forte evidência disso é que durante o período o PIB real cresceu cerca de 75%, impulsionando uma forte elevação da renda *per capita*, a qual, ainda que de forma muito concentrada, ensejou uma rápida expansão do mercado interno, potencializando a demanda de consumo das famílias conjuntamente com investimentos de curto prazo e de reposição. Contudo, tanto no âmbito do governo como no do setor privado não se registrou a preocupação de criar mecanismos financeiros (instituições, mercados, etc) visando mobilizar os fundos gerados pelo crescimento da renda global no sentido de fortalecer o mercado de crédito e de capitais.

Uma das mais importantes características do processo de crescimento da economia capitalista reside nas múltiplas conexões entre os circuitos financeiro e produtivo (Keynes, 1982; Minsky, 1986). Seria de se esperar, então, que essa expansão econômica se desse *pari passu* com o desenvolvimento de diferentes alternativas de financiamento, tanto da produção e do investimento como do consumo e do déficit governamental. À medida que a economia crescia e se diversificavam as suas linhas de produção, requeria-se a disponibilidade de mais financiamentos, com diferentes características em termos de finalidades, prazos, remuneração, garantias, etc. No entanto, ao contrário das observações de Keynes e Minsky, inclusive o salientado nos textos de Gurley e Shaw, a estrutura do sistema e as relações financeiras pouco mudaram no curso do processo de expansão econômica, ainda que o mesmo se desse no contexto de um modelo (não ortodoxo) de substituição de importações, conforme se verá mais adiante.

Existem razões que explicam essa aparente contradição e inconsistência entre o processo de crescimento e o seu padrão de financiamento, as quais serão examinadas no final deste capítulo. Neste momento, cada assinalar que, apesar do acelerado avanço do processo de industrialização dos anos 50, envolvendo grandes transformações na economia, notadamente com a concentração da atividade produtiva nos grandes centros urbanos, o sistema financeiro vigente nos primeiros anos da década de 60 permaneceu, como se

salientou anteriormente, com sua estrutura praticamente inalterada. Os principais provedores de crédito eram o sistema bancário comercial sob liderança do Banco do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, as Caixas Econômicas e as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento.

Na realidade, o setor financeiro privado se manteve à margem das transformações e tendências da economia ao longo da década de 50, particularmente no que se refere às necessidades de financiamento de longo prazo, permanecendo completamente despreparado para assumir funções requeridas na qualidade de ator relevante no processo de transformações que a economia lograra engendrar. Com efeito, a nova escala de produção de bens de capital e de consumo duráveis, aliada à necessidade de prosseguir-se na ampliação e consolidação do parque industrial, exigia uma nova arquitetura para o sistema financeiro, capaz de oferecer respostas imediatas e satisfatórias às demandas crescentes reveladas na esfera produtiva. Tornou-se, assim, crucialmente necessário superar-se a grave contradição revelada pelas necessidades de uma economia que lograra profundas transformações estruturais, frente a um setor financeiro subdesenvolvido e gravemente limitado em sua capacidade de influir e participar ativamente no processo de sustentação do crescimento econômico, especialmente no tocante ao aporte de recursos destinados ao financiamento de médio e longo prazo. Nessa linha de raciocínio, na seção seguinte serão examinadas mais especificamente algumas questões que justificaram a iniciativa de ampla reforma e reorganização do sistema financeiro iniciada em 1964.

#### 4.2 AS JUSTIFICATIVAS PARA A INTERVENÇÃO DO GOVERNO NO SISTEMA FINANCEIRO

Uma gama variada de problemas característicos da economia em geral, e do setor financeiro em particular, requeria uma ampla reestruturação do funcionamento do sistema financeiro. Dentre os problemas econômicos mais graves se destacavam a aceleração inflacionária ocorrida no período de 1961-64, o elevado grau de ociosidade na indústria, a forte redução dos fluxos de capital externo e, por último, os persistentes entraves ocasionados pela Lei de Usura, que continuava a ser o “calcanhar de Aquiles” do sistema. Com efeito, do lado da oferta de recursos oriundos do setor familiar, as taxas de juros reais

negativas estimulavam o forte crescimento das aplicações no mercado paralelo, como se aludiu anteriormente, bem como a dispersão de recursos em consumo conspícuo e em ativos reais com baixo ou nenhum retorno do ponto de vista do crescimento econômico. Pelo lado empresarial, dadas as expectativas de altas taxas de inflação, o mesmo fenômeno estimulava as aplicações em estoques especulativos, particularmente na intermediação da produção agrícola.

Todavia, os efeitos mais perversos da Lei de Usura se davam em função das nítidas vantagens que o mecanismo garantia aos tomadores de recursos junto ao sistema bancário, especialmente junto às instituições financeiras públicas (Caixas Econômicas, BNDE, Banco do Brasil, etc), minguando severamente a capacidade de ampliar ou mesmo sustentar suas operações de crédito, como foi o caso das Caixas Econômicas Federais, que praticamente esgotaram a sua principal atividade emprestadora voltada para o financiamento habitacional. Além disso, na avaliação do governo, grande parte dos recursos dos institutos de previdência social havia sido canalizada para o financiamento habitacional e operações correlatas aos seus associados, os quais se evaporaram igualmente pelos efeitos perniciosos da prática de taxas de juros nominais abaixo das taxas correntes de inflação.

Com relação ao financiamento de bens de consumo duráveis, registrou-se no período de transição de 1961-64 uma forte expansão das operações de empréstimo, porém graças aos mecanismos de contas de participação e das letras de câmbio mencionados anteriormente, os mesmos ocasionaram graves distorções no procedimento das instituições financeiras envolvidas, as quais se transformavam em verdadeiros agentes de agiotagem. No caso do financiamento de capital de giro empresarial, a evolução favorável se deu em função dos altos *spreads* decorrentes da própria inflação, já que se tratava de operações de curto prazo, aliadas à exigência de elevados níveis de reciprocidade dos tomadores de crédito. Quanto ao financiamento dos investimentos de longo prazo, não havia de fato uma grande preocupação, pelo menos de imediato, tendo em vista a insuficiência de demanda *vis-à-vis* a vertiginosa expansão da capacidade produtiva verificada na segunda metade dos anos 50, especialmente na indústria de bens de capital e de bens de consumo duráveis.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> Aliás, este é um problema gerado pelas distorções do modelo de desenvolvimento com foco na substituição de importações, gestado segundo as características do padrão fordista. Uma dessas distorções se refere à grande concentração de renda e de propriedade nos pólos dinâmicos beneficiários da industrialização, o que significa manter o setor rural no mesmo estado de pobreza e marginalização anterior (Tavares, 1986).

Outro conjunto de problemas que chamava a atenção do governo se localizava no modo de funcionamento do sistema de autoridades monetárias, o qual era visto como responsável direto pelo agravamento do descontrole inflacionário. Esses problemas se localizavam, de um lado, como salientado anteriormente, na escassa autonomia decisória do Conselho da SUMOC - cujos membros eram nomeados pelo presidente da república e demissíveis *ad nutum* -, para formular e implementar a política monetária, na conformidade dos instrumentos clássicos utilizados pela maioria dos bancos centrais, especialmente considerando uma conjuntura de persistente elevação de preços.

Por outro lado, a capacidade de supervisão e regulação daquele órgão estava desde há muito seriamente prejudicada, tendo em vista que o poder de autoridade monetária era exercido, de fato, pelo Banco do Brasil, num conflito latente pela justaposição de suas funções de banco central com as de banco comercial. Ao mesmo tempo que não se impunha limites orçamentários para as suas operações de crédito, no uso inclusive das reservas bancárias das quais era depositário, cabia a esse banco oficial elaborar e aplicar as regras práticas de fiscalização e controle operacional do sistema bancário, mesmo porque todo o corpo de pessoal encarregado da elaboração de procedimentos normativos e ações conseqüentes era integrante de sua própria estrutura administrativa.

Em suma, além dos problemas estritamente de ordem funcional e regulatório, que afetavam idiossincraticamente as funções da SUMOC e do Banco do Brasil, enquanto autoridades monetárias responsáveis por todas as atividades atinentes ao regular funcionamento das instituições financeiras, o fato é que o sistema financeiro era caracteristicamente subdesenvolvido, muito parecido com a “*old view*” de Tobin. Era, portanto, gravemente limitado em sua capacidade de se articular com os demais agentes do sistema econômico visando ampliar e fortalecer, de modo eficiente, as relações entre as esferas produtiva e financeira. Certamente, esse era o problema central a ser enfrentado pelas autoridades responsáveis pela nova ordem econômica implantada em 1964. A sua solução requeria, no entanto, a escolha dentre estruturas financeiras alternativas adotadas em outros países, a que mais se adaptasse, de um lado, à realidade imposta pelo histórico conflito dos grupos dominantes, e, de outro, às visões de política econômica imperantes entre os *policy-makers* de então. O fato concreto é que, uma vez consumada a escolha, revelar-se-ia o tipo de solução que se desejava buscar para o problema de financiamento da

economia brasileira, tanto no curto prazo como, e especialmente, em termos de sua trajetória de crescimento de longo prazo.

As bases da nova estrutura financeira e suas características e funções serão examinadas na seção seguinte.

#### 4.3 MUDANÇAS ESTRUTURAIS E A NOVA ARQUITETURA DO SISTEMA DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA (1964-65)

Duas questões fundamentais de ordem econômico-financeira tiveram que ser enfrentadas logo no início do governo que assumira em 1964. A primeira residia em encontrar um meio de contornar o problema das crônicas taxas de juros reais negativas produzidas pela combinação perversa da Lei de Usura com as altas taxas de inflação. A segunda tinha como escopo elaborar um novo arranjo para a macroestrutura financeira que propiciasse um adequado ordenamento do setor, compatível com as metas de combate à inflação e o retorno ao crescimento econômico preconizados pelo Plano de Ação Econômica do governo (PAEG).<sup>46</sup> Relativamente à questão da necessidade premente de os mercados financeiros recuperarem a sua capacidade de operar sob regime de juros reais, sem, contudo abolir formalmente a Lei de Usura, a solução residiu na adoção do mecanismo da correção monetária. Num primeiro momento, isso foi conseguido através da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), através da Lei 4.357/64, as quais passaram a ser remuneradas com taxas de juros de 6% ao ano mais correção monetária correspondente à variação de preços calculada através do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas.<sup>47</sup>

Na visão dos responsáveis pela implementação do PAEG, em sua estratégia de combate gradualista da inflação, a adoção paulatina e generalizada do instituto da correção monetária dos contratos permitiu solucionar o problema geral do cálculo econômico, uma vez que a tendência era o desaparecimento das distorções dos preços relativos. Assim, além

---

<sup>46</sup> O PAEG contemplava três objetivos básicos: retomada do ritmo acelerado de crescimento econômico, combate gradualista à inflação e criação de empregos. Outros objetivos importantes priorizavam a redução dos desníveis econômicos, o equilíbrio fiscal e do balanço de pagamentos. Uma análise detalhada a respeito é feita por Martone (1973).

<sup>47</sup> Para maiores detalhes sobre a criação e generalização da correção monetária no sistema econômico, vide Simonsen (1995): “30 Anos de Indexação”.

de propiciar a criação das bases para o surgimento de novos títulos financeiros e conseqüente viabilização de importantes segmentos do mercado de capitais, como será visto mais à frente, a correção monetária ensejou a formulação de alternativas de financiamento não-inflacionária do déficit governamental, bem como o lançamento das bases de amplo sistema de financiamento habitacional. Em suma, o mecanismo da correção monetária veio garantir a remuneração real das aplicações financeiras, aumentando dramaticamente o estoque de haveres financeiros não-monetários, indicador de uma forte mudança no perfil das fontes de financiamento do sistema econômico.

No entendimento das autoridades econômicas de então, a nova estrutura financeira, organizada sob o pressuposto de maior racionalidade e eficiência, estaria em condições de contribuir decisivamente para a modernização da economia brasileira, na medida em que se assentasse numa sólida base capitalista. O modelo escolhido foi inspirado, em suas grandes linhas, no sistema financeiro norte americano, especialmente no tocante à diversificação e especialização de instituições e produtos financeiros (Cintra, 1998; Tavares, 1978; Cruz, 1994). A estrutura financeira segmentada institucionalizou-se com base num modelo híbrido, o qual deveria desempenhar funções características do sistema baseado em crédito e sistema baseado em mercado de capitais (Zysman, 1983), ainda que o primeiro fosse mais característico do processo histórico de evolução do sistema financeiro brasileiro. Já o arranjo estabelecido para o funcionamento das autoridades monetárias atendeu a peculiaridades institucionais e políticas historicamente prevalecentes no padrão de financiamento da economia brasileira desde o II Pós-guerra. Denota-se, assim, que apesar do forte viés ortodoxo na condução da política econômica, o reordenamento da estrutura financeira não obedeceu ao padrão clássico tradicional, no qual, ao contrário do modelo adotado, prevalece a autoridade de uma única instituição responsável pela gestão da política monetária e pelas funções de regulação e supervisão do sistema.

O processo de reestruturação do sistema financeiro, que se deu sob a égide do PAEG (1964-67), norteou-se pela concepção de que cada tipo de instituição deveria ter funções bem definidas. Nesse sentido, a partir das inovações criadas no bojo do novo marco institucional, o objetivo era adaptar o sistema financeiro brasileiro ao modelo norte americano, de modo a permitir que as instituições integrantes de seu corpo operativo se tornassem especializadas em cada tipo de atividade financeira. As funções de gestão do



sistema se enfeixaram no Banco Central do Brasil, o qual teve, porém, que compartilhar parte de sua autoridade com outras instituições oficiais (Banco do Brasil e Banco Nacional da Habitação). O novo sistema passou, assim, a funcionar sob liderança de um conjunto de autoridades monetárias, em cujo topo foi colocado o Conselho Monetário Nacional. Suas características e objetivos davam-lhe uma configuração não ortodoxa, aparentemente capaz da gestão eficiente do ponto de vista da coordenação do processo de retomada da trajetória de crescimento econômico. É o que se procurará examinar a seguir.

#### 4.3.1 O novo modelo de autoridades monetárias

O Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão máximo do sistema financeiro nacional, foi criado para desempenhar as funções de órgão regulador máximo, através de diretrizes e orientações de caráter mais geral, cujas decisões têm o poder de interferir no funcionamento de todos os mercados financeiros e em todos os setores da atividade econômica. Seu raio de ação abrange as esferas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e cambial, as quais procura harmonizar com os objetivos da política econômica global do governo. Ele funciona, assim, do ponto de vista institucional, como um verdadeiro conselho de política econômica.

O Banco Central do Brasil (BCB) se tornou o órgão executivo do CMN, cabendo-lhe, além de específicas atribuições e competências previstas em lei, exercer as funções de gestor da política monetária e de regulação, supervisão e controle do sistema financeiro. Nessa condição, ele funciona como órgão responsável pela execução da política monetária, cabendo-lhe as funções de emissor exclusivo de moeda e de depositário das reservas bancárias e cambiais e de empregador de última instância. Adicionalmente, ainda lhe competiu, até 1986, promover a articulação entre as políticas monetária e fiscal e de administração de fundos e programas do Programa de Reaparelhamento Econômico herdado da extinta SUMOC.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> Sobre as competências e funções originais do CMN e do BCB, vide lei 4.595/1964, e com respeito às atuais funções, vide [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) (legislação).

#### 4.3.2 Entidades especiais das autoridades monetárias

##### Banco do Brasil

Além do papel coadjuvante de autoridade monetária, atribuiu-se ao Banco do Brasil um amplo leque de funções, tanto como agente especial do Banco Central como do Tesouro Nacional, particularmente como órgão responsável por pagamentos e recebimentos dentro e fora do país e concessão de avais, fianças e garantias em nome do governo. A sua caracterização como autoridade monetária se deu, até 1986, pelo canal da chamada conta-movimento, através da qual ele criava moeda por força da realização de pagamentos por conta e ordem do governo, independentemente de consulta prévia ao Banco Central.

Denota-se, assim, que ao Banco do Brasil coube um papel privilegiado na sustentação no novo arranjo do sistema financeiro. Além da assistência creditícia à indústria e ao comércio interno e externo, o banco permaneceu como o principal agente de financiamento à agricultura e a todas atividades correlatas. Como agente nato do governo, ele continuou a desempenhar o seu histórico compromisso de antecipar receitas e realizar cobertura de déficits governamentais. As principais fontes de recursos do banco provêm de capitais de terceiros, estes concentrados em depósitos à vista, a prazo e de poupança, aos quais se somam expressiva massa de recursos de diversos fundos e programas oficiais, depósitos obrigatórios de entidades públicas diversas e recursos captados no exterior. No período que integrou o sistema de autoridades monetárias (1965 a 1986), o banco tinha acesso direto aos recursos do Banco Central através da chamada conta-movimento, o que lhe valeu críticas intensas como responsável direto pelo descontrole inflacionário.

##### Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

Desde a sua criação, em 1952, até o período pré-Reformas, o BNDE desempenhou uma gama variada de funções de fomento, com visto na subseção 3.2.4. A partir de 1965, seguindo orientação imposta pelos mentores das Reformas, o Banco redirecionou seus esforços para o financiamento empresarial, para tanto sendo criada a Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e diversos outros fundos, com destaque para o fundo de

financiamento à pequena e média empresa (Fipeme). Isto significou uma mudança significativa em seus objetivos e forma de atuação, pois o seu papel de banco de fomento voltado para o financiamento de investimentos de interesse do setor público foi redirecionado para as funções de banco de investimento, nas quais a primazia passou a ser o apoio financeiro à indústria privada nacional de bens de capital e de consumo (Tavares, 1978; Cruz, 1994). As linhas de financiamento continuaram a ser lastreadas por recursos próprios, pelo adicional de 20% do imposto de renda, por depósitos de instituições públicas, das reservas técnicas das cias. de seguros e capitalização, de recursos externos (BID, Fundo do trigo, Fundo alemão de desenvolvimento), etc. Essa era a razão de o Banco continuar praticando taxas altamente subsidiadas, em torno de 10% ao ano, as quais, na sua avaliação, eram suficientes para compensar os custos dos recursos mais relevantes captados no mercado interno, estimados em 5 a 6% ao ano. (Cruz, *ibid.*, p. 70).

Até 1964, cerca de 90% dos empréstimos do BNDE eram direcionados para o setor público. A partir de então, em face do novo padrão de financiamento adotado pelo PAEG, houve um redirecionamento quase que completo de suas linhas de crédito, visto que 80% dos seus empréstimos, incluindo a sua subsidiária (FINAME), passaram a ser canalizados para o setor privado. Isso se explica, entre outras razões, como será visto mais à frente, pela adoção, a partir do PAEG, de políticas realistas de preços e tarifas pelos fornecedores de bens e serviços públicos, o que permitiu às empresas estatais uma elevada capacidade de autofinanciamento em seus investimentos em capital fixo. Nesse sentido, ainda de acordo com Cruz, é ilustrativo mencionar que a margem de autofinanciamento atingiu em 1973 algo próximo a 90%.

#### 4.3.3 As instituições do sistema de intermediação financeira

É através desse segmento que se definem as origens e o destino dos fluxos de recursos que transitam nas esferas produtiva e financeira, basicamente através de operações intermediadas. Predominantemente, é nesse sistema que se explicitavam as condições através das quais os agentes econômicos definem as variáveis que governam, em conjunto com outros fatores, tais como tecnologia, capacidade e descortínio empresarial e o *animal spirits*, a trajetória e o ritmo de expansão da atividade econômica, bem como o grau de

autonomia com que isso deva ser feito do ponto de vista das relações com o resto do mundo. De modo mais particular, é aqui que se define o grau de eficiência do sistema financeiro (Studart, 1995/6) que pode influenciar decisivamente a direção da economia para a conquista de um maior e mais estável ritmo de crescimento econômico.

A reestruturação do sistema financeiro iniciada em 1964 envolvia, de um lado, a redefinição ou confirmação do papel do conjunto de instituições financeiras já existentes, e de outro lado, a criação de novos intermediários, com especialização e funções bem definidas, a fim de suprir lacunas em setores crucialmente importantes do ponto de vista do PAEG. Assim, o subsistema de intermediação criado pelas reformas iniciadas em 1964 visava, em simultâneo: (a) criar condições para o provimento de recursos de curto e médio prazo, basicamente destinados ao financiamento de bens de consumo duráveis e capital de giro empresarial, a fim de sustentar a capacidade produtiva criada pelo Plano de Metas, e (b) criar condições para o desenvolvimento de um mercado de capitais habilitado a participar de forma crescentemente significativa do financiamento dos projetos de investimentos de longo prazo (bens de capital), especialmente os originários do setor privado. Desse modo, o subsistema de intermediação era composto de instituições caracteristicamente de mercado de crédito e de capitais, havendo porém, desde o início, uma nítida preponderância do primeiro sobre o segundo em termos de organização e capacidade de mobilização de recursos.

As funções distribuídas às principais instituições do subsistema de intermediação são descritas como segue. Essas funções definem a competência e o grau de especialização dos segmentos do sistema financeiro a que se propôs o marco regulatório implantado no período de 1964-65.

### Bancos Comerciais

Como não poderia deixar de ser, a partir de 1964, os bancos comerciais continuaram sendo o segmento mais importante do sistema financeiro, apesar da redução de sua participação relativa no volume total de empréstimos e depósitos. Não obstante a sua expansão física em todo o território nacional, a explicação para a redução do peso dessas instituições no sistema financeiro residiu na segmentação e especialização deste, associada

à dramática mudança da composição dos haveres financeiros, os quais se tornam predominantemente de natureza não-monetária.

De acordo com as diretrizes das Reforma Bancária (lei 4.595/64), cabia aos bancos comerciais atuar em operações de intermediação que não pusessem em risco a sua condição de coração do sistema financeiro e, portanto, a sua responsabilidade direta pelo funcionamento regular do sistema de pagamentos. Nesse sentido, eles reforçaram a sua tendência de privilegiar as operações de empréstimos de curto prazo, destinadas a atender as necessidades de capital de giro empresarial (industrial e mercantil) e o crédito pessoal. Isso não impediu, contudo, que, com o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, parcela crescente de seus recursos se destinasse à aquisição de obrigações e Letras do Tesouro, em mercados primários e secundários.

Por outro lado, conquanto viessem a concorrer com os bancos de investimento e com as financeiras e, posteriormente, incorporando as atividades destes no processo de conglomeração, os bancos comerciais sempre mostraram uma fraca aptidão e falta de entusiasmo no que se refere a operações de financiamento de longo prazo à indústria de bens de capital, a não ser em casos específicos de operações de repasse ou de formação de conglomerados em atividades afins (Miranda e Tavares, 1999). A justificativa para esse comportamento sempre residiu na necessidade de se evitar problemas de liquidez e solvência, e a conseqüente possibilidade de intervenção do Banco Central. Os casos explícitos de imprudência e desobediência a essa regra básica se sujeitavam a severas punições na forma de intervenção, falência e/ou liquidação, o que resultou no desaparecimento de inúmeras instituições do mercado.

No tocante às fontes de recursos dessas instituições, ao saldo da moeda criada endogenamente (depósitos à vista) veio se somar um crescente fluxo de depósitos a prazo, depósitos especiais (FGTS), recursos da Resolução 63 e os provenientes de agências financeiras públicas (BNDES, BNH etc). No caso específico dos bancos comerciais estaduais, estes podiam contar, à semelhança do Banco do Brasil, com uma variada gama de depósitos provenientes de recursos de entes públicos dos respectivos estados, razão pela qual puderam incrementar e diversificar suas operações de crédito, inclusive para o setor agrícola. Tendo em vista operarem com carteira comercial, nesse grupo incluíam-se as

Caixas Econômicas Federais e Estaduais, bem como o Banco do Nordeste, o Banco da Amazônia e o extinto Banco Nacional de Crédito Cooperativo.

#### Sociedades de crédito, financiamento e investimento

Do ponto de vista do PAEG, as sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras) deveriam exercer um papel-chave na recuperação da atividade econômica. O período de 1961-63 havia sido marcado por uma forte estagnação no setor de bens de consumo duráveis (automóveis e eletrodomésticos). Para as autoridades econômicas era urgente a necessidade de se reduzir a capacidade ociosa nesse setor, inclusive como forma de recuperar os investimentos e ampliar o nível de emprego no setor mais dinâmico da economia. Dadas as limitações do crédito bancário comercial de médio prazo, e considerando que criação dos bancos de investimentos ainda estava numa fase embrionária, a solução imediata do problema residia em institucionalizar o fomento do crédito destinado aos bens de consumo duráveis, objetivando, a um só tempo: (i) a recaptura da poupança que se desviara para o mercado paralelo de letras e notas promissórias (Almeida, 1980, p. 190-92); e, (ii) a exploração do potencial de demanda das famílias por bens duráveis lastreada pela sua elevada capacidade de endividamento naquele momento. Assim, a Reforma reservou às financeiras a importante função de se consolidarem como instituições especializadas naquele nicho de mercado, às quais também foi permitido, como parte da mesma estratégia de política financeira, o fornecimento de capital de giro às empresas comerciais atuantes no setor.

A criação do mecanismo da indexação dos contratos através da correção monetária (Lei nº. 4.357/64) deveria representar um poderoso estímulo à atividade de intermediação no âmbito das instituições financeiras não-bancárias, entre as quais se incluíam as SCFIs. Teoricamente, a correção monetária era considerada neutra do ponto de vista monetário e fiscal, e certamente tinha a função de reduzir o nível de incertezas dos credores finais e dos intermediários financeiros. Desse modo, em ambos os casos se poderia esperar uma redução dos elevados prêmios embutidos nas taxas de juros, o que era considerado sumamente importante do ponto de vista da política de combate à inflação preconizada pelo PAEG. Contudo, o forte incremento na mobilização da poupança através da colocação de

letras de câmbio lastreadas em aceites continuou sendo o antigo mecanismo de deságio, através do qual se procurava antecipar as expectativas inflacionárias, geralmente no horizonte de 6 a 12 meses.

Nessas circunstâncias, as elevadas margens de erro na prospecção das taxas de inflação e da continuação da elevada carga fiscal incidente sobre os rendimentos nominais ensejavam freqüentemente retorno real negativo para os emprestadores finais (mutuantes), o que, no entanto, não se constituiu em impedimento para que as financeiras se expandissem consideravelmente no período de 1965-66, tanto em número de dependências como em volume real de empréstimos<sup>49</sup>. O crescimento do setor se deu através do aumento de escala e diversificação nas operações de empréstimo, num ambiente de elevada competitividade. A tal ponto que o governo se sentiu obrigado a impor barreiras de entrada ou permanência no setor, e.g., através da exigência de capital mínimo e, ao mesmo tempo, criando mecanismos favoráveis à concentração patrimonial, através de processos de aquisições, incorporações, etc.

Na realidade, o objetivo da política financeira do governo era evitar que, ao contrário do esperado pelo plano de estabilização, as financeiras se transformassem, através do nefasto mecanismo de deságio, em agentes cuja atividade emprestadora pudesse contribuir para a rigidez (ou mesmo aumento) das taxas de juros nominais, o que certamente poria em cheque o esforço de reversão das expectativas inflacionárias. Assim, a partir do final de 1966, o governo decidiu promover uma redefinição do papel das financeiras, através da criação do sistema de crédito direto ao consumidor (CDC) e, mais à frente, da adoção da correção monetária pós-fixada nas letras de câmbio. A implementação dessas medidas implicou em eliminar importantes fontes de custos para os tomadores finais e neutralizar o potencial inflacionário embutido nas operações de crédito para capital de giro comercial. Na medida em que elas se generalizaram no mercado, certamente contribuíram para o fortalecimento dessas instituições, em seu objetivo de garantir o suprimento de crédito para a sustentação da demanda agregada em setores considerados chave para a retomada do crescimento econômico. A função creditícia das financeiras passou, com efeito, a se concentrar e a se especializar em linhas de financiamento ao consumo, cabendo aos bancos de investimento, criados em 1965, mas somente autorizados

---

<sup>49</sup> Vide Almeida, 1980, p. 196-7.

a funcionar a partir do segundo semestre de 1966, cumprir prioritariamente o papel de agentes voltados para o financiamento do investimento em capital fixo e de giro empresarial (comercial e industrial).

### Sistema Financeiro da Habitação

Conforme anteriormente salientado, os entraves da Lei de Usura se tornaram cada vez mais perniciosos frente à elevação contínua dos preços, prejudicando dramaticamente o funcionamento regular do sistema de financiamento habitacional liderado pelas Caixas Econômicas, a ponto de exaurirem quase que completamente as fontes de recursos daquelas instituições. Nessa circunstância, considerando o impacto social e o peso econômico do setor da indústria da construção habitacional, especialmente pela sua capacidade de gerar empregos, as autoridades decidiram criar, em agosto de 1964, o Sistema Financeiro da Habitação. A criação do SFH, antes mesmo da implantação do Banco Central, decorreu da avaliação governamental de que era premente tal iniciativa, em razão de seus efeitos *backward* e *forward linkages* sobre a indústria da construção civil e de eletrodomésticos, cuja ociosidade vinha sendo agravada pelos efeitos recessivos do PAEG.

Seguindo a lógica da estrutura financeira segmentada adotada pelo PAEG, o novo sistema foi inspirado no modelo norte americano, especialmente no tocante aos intermediários e instrumentos de captação de recursos muito semelhantes às *saving and loans association* (Cintra, 1998; Mishkin, 2000). Todavia, o sistema criado no Brasil foi muito mais amplo e inovativo. Primeiro, ao estabelecer, por lei, a sua regulação e controle por uma agência financeira pública, o Banco Nacional da Habitação (BNH), a quem coube inclusive exercer o papel de prestador de última instância no âmbito do sistema. Segundo, ao buscar fontes alternativas de financiamento fora das regras de mercado para se adicionarem à poupança voluntária, representada inicialmente pelas letras imobiliárias e, a partir de 1968, pelas cadernetas de poupança. O fluxo de poupança compulsória em questão veio a se materializar em 1966, através da criação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, que entrou em vigência em 1967, sob a gestão do referido Banco Nacional da Habitação. Todos ativos e passivos do SFH se sujeitavam à correção monetária de acordo com o mesmo índice aplicado às ORTN. Em resumo, as principais instituições do sistema



eram: i) o BNH, que exercia as funções de órgão central, com amplos poderes de regulação e supervisão; e, ii) como agentes operadores as Caixas Econômicas, as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Associações de Poupança e Empréstimo. Essas instituições exerciam as funções tipicamente bancárias, concedendo financiamento de médio e longo prazo, para produção e comercialização de habitações sob garantia de hipoteca, cujo *funding* era constituído por emissão e colocação de letras imobiliárias, captação de depósitos de poupança e, com frequência, pela assistência financeira do BNH, através de refinanciamentos e empréstimos de liquidez.

Completando a análise da nova estrutura financeira colocada em prática pelas Reformas, na seção seguinte far-se-á uma breve apresentação sobre o modelo de mercado de capitais e o papel que, na concepção original do PAEG, os bancos de investimento deveriam exercer na condição de sua principal instituição.

#### 4.4 A NOVA ESTRUTURA DO MERCADO DE CAPITAIS E O PAPEL RESERVADO PELO PAEG AOS BANCOS DE INVESTIMENTO <sup>50</sup>

Outra iniciativa extremamente importante do ponto de vista da modernização proposta pelas Reformas foi a criação de um conjunto de instituições financeiras e auxiliares destinadas a dar suporte ao efetivo funcionamento do mercado de capitais. Nesse sentido, foram autorizados a funcionar os bancos de investimentos, as sociedades de investimento e os fundos mútuos de investimento, bem como um grupo de instituições tipicamente operadoras do mercado de capitais, integrado pelas corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e por agentes autônomos de investimento. Esse conjunto de instituições foi criado pela Lei 4.728/1965, conhecida como “Lei do Mercado de Capitais”, que autorizou também a aplicação da correção monetária nos depósitos a prazo fixo, bem como nas letras de câmbio e nos empréstimos. Ao mesmo tempo, procedeu-se à reorganização das bolsas de valores com o objetivo de adequá-las à crescente e diversificada demanda de negócios nos mercados secundários de ativos.

---

<sup>50</sup> Trata de uma exposição muito abreviada do modelo. Optou-se, por uma análise mais ampla em torno do assunto no capítulo 5, visto que o mercado de capitais somente experimenta um avanço significativo a partir da política econômica do “Milagre”.

De acordo com as idéias originais dos *policy-makers* de então, o objetivo central no processo de estruturação do mercado de capitais, praticamente inexistente até 1964, era criar instrumentos e canais de financiamento direto e indireto de capital fixo e/ou de giro às empresas do setor privado, segundo as regras de livre de mercado. Acreditava-se, com isso, que se poderia reduzir o peso do autofinanciamento, o qual freqüentemente era tido como fonte geradora de tensões inflacionárias, por conta dos altos *mark-ups* repassados aos preços relativos.<sup>51</sup> Nesse sentido, a expectativa era de que os mecanismos institucionais criados para regular o funcionamento transparente do mercado de capitais, pudessem se transformar em incentivo ao crescente aumento dos fluxos de poupança voluntária, bem como a sua alocação mais eficiente segundo as diferentes necessidades de investimento do setor privado (Montoro Filho, 1982, p. 90).<sup>52</sup>

Nessa perspectiva, papel especial foi reservado aos bancos de investimentos. Essas instituições foram criadas para se tornarem o arcabouço central de apoio à expansão da indústria de bens de capital, cujo modelo foi inspirado particularmente na experiência americana de operações de *underwriting*<sup>53</sup> e também no sistema europeu de financiamento de longo prazo (Galvêas, 1985; Cintra, 1994). Vale ressaltar que os bancos de investimento sempre foram os mais tradicionais intermediários no mercado de fundos de longo prazo nos Estados Unidos. Do ponto de vista da formação de capital, eles sempre exerceram o papel de *market-makers* e intermediários nas operações com títulos emitidos pelas corporações e órgãos públicos, cujas receitas correspondem ao *spread* obtido pela diferença entre o preço recebido dos investidores e o preço pago aos emissores. Em suas operações de intermediação, eles podem fazer a distribuição individualmente ou, conforme o tamanho da

---

<sup>51</sup> Na avaliação dos *policy-makers* de então, outra fonte de financiamento inflacionário existente até as Reformas residia na emissão de moeda pela Caixa de Mobilização Bancária, para cobertura do déficit do Tesouro Nacional. A CAMOB exercia, de fato, a função de prestador de última instância, visto que ela se responsabilizava pela liquidação das obrigações da Carteira de Redescontos, provenientes do suprimento de recursos ao Banco do Brasil, os quais, por sua vez, correspondiam aos pagamentos que este fazia para honrar os saldos negativos da conta do Tesouro Nacional (EPEA/MPCE, 1966, p. 88).

<sup>52</sup> No capítulo 5 (seção 5.2) esse assunto será retomado e analisado de forma mais abrangente.

<sup>53</sup> A operação de *underwriting* consiste, normalmente, num mecanismo através do qual uma empresa consegue se financiar diretamente no mercado de capitais, através da emissão de ações ou debêntures conversíveis em ações, cuja colocação e/ou subscrição se concretiza através da intermediação de um banco (ou bancos) de investimento, que no jargão do mercado é denominado agente *underwriter*. A importância do banco de investimento no processo se mede não só pela sua condição de financiador e/ou intermediário da operação, como pelo fato de que a mesma somente será por ele aprovada mediante estudo conclusivo de viabilidade econômica, financeira, legal, administrativa, mercadológica, etc. Outras considerações sobre as operações de *underwriting* serão feitas na subseção 5.2.2.

emissão, através de operações sindicalizadas, a fim de pulverizar os riscos da operação (Robinson *et al.*, 1956).<sup>54</sup>

Embora se tratasse de instituição que devesse se especializar em financiamento de médio e longo prazo, em particular ao setor de bens de capital, o modelo de banco de investimento adotado no Brasil procurou viabilizar sua participação, conforme já salientado, em ambos os segmentos do sistema financeiro. Nesse sentido, foram autorizados a operar como instituição de crédito e de mercado de capitais, cujo *funding* deveria ser constituído por recursos próprios e de terceiros, estes captados no mercado doméstico e no exterior. Para desempenhar as funções reservadas na estratégia de crescimento do PAEG, eles poderiam atuar em amplas faixas do mercado financeiro (Brito e Paiva, 1987), tais como: financiamento de capital fixo e de giro (comercial e industrial), repasses de recursos internos e externos, organização de emissão e distribuição de títulos (operações de *underwriting*). Outras operações consistiam na custódia, formação e gerenciamento de carteiras de títulos públicos e privados (portfólios próprios e de terceiros), atividades de assessoria e consultoria empresarial, incluindo investidores institucionais, atuação nas bolsas de valores através de corretoras de títulos e valores mobiliários, etc.

Na constituição dos fundos destinados a sustentar essa diversidade de operações, eles poderiam ter acesso a um amplo leque de recursos, por exemplo, depósitos a prazo fixo de no mínimo um ano, empréstimos de bancos comerciais (*stand-by credits*), repasses de fundos das agências oficiais de crédito (BNDE, CEF, BNH), recursos oficiais de fundos e programas do antigo Programa de Reparcelamento Econômico, captação de recursos externos via Resolução 63/67, aceites cambiais, além naturalmente de recursos próprios. A propósito, cabe salientar que, em função da expectativa de que essas instituições pudessem rapidamente se beneficiar dos incentivos e facilidades criados pela nova legislação, o governo permitiu que as grandes financeiras fossem transformadas em bancos de investimento. Outros surgiram de consórcios operados por bancos comerciais.

Por outro lado, um aspecto adicional importante a ser considerado no bojo da lei da Reforma Bancária referia-se à questão das taxas de juros reais a serem praticadas pelos

---

<sup>54</sup> Os bancos de investimento participam do processo de formação de capital nos EUA desde o início do século XIX, tornando-se responsáveis pelo financiamento de grandes empreendimentos, e.g., sistemas de transporte ferroviário, *trusts* de algodão, açúcar e petróleo, e extensa rede de indústrias manufatureiras. Adicionalmente, eles desenvolvem atividades de corretagem no mercado de títulos e de consultoria correlata a projetos de expansão e desenvolvimento empresarial. (Carosso, 1970).

bancos de investimento, enquanto instituições do mercado de crédito de médio e de longo prazo. Nesse sentido, o modelo do PAEG assumia que, à la Wicksell e Gurley-Shaw, de um lado, a poupança era bastante elástica à taxa de juros, e, de outro, que o custo de capital deveria ser coerente com a realidade do mercado, isto é, deveria ser determinado pela demanda e oferta de fundos emprestáveis. Esses dois fatores poderiam fazer com que os fundos disponíveis fossem alocados eficientemente, ou seja, assumia-se que os recursos seriam canalizados para projetos com retornos esperados mais elevados.

Por último, cabe ressaltar a adoção de mecanismos de incentivo visando a garantia de complementação das necessidades de financiamento através da poupança externa, gravemente deprimidas no período 1961-63, particularmente em função da lei 4.131, que regulamentou a remessa de lucros. Tais mecanismos fizeram com que os empréstimos externos se elevassem de 12%, no período de 1960-63, para mais de 50% da dívida externa no limiar dos anos 70 (Montoro Filho, 1982, p. 93; Goldenstein, 1994, p. 68). Com esse objetivo, foi incentivado o uso de diversos mecanismos institucionais, alguns já existentes, outros recém-criados. Dentre esses mecanismos, os mais importantes foram os dispositivos da própria lei 4.131/62, que permitiam a tomada direta de empréstimos exterior, isto é, sem interveniência de instituições financeiras, e a Resolução 63/67, do CMN, que permitiu a contratação de empréstimos externos por instituições financeiras credenciadas para repasse (capilarizado) às pequenas e médias empresas.

Em suma, à guisa de sumário sobre a nova estrutura financeira, pode-se afirmar que a reorganização posta em prática pelas Reformas de 1964/65 ensejou a criação de um sistema segmentado, baseado tanto em crédito como em mercado de capitais, com uma nítida preponderância do primeiro. Nesse contexto, coube aos diferentes tipos de instituições atuar em faixas distintas do mercado financeiro, nas quais deveriam se especializar e perseguir o objetivo de máxima eficiência em suas operações. Do ponto de vista do setor financeiro privado, o pressuposto básico era de que a eficiência competitiva no sistema poderia ser sustentada pela prática de taxas de juros reais em ambas as pontas do mercado, o que estaria garantido pela adoção da correção monetária nos títulos financeiros e nos contratos de financiamento de médio e longo prazo. A estrutura de financiamento passou a contar, então, com quatro segmentos bem definidos (Tavares, 1978; Goldenstein, 1994).

Primeiro, aos bancos comerciais cabia o fornecimento de empréstimos de curto prazo às pessoas físicas e jurídicas, respectivamente na forma de crédito pessoal e suprimento de capital de giro empresarial. Segundo, às sociedades de crédito, financiamento e investimento se responsabilizariam pelo financiamento de bens de consumo duráveis e semi-duráveis. Terceiro, às entidades do Sistema Financeiro da Habitação, deveria se responsabilizar pelo financiamento da produção e aquisição de habitações e projetos correlatos. Por último, quanto ao segmento da demanda de bens de capital, caracteristicamente direcionado para o financiamento de médio e longo prazo, reservou-se aos bancos de investimento as funções de intermediação e apoio técnico e financeiro em operações do mercado de crédito e de capitais. Nesse segmento, cabe uma importante observação: o PAEG implicitamente sugeriu que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e seus congêneres regionais e estaduais deveriam atuar de forma complementar, de modo a não concorrerem com o sistema privado de financiamento liderado pelos bancos de investimento. Tratava-se, portanto, de se redirecionar a economia para o velho sistema capitalista, em que, essencialmente, os seus principais atores (bancos e empresas privadas) deveriam atuar de acordo com as regras do livre jogo de mercado e, portanto, com o mínimo de intervenção do governo.

Relativamente ao mercado de capitais, o novo aparato institucional e organizacional criou as bases para o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos e privados. Inicialmente, as novas instituições de intermediação contribuíram para o desenvolvimento do mercado de títulos privados, destacando-se a rápida evolução do mercado de letras de câmbio, já partir de 1965. Em seguida, à medida que conseguiam ganhar a confiança dos investidores, mediante a prática mais transparente na condução dos negócios, tanto nas bolsas de valores como no mercado de balcão, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários lograram reavivar o mercado secundário de ações e, com isso, criaram o clima propício ao ressurgimento do mercado primário como fonte de financiamento dos projetos de expansão de capital. Os bancos de investimento foram criados para se constituírem nos agentes centrais desse processo, cujo desenvolvimento ganha fortes estímulos a partir de 1968, quando a economia reinicia a sua trajetória de elevado ritmo de crescimento. Todavia, fatores relacionados com a política econômica conjuntural induzirão essas instituições a se comportarem em grande assintonia com o modelo originalmente

previsto, malogrando, desse modo, o experimento do governo no sentido de sedimentar na nova estrutura financeira um segmento voltado para o financiamento do investimento de longo prazo, de acordo com as regras típicas de uma economia capitalista de mercado. É o que será examinado na seção seguinte.

#### 4.5 BANCOS DE INVESTIMENTO: DESVIOS E MALOGRO SOB A ESTRATÉGIA *MARKET-LED GROWTH*

Como salientado na seção anterior, a inserção dos bancos de investimento no SFB constituiu uma das inovações financeiras inspiradas na estrutura bancária vigente nos Estados Unidos desde as reformas dos anos trinta (lei *Glass-Steagall*, 1933). Naquele país, o formato dos bancos de investimento se tornou mais parecido com as tradicionais companhias de investimento, visto que lhes foi vedado operar como intermediários financeiros bancários, função que ficou restrita aos bancos comerciais, às cooperativas de crédito e às instituições do sistema de poupança e empréstimo. Com efeito, tais instituições de investimento concentraram suas funções no grande segmento do mercado de capitais, operando preponderantemente como instituições *underwriters*, podendo para isso captar depósitos a prazo, emitir bônus, etc, ficando proibidas, no entanto, de fazerem operações ativas na forma empréstimos e financiamentos. Enfim, os chamados bancos de investimento americanos, e.g., *Salomon Brothers*, *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*, *Merryl Lynch*, dentre outros, vêm exercendo desde então funções bem definidas nos diferentes tipos de *underwriting*, cuja preferência ultimamente tem sido pelas operações em que participam apenas como *brockers* e consultores.

No caso do Brasil, seguindo as mesmas características, o sistema de bancos de investimento foi concebido com o objetivo mais amplo, qual seja o de criar condições para o financiamento de longo prazo às empresas atuantes na indústria de bens de capital. Nesse contexto, eles deveriam desempenhar o papel que antes eram reservado às agências oficiais de crédito, notadamente o BNDE e o Banco do Brasil. Todavia, essa concepção tinha que, num primeiro momento, ser adaptada às necessidades da conjuntura, caracterizada pelo excesso de capacidade em determinados setores da indústria de bens de consumo duráveis, para, somente numa segunda fase, voltar-se prioritariamente para a expansão dos

investimentos de longo prazo. Essa segunda fase tinha a sua lógica, visto que seria necessário um interlúdio até que o marco institucional da Lei 4.728/65 pudesse começar a produzir seus efeitos no mercado de capitais. Isto era compreensível, pois requeria-se algum tempo para a reorganização e funcionamento das bolsas de valores, criação e operação de instituições auxiliares do mercado bursátil, tais como corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. E, mais importante, que os mecanismos de indução e incentivo do aparato regulatório se revelassem capazes de promover a abertura de capital das corporações e desenvolvimento e ampliação dos mercados secundários.

Observe-se que todo o processo acima descrito inspirado na ideologia do *company-led-growth* teria que se desenvolver de acordo com as regras de livre mercado, através das quais se garantisse, do lado dos demandantes de fundos, maior eficiência alocativa e conseqüente maximização de resultados, e, do lado dos ofertantes, adequada transparência dos negócios, de modo que fossem induzidos a assumirem maiores riscos na busca compensatória de retornos mais elevados para seus ativos. Para isso, na visão dos *policy-makers*, era imperativo que a rentabilidade esperada dos investimentos e as taxas de juros de mercado se tornassem os verdadeiros balizadores das decisões dos empresários e investidores, em paralelo à conquista de uma eficiente atuação dos bancos de investimento e das demais instituições, como legítimos *market-makers* no recém-criado mercado de capitais.

Entretanto, confirmando a tendência evidenciada desde o início de sua atuação, os bancos de investimento foram induzidos a se guiarem tanto por objetivos conjunturais de curto prazo, como por metas de crescimento de longo prazo. No primeiro caso, eles não encontraram dificuldades para se posicionarem como intermediários financeiros, captando recursos a prazo, no mercado interno e externo, destinados ao financiamento do capital de giro empresarial. Esse era um objetivo considerado importante pelas autoridades, dada a necessidade de se aproveitar a capacidade ociosa existente. Porém, nessa tarefa os bancos de investimento, em flagrante desvio de suas funções previstas nas Reformas de 1964-65, passaram a desempenhar também o papel que deveria ser exercido pelas financeiras. No segundo caso, porém, ficou patente a sua inaptidão para operarem como instituições financiadoras e/ou intermediárias de acordo com o modelo *finance/funding*. A consecução desse objetivo requereria que se tornassem operacionalmente capazes de, entre outras

funções, dar suporte técnico e financeiro às empresas interessadas na abertura de capital, ou àquelas interessadas em fazer novas emissões de ações e/ou debêntures.

Caso efetivamente se envolvessem com o desafio que as operações de financiamento de longo prazo representavam, os bancos de investimento teriam que se esforçar para adquirir conhecimento técnico e informações específicas em torno das necessidades requeridas em termos de capital fixo e/ou de giro, indicando as alternativas mais viáveis, tanto do ponto de vista das empresas como das tendências e preferências do mercado investidor, interna e externamente. Adicionalmente, todas essas demandas exigiam dos bancos de investimento conhecimento e habilidades para identificar os rumos da política econômica, bem como as demandas setoriais e intersetoriais envolvendo perfis industriais, estruturas de concorrência, tecnologias, dentre outros. Ou seja, era necessária a identificação de características e potencialidades do mercado, bem como o uso de instrumentos de análise de risco e retorno esperado dos capitais investidos em ambiente de incerteza, considerando os específicos interesses dos demandantes e ofertantes de recursos.

Essas questões eram de fato importantes para os bancos de investimento, mas deveriam se subordinar, antes de tudo, aos seus próprios interesses, na qualidade de atores importantes para o pleno êxito da operação de financiamento. Nesse sentido, o ponto principal a considerar residia em se estabelecer um nível de relações com a empresa emissora de títulos, de tal sorte que o banco se sentisse estimulado a participar da subscrição parcial ou total da emissão primária dos papéis, visando a sua posterior colocação nos mercados secundários (de bolsa ou de balcão). Esse deveria ser o papel central dos bancos de investimento, na medida em que se estaria assegurando aos demandantes de capital a certeza de contar com recursos compatíveis com a escala desejada de *funding* para o financiamento da expansão industrial. Para tal fim, tais instituições deveriam dispor de recursos próprios, ou estarem habilitados a captá-los nos mercados monetário e/ou de capitais, interna ou externamente. Entretanto, o fato é que, por várias razões, os bancos de investimento não foram capazes de se desincumbir satisfatoriamente das importantes funções que lhes foram reservadas no programa de reformas do PAEG. Em especial as relativas ao financiamento industrial de longo prazo, na perspectiva de virem a liderar o processo de financiamento da formação de capital do setor privado.



A respeito dos vários fatores explicativos desse malogro, pode-se alinhar o seguinte. Em primeiro lugar, embora houvesse, em tese, segundo a visão do PAEG, real necessidade de se criar instituições privadas de financiamento de longo prazo, a fim de complementar, e posteriormente até substituir as agências públicas de fomento, os bancos de investimento não foram criados segundo os ditames de uma ordem natural de desenvolvimento do mercado financeiro, à la *company-led growth* (Zysman, 1983). Nesse sistema, as necessidades de financiamento foram se delineando em função dos grandes projetos de investimento no curso da primeira e da segunda revolução industrial, os quais foram convertidos em verdadeiros paradigmas no processo de desenvolvimento econômico.<sup>55</sup>

Ao contrário, à luz da estratégia de curto e médio prazo, que era o horizonte característico do PAEG, a criação de bancos de investimento naquele momento era de certo modo desnecessária, ou pelo menos não era tão premente, e se deu mais para completar o ciclo de reestruturação do sistema financeiro, no qual o desenvolvimento do mercado de capitais era uma das questões centrais, porém visando muito mais corrigir as anomalias do “mercado paralelo”. A sua inclusão na nova estrutura financeira era importante, mas como ressalta Cruz (1994) não era de fato prioritária, tendo em vista que a economia, mercê do dramático aumento de capacidade produtiva propiciado pelo Plano de Metas e da relativa estagnação associada às crises do início dos anos 60, passou a operar com crescente capacidade ociosa.

De fato, a grande prioridade de curto prazo do PAEG se concentrava na criação de mecanismos de financiamento ao consumo de bens duráveis e de financiamento de capital de giro empresarial, na recuperação das finanças públicas e na necessidade de se praticar o realismo tarifário, através do qual as empresas públicas viriam a criar condições de autofinanciamento. Ora, nessas circunstâncias, tanto a formação bruta de capital fixo do setor privado como a do setor público prescindia do apoio financeiro interno de longo prazo, o que se reforçava pelo fato de as corporações multinacionais sempre serem autofinanciáveis ou complementarem seus recursos com empréstimos *inter-companies*. Considerando-se, por outro lado, que o próprio foco do BNDE havia sido redirecionado para também financiar o setor privado, parece lógico afirmar-se que a criação dos bancos

---

<sup>55</sup> Nesse sentido, constituem-se exemplos emblemáticos, nos Estados Unidos, as companhias de transporte ferroviário, de petróleo, de produção de aço, de serviços de comunicações, etc. (Carosso, 1970; Teixeira, 1999).

de investimento era importante e necessária, porém careceu de *timing*, tanto do ponto de vista da demanda como da oferta de fundos de longo prazo. Essa deveria ser uma iniciativa dos próprios banqueiros, de acordo com o paulatino desenvolvimento e amadurecimento das operações do mercado de capitais.

Na realidade, o que importava realmente do ponto de vista da estratégia do PAEG era viabilizar rapidamente novos mecanismos de financiamento de curto e médio prazo para atender a demanda de capital de giro empresarial. Essa foi a razão pela qual emergiram rapidamente importantes bancos de investimento, o que se tornou possível em face da transformação e adaptação de várias sociedades de crédito, financiamento e investimento e de grandes consórcios ligadas aos bancos comerciais (Montoro Filho, 1982). Outra razão importante surgiu da perspectiva de os bancos de investimento se converterem em instrumentos de captação da poupança externa, o que era também importante na estratégia do PAEG. Nesse sentido, o objetivo era adicionar (ou acoplar) as linhas de financiamento externas às operações de repasse de recursos internos, as quais, por já serem previamente “empacotados”, prescindiam de uma atuação financeira mais ativa e mais duradoura na prospecção e busca de oportunidades de novos negócios, em horizontes de mais largo prazo.

Em segundo lugar, há que se considerar a excessiva liberalidade concedida aos bancos de investimento, tanto em termos de operações ativas quanto passivas. Do lado do passivo, além das operações normais de captação direta - via depósitos a prazo mínimo de um ano, emissão de debêntures e lançamento de bônus no mercado interno e externo -, e de captação indireta, via administração de fundos mútuos de investimento, essas instituições poderiam atuar em operações de repasses de recursos internos e externos, aos quais se somavam recursos de fundos e programas das agências federais, inclusive do Banco Central. Do lado do ativo, além das operações de *underwriting* e de constituição de carteira própria de títulos, os bancos de investimento tiveram autorização legal para atuar na área bancária comercial, concedendo empréstimos de capital de giro dissociados de operações de empréstimos para capital fixo. A atuação através desse amplo universo de operações descaracterizou a atividade típica de banco de investimento, os quais, como se aludiu, deveriam concentrar esforços no sentido da construção de habilidades em nichos específicos de negócios, condição básica para se aproximarem como parceiros das grandes

e médias empresas. Nessa perspectiva, eles deveriam se comportar como parceiros em relações de mais longo prazo, especialmente no processo de abertura de capital, tanto no que diz ao apoio técnico como, e principalmente, na subscrição dos lançamentos.

Resumindo e concluindo, a falta de condições objetivas para a alavancagem dos investimentos de longo prazo numa perspectiva de *finance-funding*, ensejou o desvio de funções das duas mais importantes instituições do sistema financeiro, o que pode ser considerado como fator importante para explicar o fracasso da estratégia do PAEG de redirecionar as fontes de investimento de longo prazo para o sistema financeiro privado. Em particular, os bancos de investimento se concentraram em atividades de crédito de curto e médio prazo, ao invés de esforçarem na mobilização e alocação da poupança financeira, no duplo papel de *finance* e *funding* no mercado de crédito e/ou de capitais. No caso deste último, a preferência nas relações de parceria recaiu preponderantemente em operações de *underwriting* do tipo *best-effort*, ou se limitou à condição de simples consultoria financeira. Assim, o apoio financeiro destinado à formação de capital, tanto na agricultura como, e principalmente, na indústria, permaneceu basicamente restrito às agências oficiais de crédito. Ao BNDE, através da FINAME e de recursos específicos oriundos de diversos fundos e programas (BACEN, BB, CEF e BNH), e de fontes do exterior, coube o financiamento da indústria de bens de capital, notadamente máquinas e equipamentos e instalações industriais, e da indústria pesada, com destaque para os ramos de cimento, metalurgia, etc. Ao Banco do Brasil, através da sua carteira de crédito geral, o financiamento de máquinas e implementos agrícolas, à pequena e média empresa, e ao Banco Nacional da Habitação, em caráter mais específico, o financiamento de importantes segmentos da indústria de materiais de construção.

#### 4.6 UMA BREVE AVALIAÇÃO DA NOVA ESTRUTURA FINANCEIRA PÓS-REFORMAS DE 1964-65

Esta seção se destina, primeiramente expor de modo sumário o alcance das inovações financeiras propostas pelo PAEG, colocando-se em destaque as instituições e instrumentos do mercado de crédito direcionado para o financiamento de bens de consumo

duráveis e de imóveis residenciais. Em seguida, procura-se fazer, na perspectiva pós-keynesiana/zysmaniana, uma análise crítica do modelo de estrutura financeira em questão.

#### 4.6.1 O papel relevante das financeiras e do sistema financeiro da habitação

Do ponto de vista da estratégia visando construir um sistema de intermediação financeira mais condizente com o novo *status* de uma economia diversificada e relativamente industrializada, as Reformas podem ser consideradas como um relativo avanço em termos de desenvolvimento financeiro. O marco institucional representado pelos diferentes diplomas legais dotou o sistema financeiro de uma estrutura adaptada às necessidades de financiamento, previstas no Plano de Metas, a qual contribuiu para a correção dos persistentes e graves desequilíbrios nas contas do setor público (Goldenstein, 1994, p. 72). Em suma, esse novo aparato eliminou os principais focos de financiamento inflacionário, criou instrumentos de sustentação da crescente demanda de bens de consumo duráveis e permitiu a formação de recursos para atender parte das necessidades de investimento em bens de capital, tudo isso em paralelo com a meta de maior eficiência alocativa.

A característica (e a deficiência) mais fundamental da reforma financeira foi, no entanto, a de haver sido construída com base em premissas corretas, porém claramente desligadas de um projeto que contemplasse a possibilidade de desenvolvimento menos dependente do capital externo numa perspectiva de mais longo prazo. Essa questão poderia ser explicada pelo fato de que as Reformas tiveram que incorporar as características e as implicações do modelo de industrialização dos anos 50. Com efeito, como salienta Cruz (1994, p. 73), uma de suas prioridades fundamentais residiu exatamente na construção de mecanismos de financiamento direcionados para a sustentação da demanda de bens de consumo duráveis, a fim de eliminar a capacidade ociosa em setores vitais da indústria de ponta, tais como automóveis e eletrodomésticos e, portanto, para dar continuidade ao padrão industrial concebido pelo Plano de Metas.

Como se salientou anteriormente, a política econômica do PAEG priorizou o esforço de estabilização, sem, contudo, perder de vista o objetivo do crescimento econômico e combate ao desemprego. Embora possa parecer o contrário, as idéias que lhe

serviram de inspiração eram marcadamente ortodoxas, especialmente do ponto de vista das políticas fiscal, monetária e salarial. Nesse sentido, a ênfase era concentrada na recomposição do equilíbrio das finanças públicas e no combate à inflação. Quanto à questão do crescimento, o ritmo de expansão do PIB deveria se adaptar ao esforço de contenção da demanda do setor público, cujas pressões eram consideradas a causa primária da elevação de preços. No que se refere à criação de novas oportunidades de emprego, especialmente para atender as camadas de população com pouca ou sem nenhuma qualificação, o objetivo envolvia fatores econômicos, políticos e sociais de considerável monta, sendo que apenas os primeiros se inserem nos objetivos fundamentais deste trabalho.

Considerando este contexto, vale enfatizar que as pressões dos produtores de bens duráveis se mantinham muito fortes junto ao governo, no sentido de serem criados mecanismos mais adaptados às necessidades dos consumidores (escala de recursos, prazos, juros, etc), a fim de evitar o aumento de capacidade ociosa e acúmulo de estoques. Com relação à criação de empregos, a alternativa mais perceptível residia na recuperação da indústria da construção civil. Daí perceber-se a importância conferida ao efetivo deslanche das sociedades de crédito, financiamento e investimento e à criação de instrumentos visando a sólida demaragem do sistema financeiro da habitação. Tratava-se, portanto, de compatibilizar o esforço de estabilização com essas prioridades conjunturais, as quais se acreditava poderem garantir um ritmo mínimo de crescimento até que a inflação estivesse efetivamente debelada, ou sob controle, e as finanças públicas restauradas.

Com relação às financeiras, graças à criação de mecanismos mais ágeis e menos custosos de financiamento (CDC) e da correção monetária nas letras de câmbio, verificou-se uma rápida ampliação da oferta de fundos para o financiamento de bens duráveis, a prazos compatíveis com a capacidade de pagamento dos consumidores, o que permitiu uma demanda efetiva crescente no setor. Nesse sentido, as Reformas conseguiram dar respostas imediatas às urgentes necessidades de financiamento ao consumo de bens duráveis, cujo objetivo essencial era evitar o aprofundamento da estagnação nesse setor, considerado de vital importância para a recuperação da atividade econômica. A propósito, cabe destacar que, apesar da relativa celeridade com que o governo procurou atender as reivindicações de comerciantes e industriais, “A premência era tal que várias empresas do setor de duráveis

de consumo anteciparam-se às reformas e passaram, elas próprias, a prover o financiamento direto às famílias através de consórcios e de financeiras.” (Cruz, 1994).

Denota-se, portanto, que as condições de demanda eram excepcionalmente favoráveis ao rápido desenvolvimento da atividade creditícia das financeiras. Em 1965, a escala de recursos originária da emissão de letras aumentou significativamente, o que permitiu uma considerável expansão das operações de aceites cambiais. Apesar do mecanismo de deságio garantir rendimento real relativamente baixo, e, às vezes, até negativo, a emissão de letras continuou se expandindo, sob os efeitos de redução de custos fiscais e de intermediação, mas, principalmente, em função de ganhos em escala em face da imposição de barreiras de entrada pelo Banco Central.<sup>56</sup>

Por outro lado, do ponto de vista do *funding* destinado a sustentar a indústria da construção habitacional, as emissões de letras imobiliárias, apesar das garantias hipotecárias reforçadas pelo aval do BNH e da rentabilidade real garantida pela correção monetária, se mostraram, desde o início, estar muito aquém das necessidades de financiamento residencial. Essa limitação, juntamente com outras em termos de marco regulatório, somente puderam ser removidas a partir de 1967, com a vigência efetiva do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço. A essa fonte compulsória de recursos, constituída basicamente com a contribuição mensal de 8% sobre a folha de salários de todos os trabalhadores com carteira assinada, veio se juntar, no ano seguinte, a poupança voluntária proveniente dos depósitos em caderneta de poupança, cujos recursos, no entanto, somente ganharam escala a partir de 1970.

Com essas duas significativas fontes de fundos, os programas de financiamento e refinanciamento da casa própria do BNH e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo ganharam rapidamente escala significativa, especialmente nos grandes centros urbanos. A implementação desses programas, em várias frentes, visando atender a demanda de habitações dos estratos de média e baixa renda da população, provocou fortes impactos na atividade econômica, tanto do ponto de vista da criação direta de empregos, como dos

---

<sup>56</sup> Em 1965, os empréstimos das financeiras lastreados em aceite cambial experimentaram um acréscimo real de 125%. Em 1966 involuíram em 16,5%, porém, em 1967 logram um incremento de 56%. A participação desses empréstimos no crédito total passou de 5,6%, em 1964, para cerca de 10% nos dois anos seguintes. Vide Almeida (1980) e Silva (1981).

efeitos de arrasto sobre diversos setores da indústria, especialmente a de materiais de construção, moveleira, eletrodomésticos, etc.

No tocante à indústria de materiais de construção, a demanda proveniente do Plano Nacional da Habitação se elevou a tal ponto que, a fim de evitar sérios estrangulamentos de oferta, o BNH se viu obrigado a se transformar também em banco de fomento industrial, criando linhas específicas de financiamento de longo prazo, cujos recursos eram repassados por bancos de investimento, bancos comerciais e o próprio BNDE. A função dessas linhas era aportar fundos para ampliar a produção nos setores de metais, cerâmica, cimento, madeiras, plásticos, dentre outros. Apesar dos desvios em relação aos objetivos inicialmente traçados pelo PAEG, os quais escapam do escopo deste trabalho, o SFH seguiu com ímpeto até o final da década de 70, tendo inclusive incorporado outras frentes de atuação, tal como o Plano Nacional de Saneamento (PLANASA) e o Sistema Financeiro do Saneamento, abrangendo especialmente programas de abastecimento d'água e de tratamento de esgotos sanitários em quase todo o território nacional.

No que se refere ao financiamento de longo prazo, do lado do BNDE, conforme destacado em Tavares (1978), registrou-se, no período de vigência do PAEG (1965-67) uma forte desaceleração dos fluxos de financiamentos destinados a projetos públicos e privados, em parte devido às novas prioridades estabelecidas pelo governo e aos efeitos do programa de estabilização, e em parte pela própria escassez de recursos próprios. Registre-se que o BNDE não foi beneficiado com as reformas financeiras de 1964-65, com o agravante da sua relativa fragilização patrimonial ocasionada pela imobilização de vultosos recursos no financiamento ao parque siderúrgico.

Todavia, como será visto no capítulo seguinte, a partir de 1967, quando se inicia a fase de recuperação do ciclo, e tendo em vista novas diretrizes de política econômica então adotadas, os fluxos de financiamento do BNDE iniciam a sua recuperação (Tavares, *ibid.*, p. 153-5). Assim, sem prejuízo de suas linhas tradicionais de empréstimos voltadas para o fomento e a infra-estrutura (sistemas viários, energia, petróleo, siderurgia, dentre outros), e considerando o retorno de financiamentos e de captação de recursos externos via Resolução 63, o banco iniciou através da FINAME o apoio a projetos de financiamento de máquinas e equipamentos à empresa privada nacional. A instituição pôde, assim, conciliar a função de instituição provedora de fundos para o setor público e para o setor privado, porém

aumentando paulatinamente sua participação neste último, o qual, a partir de 1968, passou a absorver mais 50% de seus financiamentos (Lago, 1990, p. 237).

#### 4.6.2 Análise crítica do modelo financeiro implantado pelas Reformas de 1964-65 na perspectiva pós-keynesiana/zysmaniana

Apesar de algumas mudanças importantes de caráter organizacional e funcional no curso do processo de evolução do sistema financeiro brasileiro, a estrutura financeira montada pelo PAEG constituiu um aparato cujos aspectos mais essenciais irão subsistir quase que integralmente até a virada do milênio. A rigor, não vai ocorrer nenhuma inovação importante em termos de diversificação de instituições, exceto a estruturação nos anos 70 do sistema de bancos estaduais de desenvolvimento liderados pelo BNDE, cuja atuação viria a ser considerada, do ponto de vista da visão convencional, uma anomalia fadada a se constituir num breve experimento heterodoxo.

Numa tentativa de interpretação pós-keynesiana do interlúdio entre a consecução do Plano de Metas e o início da implementação do PAEG, pode-se dizer que a economia brasileira enfrentou no período de 1961-63 um período de instabilidade, que poderia ser explicado, por um lado, pela alteração das convenções político-sociais no sentido que lhes empresta Keynes, e, por outro, pelo fato de que o rápido crescimento industrial da segunda metade dos anos 50 atingiu o *boom* característico do ciclo minskyano, com uma essencial diferença: a “economia da euforia” (Dymski e Pollin, 1992) não teve a participação dos bancos, ao nível do que se observa na análise de Minsky. Do ponto de vista minskyano, pode-se afirmar, porém, que a elevação das taxas de juros embutidas nas operações de empréstimo, bem como a carência de linhas de financiamento para atender a indústria e o comércio de bens duráveis, foram crucialmente responsáveis pela estagnação da atividade econômica no período.

Dado que não havia um mercado de títulos minimamente desenvolvido como alternativa de financiamento empresarial, a não ser as operações do “mercado paralelo”, e tendo em vista a significativa redução dos influxos de capital estrangeiro, as empresas industriais eram obrigadas a se limitar ao autofinanciamento, e as do setor de distribuição, aos onerosos fundos do estreito mercado de aceites cambiais. Se aceita a razoabilidade



dessas considerações, pode-se compreender o relativamente longo período de estagnação da atividade econômica, no qual o ambiente de incertezas e expectativas negativas fora agravado pela crise institucional responsável pela instabilidade política e social. Em suma, esta fase da dinâmica da instabilidade foi caracterizada pela fragilidade financeira, mas esta não foi provocada pela política monetária restritiva e nem pela contenção do crédito, haja vista que os bancos não haviam participado do processo de *finance* e/ou *funding* na fase ascendente do ciclo.

Do ponto de vista pós-keynesiano, portanto, a descontinuidade do processo de crescimento industrial poderia ser explicada pela inexistência de uma estrutura financeira desenvolvida, ou que pelo menos acompanhasse o ritmo de crescimento econômico. Nessas circunstâncias, dada a histórica concepção *market-led growth* imperante no meio empresarial, a superação do problema requereria que o governo e, principalmente, os próprios banqueiros, fossem capazes de implementar estratégias destinadas a superar o atraso no desenvolvimento do sistema financeiro *vis-à-vis* o crescimento econômico, de modo que o mesmo pudesse se tornar capaz de dar conta das crescentes demandas de fundos pelos agentes econômicos em geral e da indústria, em particular.

Nesse sentido, tendo em vista que parcela significativa do aumento de capacidade produtiva do Plano de Metas foi financiada com capital estrangeiro, através de investimentos diretos com reduzido nível de participação dos bancos, a alternativa de política visando a construção de um modelo de crescimento orientado para tornar o país menos dependente da poupança externa e mais ajustado às demandas da população como um todo deveria necessariamente contemplar um novo arranjo para o sistema financeiro.

Partindo-se da hipótese de que a o novo sistema foi concebido e implementado de acordo com uma estratégia inspirada na visão convencional, a questão que se poderia colocar é se poderia haver um modelo alternativo de estrutura financeira segundo outras visões e concepções, igualmente preocupadas em criar relações robustas e sustentadas entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico. Embora se possa reconhecer que a nova política econômica focada na estabilização da moeda era um pressuposto básico da estratégia de crescimento industrial, o modelo de estrutura financeira implementado pelo PAEG com vistas ao alcance desse objetivo incorreu numa falha de percepção sobre o que já estava ocorrendo no sistema financeiro americano, cuja tendência era abandonar a

inflexibilidade da lei *Glass-Steagall*. E, o que era mais estranhável, ao marginalizar os bancos comerciais em seu papel de líderes e sustentáculos naturais do sistema e ao conceder aos recém-criados bancos de investimento atribuições para as quais não estavam preparados, a nova estrutura financeira assumiu características de sistema baseado em crédito e em mercado de capitais, sem, contudo, desempenhar satisfatoriamente nenhuma das duas funções.

Em rápidas considerações, duas medidas importantes poderiam ser consideradas. Primeiro, conforme afirmou Keynes, o desenvolvimento de uma economia monetária de produção exige uma moeda estável capaz de desempenhar plenamente as funções de unidade de conta contratual no processo de coordenação econômica. Portanto, considerando especialmente o objetivo de crescimento, era necessário debelar logo a inflação. Somente assim, seria possível a revisão das expectativas e a reconquista dos agentes em torno do “empreendimento” de longo prazo. Raciocinando sob esse prisma, não obstante as severas medidas adotadas no combate à inflação, a opção pelo “gradualismo” e a adoção do mecanismo da correção monetária dos contratos foi um grave erro de concepção e implementação do programa de estabilização adotado pelo PAEG. À medida que se generaliza o mecanismo da correção monetária, cria-se uma moeda indexada, que passa a desempenhar a importantíssima função de unidade de conta. Todavia, em função da discrepâncias intertemporais que se estabelecem na correção dos diferentes preços relativos, estabelece-se uma “luta de classes” entre empresários dos diferentes setores de produção de bens e serviços e entre estes e os trabalhadores em torno do “bolo social”. Esse verdadeiro “**ovo da serpente**” se tornará cada vez mais venenoso na medida em que paulatinamente se reduz o grau de confiança dos mecanismos de indexação, vale dizer na própria moeda contratual. O resultado disso é a passagem da inflação normal (e sob relativo controle) para a alta inflação, com todas as implicações negativas para o sistema econômico, como será examinado no capítulo 6.

Segundo, o processo de concentração bancária que vinha ocorrendo desde os anos 50 deveria ser reequacionado, visando garantir a expansão da oferta de crédito pelos bancos locais e regionais às pequenas e médias empresas do setor industrial. O financiamento industrial (capital fixo e/ou de giro) às grandes corporações ficaria a cargo dos grandes conglomerados financeiros já em avançado estágio de concentração, cuja estrutura incluiria

as funções de bancos comerciais (na condição de seus líderes naturais), de bancos de investimento e outras afins. Nessa perspectiva, o objetivo seria viabilizar a atuação desses conglomerados tanto no mercado de crédito como no de mercado de capitais, seja como fornecedores e tomadores de fundos, seja como intermediários e consultores em operações de *underwriting*.

Em suma, ao invés da segmentação e especialização de funções, poder-se-ia conceber uma arquitetura financeira baseada na estrutura de banco universal, adaptada às necessidades e peculiaridades histórico-institucionais de uma economia em rápido processo de industrialização retardatária. A idéia subjacente na construção desse modelo de sistema financeiro é que o mesmo deveria ser reorganizado institucionalmente para operar em atividades de *finance e funding*, inicialmente com grande preponderância do mercado de crédito. À medida, porém, que o mercado de títulos fosse se expandindo e, *pari passu*, se consolidando o seu arcabouço regulatório, o sistema poderia ampliar e diversificar suas operações no mercado de capitais, dependendo naturalmente do desenvolvidamento das habilidades dos agentes tanto do lado da oferta como e, principalmente, do lado da demanda de fundos de financiamento de longo prazo.

#### Resumo e conclusão

Com base nas análises desenvolvidas neste capítulo, pode-se afirmar que, do ponto de vista mais conjuntural, as reformas financeiras promovidas no período 1964-65 se constituíram em fator importante para a recuperação do equilíbrio fiscal, o combate à inflação e a recuperação do ritmo de crescimento e a expansão do nível de emprego - as metas-síntese do PAEG. Entretanto, as inovações financeiras, centradas na criação de instituições especializadas de crédito de longo prazo e em transações no mercado de títulos, não conseguiram se traduzir em fontes alternativas e importantes de financiamento da formação de capital do setor privado. Com efeito, a tendência de expansão dos negócios no mercado secundário de ações não se refletiu numa retomada significativa de emissões primárias. Isso se deveu não só ao lento desenvolvimento institucional do mercado de capitais, como e, principalmente, pelo desvio dos bancos de investimento de suas funções

essenciais, enquanto agentes encadeadores das operações de *funding* dos investimentos de longo prazo, especialmente na alavancagem de operações de *underwriting*.

Relativamente aos novos títulos criados no âmbito do sistema financeiro da habitação, a emissão de letras imobiliárias se expandiu rapidamente, porém em escala bem abaixo das necessidades globais de financiamento imobiliário. Registre-se que, a partir de 1968, quando começa a se deslanchar a captação dos depósitos em caderneta de poupança, as letras imobiliárias mostram rápido declínio e praticamente perdem importância como lastro das operações de financiamento da produção e comercialização de habitações. Por seu turno, os depósitos a prazo com correção monetária crescem rapidamente, mas se destinam exclusivamente a se constituir *funding* para os empréstimos de curto prazo, notadamente capital de giro empresarial.

A rigor, nos primeiros anos das Reformas, o grande beneficiário do desenvolvimento do mercado de títulos foi o próprio governo, tanto o Tesouro como o Banco Central. Através da crescente emissão de ORTN, o primeiro passou a dispor de condições não-inflacionárias para financiar o seu crescente déficit. O segundo criou um canal importante para viabilizar, mais à frente, as operações de mercado aberto, considerado o instrumento indispensável para se conquistar maior racionalidade e eficácia na gestão da política monetária.

Convém ressaltar, a propósito, que a estratégia visando o rápido crescimento do mercado de títulos públicos, considerada pelo governo como apropriada para resolver os problemas de política fiscal e monetária, se converteu, a partir dos anos 70, como se verá mais adiante, numa fonte de crises de endividamento do setor público e do retorno de surtos inflacionários. O pano de fundo dessas crises residirá nas características do padrão de financiamento adotado a partir de 1968 e nas suas fortes imbricações com as políticas fiscal e monetária e de endividamento externo.

Em suma, sob o ponto de vista pós-keynesiano, o amplo espectro de inovações financeiras deve ser considerado como um avanço no sentido da superação do subdesenvolvimento financeiro imperante até 1964. A nova estrutura do sistema financeiro, com a criação de um de banco central e a diversificação de instituições e instrumentos financeiros, se traduziu numa etapa inicial de sofisticação dos mercados financeiros a que alude Chick e Minsky, certamente sinalizando a criação de condições de financiamento de

médio e longo prazo para bens duráveis, residências e bens de capital, até então praticamente inexistentes. Todavia, como se verá mais adiante, somente no caso das duas primeiras demandas a questão pode ser considerada como relativamente resolvida. A complexa tarefa de financiamento do investimento de longo prazo continuará sendo um problema, para cuja solução o sistema financeiro privado não se sentirá estimulado a participar.

O capítulo seguinte se destina a examinar os aspectos considerados mais relevantes do processo de consolidação do sistema financeiro brasileiro, que abrange o período do “Milagre” até o final dos anos 70, cuja característica fundamental continuará sendo a tendência à concentração e à conglomeração bancária induzida e sustentada pelas políticas governamentais.

## **5 ASPECTOS DA EVOLUÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO: DO “MILAGRE” ÀS CRISES DOS ANOS 70 (PERÍODO: 1968-1979)**

O objetivo deste capítulo é analisar: (a) as principais características do processo de desenvolvimento do sistema financeiro privado no período de 1968-79 e, (b) as razões pelas quais ele se colocou numa posição dependente e passiva no processo de financiamento do crescimento industrial. Essa análise compreende duas fases historicamente distintas. A primeira abrange o período do “Milagre”, na qual a evolução do sistema é caracterizada pela continuidade do processo de concentração e especialização da atividade de intermediação. Nesse sentido, procura-se destacar que os bancos comerciais se esforçaram em reconquistar e ampliar o poder de mercado que exerciam no período pré-Reformas, através de ações voltadas para economias de escala e escopo. Nesse intento, sua estratégia contemplava simultaneamente a expansão da rede de agências e a formação de conglomerados no estilo das *holdings* americanas.

A segunda fase (1974-79) corresponde ao exame do processo de aprofundamento da estratégia de concentração e conglomeração bancária, inclusive com a tentativa de constituição de conglomerados financeiro-industriais. Essa segunda fase é marcada pela inversão da trajetória da inflação e o surgimento de crises provocadas por diferentes choques adversos (crises da dívida externa, do petróleo, dos juros-revalorização do dólar, etc). A análise procura realçar o fato de que, apesar do ambiente de acentuado grau de instabilidade macroeconômica foram criadas, nesse período, as condições de consolidação da estrutura financeira criada pelas Reformas de 1964-65, a qual vai resultar na implantação, mais adiante, do modelo de Bancos Múltiplos inspirado no sistema de bancos universais. Nesse contexto, a questão central colocada neste capítulo reside em se tentar analisar e explicitar as razões de natureza econômica e institucional pelas quais essas estruturas bancárias relativamente robustas não se sentiram auto-motivadas, ou não foram convenientemente induzidas, para se envolverem com as questões relativas ao financiamento dos investimentos de longo prazo.

O capítulo está estruturado em cinco seções. Na primeira e na segunda procura-se analisar o processo de desenvolvimento financeiro, com destaque para a evolução do sistema de crédito bancário privado e os aspectos relativos à evolução do mercado de

capitais. A terceira seção é dedicada a uma síntese sobre política econômica e alguns aspectos do desempenho da economia brasileira no período em consideração. Tendo por referência a seção anterior, a quarta seção é destinada ao exame dos determinantes da baixa participação do sistema financeiro privado no processo de formação de capital. Por último, a quinta seção se detém, à luz da abordagem pós-keynesiana, na avaliação crítica do comportamento do sistema financeiro privado do ponto de vista de sua contribuição para o padrão de financiamento do crescimento econômico registrado no período.

### 5.1 A CONCENTRAÇÃO E A CENTRALIZAÇÃO DO CAPITAL FINANCEIRO NO PERÍODO 1968-79

Preliminarmente, convém esclarecer que o movimento de expansão do sistema bancário comercial ganhou fortes estímulos com as reformas dos anos 20, a partir das quais foram implantadas algumas funções de autoridade monetária na estrutura do Banco do Brasil, tais como monopólio de emissão de moeda, redescontos, câmaras de compensação e fiscalização bancária. Essas funções foram se aperfeiçoando muito vagarosamente, cujo avanço foi muitas vezes tolhido por retrocessos em função de conflito de interesses entre as oligarquias rurais e o crescente poder das classes urbanas.

O fortalecimento do Banco do Brasil através dessas novas atribuições constituiu, sem dúvida, uma forte razão para a disseminação de pequenas e médias casas bancárias, mas os principais determinantes disto foram o crescimento da atividade econômica urbana e a mudança persistente no comportamento social em relação aos bancos comerciais, mercê do maior grau de confiança que estes procuravam infundir nas camadas médias e ricas da população. Com efeito, eles passam a ser cada vez mais aceitos na função de custodiantes de reservas líquidas, o que resulta numa preferência crescente por meios de pagamento na forma de moeda escritural. Os bancos logram, competitivamente, através da credibilidade e confiança conquistada junto ao público, uma expansão em seus depósitos à vista e, em conseqüência, em suas reservas emprestáveis, tornando-se também uma alternativa, dentre poucas, de aplicações de capital, na forma de depósitos a prazo. Essa atividade bancária se desenvolve, grosso modo, de acordo com os Estágios II e III caracterizados por Chick (1994). Não obstante o advento da Lei de Usura, tal não impede que a partir daí o

crescimento dos empréstimos para o consumo e investimentos funcione como “correia de transmissão” para expandir consistentemente os depósitos bancários via o conhecido mecanismo do multiplicador de crédito, justificando a criação de novas casas bancárias, as quais se concentram no eixo Rio-São Paulo-Belo Horizonte. Em 1945, o sistema alcança o número recorde de bancos: 477 matrizes e 1940 agências, com elevada preponderância do Banco do Brasil (Bouzan, 1973). Isso significa uma média de 4 unidades por banco, revelando claramente um baixo índice de bancarização.

Todavia, como já salientado em diferentes partes deste trabalho, a partir da década de 50, diversos fatores se antepõem como severas barreiras para a criação de novas casas matrizes, dentre os quais salienta-se a combinação perversa da Lei de Usura com a aceleração inflacionária responsável pela redução dos depósitos à vista e a prazo remunerados. Tal fato induz a busca de alternativas de aplicação de capital mais rentáveis, ainda que menos seguras (mercado de aceites, fundos de participação, letras de câmbio, mercado paralelo, etc). Como consequência da perda de *funding* de maior maturidade, ou seja, dos depósitos a prazo, os bancos são obrigados a estreitarem os prazos dos empréstimos, os quais são confinados basicamente no curto prazo.

Ao mesmo tempo, considerando os elevados *spreads* sobre os depósitos à vista, em face da conjuntura inflacionária, os bancos percebem que a alternativa para sobreviverem (e de preferência crescerem) era não só evitar a tendência à queda desses depósitos, mas decididamente buscar formas de incrementá-los. Este é o determinante básico do processo de concentração iniciado no final da década de 40, que teve o duplo objetivo de reduzir o número de matrizes e, ao mesmo tempo, permitir uma forte expansão do número de agências. Estas deveriam funcionar como coletoras de fundos nos mais diferentes pontos do território nacional, a fim de evitar perda de participação relativa dos bancos no sistema financeiro como um todo e, em paralelo, propiciar um aumento do grau de alavancagem da função emprestadora. Esse prolongado ciclo de concentração do sistema bancário comercial alcançou o seu ápice em 1975, quando, de acordo com dados do Banco Central, o número de bancos se reduziu para 106, e o número de filiais chegou a 8.544.



### 5.1.1 Fatores determinantes do processo de concentração bancária

O processo de concentração bancária teve assim uma causa e uma motivação inicial bem definida muito peculiar aos banqueiros, que reside no próprio instinto de sobrevivência e a aguda percepção de oportunidades para a multiplicação de negócios relacionados com a acumulação do capital financeiro. Num primeiro momento, era necessário superar as rigidezes da Lei de Usura e buscar alternativas de lucros em ambiente de crescente inflação. Nesse intento, era imperativo descobrir mecanismos para se enfrentar a concorrência de novos e velhos parceiros no mercado, tais como as sociedades de crédito, financiamento e investimento e as instituições oficiais de crédito, em especial o Banco do Brasil e o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, cujas fontes de recursos públicos e privados, de médio e longo prazo, aumentaram significativamente na primeira metade dos anos 50.

Todavia, ao se tentar explicitar o movimento de concentração bancária comercial, percebe-se a interposição de diferentes fatores que o justificaram. Em primeiro lugar, destacam-se os fatores macroeconômicos, tais como o financiamento do déficit público via emissão primária de moeda, cujo efeito multiplicador se reflete na expansão dos meios de pagamento. Em seguida, e como efeito secundário, verifica-se a elevação da taxa de inflação e, com algum grau de retardo, a elevação das taxas de juros. Como resultado, incrementa-se a demanda de moeda-crédito para sustentar o capital de giro comercial e industrial, bem como o consumo das famílias. Ambos os movimentos justificam a criação de mais agências bancárias, para atender um fluxo cada vez maior de clientes desejosos e aptos a tomarem empréstimos e de realizarem depósitos, tudo isso contribuindo para novos fluxos de expansão primária e secundária de moeda-escritural.

Esse fato, no entanto, era interpretado pelas autoridades como uma expansão indesejada de criação de moeda-crédito, com inevitável expansão do gasto privado e seus reflexos expansionistas sobre o nível de preços, o que urgia restringir através, por exemplo, de um aumento de depósito compulsório. Entretanto, como esses recursos eram depositados no Banco do Brasil, este os utilizava, com se aludiu no capítulo 3, para financiar o Tesouro e as suas próprias operações de empréstimo, anulando no todo ou em parte a efetividade desejada da política de contenção do crédito privado, ainda que elevando o seu custo para os diferentes tomadores.

Em segundo lugar, destacam-se os fatores microeconômicos, os quais passaram a receber análise mais cuidadosa a partir das Reformas de 1964-65. Nesse sentido, as autoridades envolvidas com o PAEG e os subsequentes planos de desenvolvimento (PED, I e II PND), bem como vários economistas, e.g., Bouzan (1973), Perdigão (1983), Coentro Filho (1980), Oliveira (1980), Carvalheiro (1982), Moreira (1984), dentre outros, procuraram explicitar e destacar a natureza e o peso de tais fatores no crescente processo de oligopolização financeira no Brasil. Do ponto de vista das Reformas, num primeiro momento esteve-se preocupado fundamentalmente com o papel que os bancos comerciais deveriam exercer no novo sistema financeiro. Como visto no capítulo anterior, os bancos comerciais foram confinados no segmento de crédito de curto prazo, destinado a atender essencialmente as empresas (capital de giro), as pessoas físicas (crédito pessoal) e, eventualmente, os entes governamentais, na forma de adiantamento por conta de receitas orçamentárias. Com efeito, os bancos comerciais ficaram muito limitados em suas atividades creditícias, não obstante o amplo leque de operações que poderiam realizar com um grande universo de clientes.

Num segundo momento, houve a preocupação de se explicitar o problema dos crescentes custos operacionais dos bancos comerciais, que se haviam inflado com a expansão da rede física de agências. A percepção das autoridades é que, com a redução das taxas de inflação, os bancos não poderiam continuar praticando altas taxas de juros efetivas em suas operações de empréstimo, e muito menos continuarem remunerando os depósitos à vista, ainda que com taxas de juros reais negativas. Ou seja, os *spreads* fatalmente teriam que ser ajustados de acordo as expectativas desinflacionárias, os quais, porém, fatalmente se tornariam insuficientes para suportar elevados custos médios de manutenção das respectivas unidades e, ainda, capitalizar adequadamente a instituição. Desse modo, a alternativa natural deveria consistir no incentivo à continuidade do processo de concentração bancária verificado desde os anos 50, agora, no entanto, justificada de acordo com um ambiente econômico radicalmente diferente e num quadro de perspectivas de mais longo prazo.

Nesse sentido, além da adoção de instrumentos legais e normativos visando facilitar o processo de concentração, o governo passou a definir tetos máximos para as taxas de juros das operações de crédito, a fim de obrigar os bancos a se ajustarem ao ritmo de

redução da inflação. Por exemplo, conforme Oliveira (1980), no período de 1968/73, numa clara atitude de repressão financeira, as autoridades fixaram taxas de juros decrescentes para operações de 60 dias ou mais, as quais se reduziram de 2,2% para 1,3% ao mês. Já a partir de 1974, elas foram fixadas numa trajetória inversa, tendo sido liberadas em 1976. A adoção conjunta desses mecanismos tinha como efeito induzir a busca de maior eficiência do sistema, através da redução de seus custos operacionais e da cobrança de menores taxas de juros aos tomadores finais, o que somente poderia ser alcançado mediante o fechamento de agências deficitárias, combinado com medidas de incentivo à concentração mediante incorporação e fusão de matrizes, como será analisado a seguir.

### 5.1.2 Concentração e conglomeração financeira

No bojo da nova política econômica aprovada em 1968 as autoridades econômicas reconheceram a limitação imposta ao desenvolvimento do potencial de negócios dos bancos comerciais. Percebeu-se, também, quão importante seria se viessem a operar com crescentes economias de escala, não só pela redução de custos operacionais, como também pela incorporação de bancos menores, aquisição de participações do capital de outras instituições do setor não-bancário e de empresas não-financeiras. Nesse sentido, algumas medidas foram paulatinamente implementadas visando ampliar os limites de atuação dos bancos comerciais, as quais sinalizaram um claro incentivo à aceleração e a ampliação do processo de concentração de capital, porém sob o formato de conglomeração financeiro-industrial e/ou serviços. Através desse modelo foi permitida a participação dos bancos em outros negócios, através de operações de coligação e controle de empresas do setor não-financeiro. Por exemplo, a Circular 126/69 do Banco Central autorizou a montagem de complexos financeiros, e a Resolução CMN 184/71 permitiu que uma parcela do compulsório fosse utilizada em operações de participação acionária em empresas do setor produtivo. (Bouzan, 1973, p. 54).

Na realidade, apesar de se perseguir o objetivo de especialização das instituições financeiras, dada a incompatibilidade entre a estrutura artificialmente capilarizada dos bancos comerciais construída nos anos 50 e o programa de estabilização monetária proposto pelo PAEG, as próprias autoridades se propuseram a favorecer explicitamente o

processo de continuidade da concentração bancária. Convém ressaltar que a própria lei 4.595, embora com rígidas restrições<sup>57</sup>, já previa certos tipos de participação societária dos bancos comerciais em outros setores da economia. Isso veio possibilitar a concessão de estímulos oficiais no sentido de construir-se a formação de conglomerados, cuja idéia inicial se limitava ao setor financeiro.

Assim, na perspectiva histórica, o processo de concentração bancária foi estimulado pelo esforço de conglomeração, resultando a construção de um sistema financeiro verticalizado, mas ao mesmo tempo especializado em diversas funções financeiras, algo parecido com o sistema de *holdings* financeiras americanas (Reed & Gill, 1994). De acordo com o modelo adotado no Brasil, o grupo financeiro, normalmente constituído mediante processo de fusões ou incorporações, era composto por um banco comercial, na condição de *holding*, e por um banco de investimento, uma sociedade de crédito, financiamento e investimento, uma sociedade de crédito imobiliário e/ou uma associação de poupança e empréstimo e uma corretora e/ou distribuidora de títulos e valores mobiliários. Do ponto de vista microeconômico, assumia-se intuitivamente que esse modelo de conglomeração financeira poderia propiciar retornos crescentes de escala, através da redução de custos médios e maior especialização da mão-de-obra. Em consequência, a expectativa era de se conseguir maior eficiência global do sistema bancário, resultando em contribuição mais efetiva para a política antiinflacionária.

Do ponto de vista da diversificação do risco<sup>58</sup>, uma referência teórica importante são os modelos de gestão de portfólio de Tobin e de Marcowitz.<sup>59</sup> No caso específico do processo de concentração e conglomeração bancária, o argumento consiste em afirmar que, sob o modelo de diversificação de funções dos conglomerados, há diluição de riscos, expressa pela maior estabilidade das séries de lucratividade, quando “(...) a variância na lucratividade agregada dos conglomerados – ou seja, da soma das lucratividades obtidas nos diversos mercados onde atua o conglomerado – é necessariamente inferior à variância

---

<sup>57</sup> Por exemplo, os bancos comerciais não podiam realizar operações com empresas em cujo capital participassem com mais de 10%, o mesmo acontecendo com empresas que detinham igual participação no capital dos bancos (Oliveira, 1980, p. 310).

<sup>58</sup> Trata-se do conceito de risco ergótico (Davidson, 1992, p. 65), cuja distribuição de probabilidades dos retornos (média e variância) pode ser determinada aprioristicamente para predição dos eventos futuros.

<sup>59</sup> Veja-se Tobin (1966): “Liquidity Preference as Behavior a towards Risk -”, e Marcowitz (1959): “Portfolio selection, *apud* Copeland: Rate of return. In: *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. Newman, P. *et al.* (Ed.), New York, Mcmillan Press Limited, 1994.

da lucratividade auferida em apenas um mercado, como seria o caso de uma empresa setORIZADA.”(Coentro Filho, 1980, p. 298).

Com efeito, o processo de conglomeração financeira seria vantajoso na medida que fosse capaz de diluir riscos pela diversificação de funções, o que não seria possível no caso de uma instituição concentrada e especializada num único tipo de negócio. Todavia, conforme salienta esse autor, embora pudessem ser considerados no processo de decisão sobre diversificação de atividades bancárias, na prática esses modelos suscitaram dúvidas consideráveis, tendo em vista que se tornava difícil identificar funções financeiras com resultados negativamente correlacionados numa escala desejável. Por exemplo, expectativas de retorno nos mercados de crédito e de capitais costumam evidenciar forte correlação positiva, tanto nos períodos de *boom* como nos de recessão. Ou mais especificamente, as taxas esperadas de retorno dos investimentos em títulos e em ativos reprodutíveis, bem como dos empréstimos bancários, tendem a se mover na mesma direção, tanto na fase de “expectativas eufóricas” como na subsequente tendência de esfriamento da economia. Desse modo, parece que o mais razoável seria supor que a decisão de se iniciar ou se diversificar o processo de conglomeração financeira residia na possibilidade de, aproveitando os variados incentivos oferecidos pelo governo, ampliar o raio de sua atuação no sistema financeiro nacional e assim explorar o potencial de lucros de novos nichos de mercado.

Além da economia de escala e da diversificação de riscos, um terceiro fator microeconômico refere-se ao poder de mercado (Perdigão, 1983). Com efeito, além de políticas pontuais do governo, o avanço do processo de concentração se deu em razão de outras importantes restrições de ordem econômica e institucional, tais como: i) barreiras de entrada no setor referentes aos elevados *spreads* destinados a suportar o custo médio operacional; ii) limite de concessão de cartas patentes, exigência de capital mínimo, etc. Por aí se pode perceber que as características da firma bancária, enquanto conglomerado, repousavam numa estrutura de concorrência tipicamente oligopolística, revelando forte poder de mercado, cujo instrumento essencial residia na possibilidade de cobrança de elevados *spreads*. Por essa linha de raciocínio, Perdigão concluiu que os conglomerados tinham um comportamento concentrador, e que existia uma correlação positiva entre índices de conglomeração e *spreads*. Isso significava, segundo ele, que quanto maior o

índice de conglomeração, maior o poder de mercado e maior a capacidade de controlar custos e obter lucros. Adicionalmente, conforme argumentou Moreira, com base nos estudos de *Khatkhate* e *Riechel*, o fato de os conglomerados operarem com economias de escala e poder de mercado não prejudicava a eficiência social. Segundo ele, esses dois autores consideram que (...) a maximização da eficiência social e financeira é compatível com algum grau de monopólio (...). (Moreira, 1984, p .309).

Em suma, com base no exposto acima, denota-se que o processo de concentração financeira se deu através de uma longa trajetória, o qual esteve associado, em ambas as fases, a fatores inflacionários. Até 1964, o problema residia em reduzir o número de matrizes, porém com aumento do número de agências, com vistas à expansão das receitas obtidas mediante a prática de taxas de juros efetivas, tanto maiores quanto mais altas as taxas de inflação. A partir das Reformas de 1964-65 implementadas na vigência do PAEG, os fatores determinantes da concentração também tinham suas raízes na política de controle da inflação e na conseqüente necessidade de redução progressiva das taxas de juros incidentes sobre as operações de empréstimo. Esse fato exigia estratégias consistentes de redução de custos e ganhos de eficiência alocativa no processo de intermediação financeira.

Finalmente, outro elemento importante refere-se ao fato de a legislação haver restringido a própria capacidade creditícia dos bancos comerciais, os quais, como compensação, foram induzidos pelo governo a promoverem inicialmente a concentração vertical, e, em seguida, avançarem em suas posições em *market-share* através da conglomeração. O alcance desse duplo objetivo permitiu a conquista de crescente poder de mercado dos grupos financeiros liderados pelos bancos comerciais. Com isto, essas instituições reconquistaram praticamente o direito de atuar em todos os segmentos de intermediação financeira, através de comando matricial hierarquicamente bem definido, na forma de *holding* corporativa que, como será visto mais adiante, veio a ser consolidada sob o sistema de banco universal.

Na próxima subseção, far-se-á algumas considerações sobre a tentativa de se construir, no âmbito do II PND, um arranjo mais amplo no modelo de conglomeração. O objetivo era incluir as corporações do setor produtivo, no nível de pequenas e médias empresas, visando igualmente ganhos de escala e eficiência econômica.

### 5.1.3 Aspectos da proposta do II PND de conglomeração financeiro-industrial

O modelo de conglomeração estritamente limitado ao setor financeiro foi inspirado nas idéias prevalecentes entre os mentores da política econômica posta em prática a partir do PAEG. Para os *policy-makers* dessa corrente, a eficiência econômica deveria ser obtida através da autonomia decisória entre os diferentes atores, isto é, ao invés de integração, deveria haver uma clara demarcação entre a indústria financeira e os setores produtivo e comercial. Em outras palavras, não seria permitida interferência dos banqueiros nas decisões empresariais e vice-versa, exceto nos casos de ameaça ou concretização de *default*. Tal posição, como se pode perceber, era (e continua sendo) coerente com o modelo americano de *company-led growth* retratado por Zysman (1983), apesar de algumas dissidências traduzidas em concepções a respeito da organização e estruturação institucional da economia, talvez mais próximas do sistema alemão referido pelo mesmo autor, ou mesmo de uma versão de uma economia de industrialização retardatária mais recente, como é o caso coreano (Aldrighi, 1997; Goldenstein, 1994).

A dissidência em relação ao pensamento dominante, como referido acima, se revelou através das correntes responsáveis pela elaboração do II PND, as quais defendiam enfaticamente, com fundamento econômico da economia de escala, a formação de conglomerados nos mais diversos setores da economia. Tal proposição ia muito além da mera formação de conglomerados financeiros, entendida como etapa importante do processo de concentração do capital. Defendia-se claramente que a política econômica a ser implementada através do II PND criasse mecanismos capazes de viabilizar a formação de conglomerados mais amplos e diversificados, através da integração do setor financeiro com unidades industriais, de serviços, de infra-estrutura, etc, podendo tais conglomerados ser encabeçados por quaisquer dessas áreas, ou ainda, por organizações do tipo *holding*. (II PND, 1975, p. 37-41; Coentro Filho, 1980, p. 300).

As premissas fundamentais indutoras dessas idéias residiam no fato de que a economia brasileira havia logrado notável ritmo de crescimento desde os meados da década de 50, porém esse avanço teve como reflexo a concentração e centralização do poder econômico nas mãos das empresas estrangeiras e estatais, cujo processo resultou na crescente marginalização do setor produtivo privado nacional. Este era constituído em sua

grande maioria por empresas de médio e pequeno porte, cujo desempenho era caracterizado por insuficiência de escala e baixo poder de competição. Na avaliação dos mentores da política econômica de então, a função dessas unidades era operar como satélites subordinados aos interesses dos grandes grupos estrangeiros e estatais, e de um modo geral muito dependentes do apoio governamental, tanto na forma de incentivos e subsídios como em termos de crédito e outras facilidades do poder público.

Era imperativo, pois, segundo os estudos desenvolvidos por órgãos do governo, que se definissem mecanismos capazes de induzir o fortalecimento das empresas privadas nacionais, reconhecidamente o elo mais fraco do tripé, através de mecanismos de participação, fusão e incorporação, a fim de que pudessem ganhar escala, eficiência e poder de competição. Essa iniciativa, porém, somente poderia ser lograda se fosse viabilizada a constituição de grandes grupos empresariais, eficazmente integrados, tanto setorial, como intersetorial ou financeiramente, de preferência na forma de conglomerados financeiro-industriais. O objetivo confesso das autoridades governamentais envolvidas com o II PND era promover condições político-institucionais para a formação e desenvolvimento de grandes empresas privadas nacionais, em aliança com grandes conglomerados financeiros liderados pelos bancos comerciais privados ou de investimento, capazes de se sobressaírem e se posicionarem como o elo mais importante do tripé. Nesse sentido, ele deveria se tornar capaz de dar suporte e continuidade à estratégia de desenvolvimento de longo prazo, algo parecido com os sistemas engendrados em outros países industrialmente desenvolvidos (e.g., Japão, Alemanha, etc), porém adaptado e condicionado à realidade e às necessidades do país, tanto do ponto de vista da redução dos desequilíbrios regionais e da distribuição de renda, como do relacionamento menos dependente com o capital externo.

Todavia, embora esse argumento atendesse aos reclamos de setores liberais e nacionalistas, os primeiros contrários ao excessivo peso das estatais na economia, e os segundos, preocupados com amplitude cada vez maior do poder das multinacionais, alguns questionamentos de ordem mais geral foram interpostos quanto à factibilidade de tais projetos. Em primeiro lugar, salientou-se que o processo de conglomeração era um fenômeno circunscrito ao campo da intermediação financeira, o qual, apesar da existência de diferentes mecanismos de indução, seguiu um curso relativamente autônomo, essencialmente motivado pela reconquista de espaço perdido pelas Reformas de 1964-65.



Em essência, como se assinalou anteriormente, o que se tinha em mente com o processo de concentração e conglomeração bancária era a perspectiva da conquista de crescente poder de mercado, fator crucialmente importante para a definição de políticas de captação, empréstimos, *spreads* e prestação de serviços.

Em segundo lugar, argumentou-se que as empresas privadas nacionais, especialmente as de médio e grande porte, se desenvolveram em grupos familiares fechados, alheias, portanto, à necessidade de algum tipo de articulação mais íntima com os bancos, muitas delas, ao contrário, preferindo se sustentar preponderantemente em mecanismos de autofinanciamento. Portanto, esse comportamento empresarial historicamente definido e fortemente sedimentado dificilmente seria susceptível a algum tipo de rearranjo patrocinado pelo governo destinado a colher as *benesses* de uma eventual parceria com os banqueiros, ainda que sob a proposta tentadora de variados incentivos governamentais, cujos resultados, contudo, poderiam não se concretizar se avaliados na perspectiva de longo prazo.

Embora existissem outros argumentos, de conotação mais específica, que serão arrolados mais à frente, poder-se-ia aduzir algumas considerações que estariam em sintonia com a argumentação do II PND. Por exemplo, considerando o arcabouço analítico zysmaniano, seria lógico e desejável, do ponto de vista de uma política de desenvolvimento industrial, engendrar-se uma estratégia de mudanças no comportamento empresarial, tanto do setor produtivo privado como no setor financeiro, na busca da construção de um modelo de integração banco-empresa, no estilo adotado em outros países altamente industrializados, tais como o Japão, França e Alemanha. Mas, isso requereria uma atuação mais firme e ordenada do Estado, no sentido da montagem e sustentação de uma estratégia na qual fossem definidos os objetivos e os instrumentos de ação e, além disso, quais os setores a serem priorizados e fortalecidos visando a busca de eficiência e competitividade em escala internacional. O tripé dos anos 50 deveria então ser desmontado, procurando-se, numa primeira fase, aglutinar os interesses das empresas privadas nacionais, das estatais e dos conglomerados financeiros privados nacionais, cuja consolidação redundaria na formação de conglomerados financeiro-industriais, como proposto pelo II PND.

Em síntese, caberia ao Estado participar como elemento ordenador e coordenador desse processo, na medida em que se revelasse capaz de harmonizar os objetivos de cada

um desses segmentos, desde que não conflitantes com os legítimos interesses nacionais, sintetizados na aceleração do ritmo de desenvolvimento econômico com maior retorno social, sem perder de vista critérios de eficiência e competitividade interna e externa. Tal modelo poderia, numa segunda fase, sob o horizonte de longo prazo, lograr o objetivo de construir uma economia capitalista com predominância do capital nacional privado, no qual o Estado assumisse funções clássicas de regulação e monitoramento da atividade econômica, sem interferência direta nas decisões dos agentes econômicos.

Conquanto se possa perceber e aceitar a validade das propostas do governo no sentido de alterar estruturalmente os rumos da política econômica vigente até 1973, esses exercícios propositivos destinados a embasar a estratégia global do II PND certamente se esbarrariam em algumas dificuldades, especialmente as impostas pelos arranjos financeiros concebidos na década anterior. Primeiro, no interior dos conglomerados liderados pelos bancos comerciais, assim como no grupo das instituições independentes, a maior parte dos bancos de investimento foram incentivados pelas autoridades regulatórias a funcionarem em parceria ou sob o controle do capital estrangeiro, inclusive do ponto de vista gerencial. Além disso, o próprio governo cuidou de facilitar o desenvolvimento dessas instituições, criando mecanismos de repasse de recursos públicos, com a finalidade de subscrição de ações das empresas de capital privado nacional, incluindo as estatais e as que já estavam funcionando em regime de conglomerados. Isto significava estar-se financiando diretamente a penetração do capital estrangeiro em setores que deveriam ser preservados do ponto de vista da construção de conglomerados genuinamente nacionais.<sup>60</sup>

Segundo, deve-se assinalar um conflito de interesses entre bancos e empresas com diferentes perfis tecnológicos. De um lado, situam-se as empresas dedicadas a ramos tradicionais da indústria de transformação, tais como têxtil, tecidos, calçados, alimentos e bebidas, as quais não se constituíam em grandes atrativos para os conglomerados financeiros, a não ser na atividade emprestadora. Por outro lado, os setores mais dinâmicos e tecnologicamente mais avançados eram ocupados em sua grande maioria pelas empresas multinacionais, tais como a metalmeccânica, química, material elétrico, de transportes e de

---

<sup>60</sup> Vale ressaltar que dentre os 16 maiores bancos de investimento, 14 tinham participação de capital estrangeiro. E mais, em 1978, dentre os 27 bancos de investimento integrantes de conglomerados, 13 tinham participação de capital externo, e, entre os 10 independentes, somente 1 não possuía participação estrangeira (Coentro Filho, 1980, p. 301).

telecomunicações, com algumas exceções para o setor estatal e privado nacional, as quais não tinham interesse em se aliar, de forma dependente, ou não, aos conglomerados financeiros nacionais.

Terceiro, na prática, a formação de conglomerados ou de meras participações societárias era definida pelas autoridades monetárias, que baseavam suas decisões nas diretrizes da Lei da Reforma Bancária (4.595/95) e legislação complementar. Com efeito, as participações de capital com recursos próprios teriam que se ater às normas e limites estabelecidos pelo Banco Central, o qual somente autorizava a participação de bancos comerciais e de investimento no capital de outras empresas desde que suas atividades fossem correlacionadas de algum modo com as respectivas demandas de bens e serviços. Por exemplo: (a) em setores de prestação de serviços técnico-profissionais, transporte, gráfico, computação, etc, além daqueles em que atuavam em áreas incentivadas (SUDENE e SUDAM); (b) em setores considerados estratégicos pelo governo, tais como pesca, turismo, florestamento, armazéns gerais e silos, agropecuária, comércio de exportação; e, (c) outros casos em que era permitida a participação, tais como os ramos da química, petroquímica e alimentos (Oliveira, 1980, p. 312).

Quarto, na realidade, como ressalta Coentro Filho (1980, p. 302), no setor industrial privado predominavam as pequenas e médias empresas, as quais respondiam por (...) 97% do total de estabelecimentos industriais em operação no país, por 35% do total do produto industrial e por 44% do emprego da mão-de-obra na indústria. E continua o autor, essas empresas conseguem se manter graças aos incentivos e ao apoio financeiro, na forma de crédito das agências públicas federais e estaduais e à assistência gerencial do CEBRAE, o que revela grande dependência do governo para a sua sustentação no mercado e, *ipso facto*, grande falta de autonomia para a sua auto-alavancagem.

Por último, sobreleva destacar que o II PND detectou alguns problemas estruturais no funcionamento dessas empresas, sumariados na questão da baixa competitividade explicada pela insuficiência de escala. Como agravante, muito mais que as grandes e tradicionais corporações privadas nacionais, constatou-se que essas unidades se guiavam por interesses difusos, concorrendo entre si de forma desordenada e predatória, e geralmente operando com uma visão desarticulada do mercado, tanto do lado da oferta como da procura. Saliente-se, por fim, que via de regra, dependiam dos bancos comerciais

para a sustentação de suas necessidades de capital de giro durante o ciclo operacional. Nessas relações não vislumbravam a possibilidade de uma parceria negocial, a menos que, se fosse o caso, tivessem que se submeter, como era muito comum, à estratégia de dominação do capital financeiro, na qual seriam obrigadas a abdicar completamente de sua autonomia enquanto unidades produtivas resultantes do espírito empreendedor.

A par dessas considerações, pode-se aduzir que uma política destinada a incentivar um processo de participações, fusões e incorporações na direção da conglomeração financeiro-industrial, deveria considerar, num primeiro momento, a possibilidade de junção de interesses produtivos em setores ou ramos similares, aquilo que em países industrializados passou a ser caracterizados como *clusters*, “economias de rede”, etc. Assim, a partir de conglomerados produtivos criados mediante a articulação de esforços das pequenas e médias empresas em setores específicos, obter-se-ia escala e poder de competição, condição necessária não só para a sustentação econômica, como para ganhar maior atratividade e capacidade de negociação com os conglomerados financeiros com vistas à formação de parcerias mutuamente lucrativas.

Por fim, há que se mencionar que, na ausência de uma estratégia como a que muito sumariamente foi descrita acima, as iniciativas dos conglomerados financeiros no sentido da participação em empreendimentos produtivos se circunscreviam às regiões beneficiadas com elevados incentivos fiscais no âmbito do imposto de renda. Isso reflete a falta de interesse ou entusiasmo dos bancos em participar voluntariamente de conglomerados que não fossem estritamente de natureza financeira, denotando uma clara inaptidão ao risco inerente ao espírito do empreendedor capitalista.

Após essas considerações sobre o processo de concentração e conglomeração financeira e as tendências e possibilidades de desenvolvimento de conglomeração financeira-industrial no âmbito do II PND, considera-se importante analisar os aspectos relativos aos avanços na esfera do mercado de capitais. Nesse sentido, serão analisadas algumas questões relativas à consolidação do modelo de mercado de capitais e as dificuldades que se interpunham ao seu desenvolvimento, enquanto canal de mobilização e alocação de fundos para o financiamento empresarial de longo prazo.

## 5.2 ANÁLISE DOS PRINCIPAIS ASPECTOS INSTITUCIONAIS E FINANCEIROS DO PROCESSO DE EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO PERÍODO DE 1968-79

A estrutura do mercado de capitais proposta pela lei 4.328/65 representou um indiscutível avanço tanto do ponto de vista dos papéis a serem exercidos por cada instituição nele atuante, como pelo sentido das inovações no mercado de títulos. A intenção das autoridades era fazer com que esse mercado viesse a cumprir dois misteres básicos no interior do sistema financeiro: fornecimento de fundos para investimento e garantia de liquidez. Como visto anteriormente, a sua concepção e implementação foram baseadas no modelo norte americano, tradicionalmente reconhecido como paradigma dos sistemas financeiros baseados em mercado de capitais. Com efeito, tentou-se introduzir no SFB uma tecnologia financeira, sedimentada e consolidada na prática de longos anos através da persistência e clareza de propósitos dos órgãos reguladores americanos centrados na *Securities and Exchange Commission* (SEC), cujo objetivo central era a permanente busca de consenso em torno de princípios de ética e responsabilidade de todos os agentes envolvidos com o mercado.

Todavia, como ressalta Mendonça Netto (1978), a tecnologia financeira, por envolver tais princípios, não poderia se resumir em simples transposição do modelo de um país para outro. Não se tratava apenas de difundir conhecimento através do *learning by doing*, como nos processos de transformações industriais, mas de assimilar procedimentos que decorrem de crenças e posturas sociais. Na verdade, como assinala o autor, tratava-se da tentativa de assimilar as características específicas da economia norte americana, tais como objetividade, frieza e cultura negocial, na busca de resultados em ambiente envolvido por elevado grau de risco e incerteza, como é o caso de bolsa de valores.

Assim, apesar de se ter copiado institucionalmente alguns aspectos do mercado de capitais, historicamente considerado o mais avançado em matéria de tecnologia financeira e aparato regulatório, não seria lógico e nem razoável assumir-se que o novo sistema fosse capaz de produzir resultados de imediato. Primeiro, porque foi necessário proceder-se às necessárias adaptações em termos da realidade de uma economia caracteristicamente subdesenvolvida, ainda que semi-industrializada, especialmente no tocante à amplitude e

interatividade dos mercados financeiros com o setor produtivo. Segundo, porque a preocupação das autoridades residiu em estruturar um sistema baseado em mercado de capitais, enfatizando apenas os aspectos relativos às instituições intermediárias e aos títulos financeiros negociáveis. Não se procurou, em paralelo, fazer algum tipo de ajuste do lado da demanda de fundos (potenciais ofertadores de títulos), de modo a criar-se um aparato institucional e regulatório, através de mecanismos de incentivo à abertura de capital, normas legais e regras para *disclosure*, proteção aos acionistas minoritários, etc.

Ou seja, procurou-se modernizar o mercado levando-se em conta mais os interesses da autoridade regulatória (Diretoria de Mercado de Capitais do Banco Central) e dos intermediários e operadores do mercado, na medida que o marco legal relativo às empresas participantes continuava subordinado à legislação aplicável às sociedades por ações (decreto-lei n.º. 2.627/40).<sup>61</sup> Essa era a norma legal que continuaria sendo aplicada para disciplinar todas as empresas constituídas sob a forma de sociedades anônimas (de capital aberto e fechado). Tal anacronismo somente seria superado onze anos depois, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (lei n.º. 6.385/76) e da promulgação da “Lei das Sociedades Anônimas” (lei n.º. 6.404/76).

Na realidade, como esclarece Cruz (1994), ao proporem a nova estrutura para o mercado de capitais, as autoridades econômicas não tinham a pretensão (ou a ilusão) de que o mesmo pudesse alcançar resultados imediatos em termos de financiamento de investimentos de longo prazo e, talvez, nem tivessem interesse efetivo no seu rápido desenvolvimento. Por duas razões: i) não havia, pelo menos na fase inicial de implementação do PAEG, uma real premência quanto ao financiamento de novos projetos de expansão de capital fixo no setor privado, pois, ao contrário, vinha-se registrando excesso de capacidade na indústria de bens duráveis em geral; ii) naquele momento, o objetivo mais importante das autoridades era criar mecanismos de financiamento destinados a um novo ciclo de endividamento das famílias e das empresas, com vistas a eliminar-se o elevado grau de subutilização de capacidade existente na indústria de bens duráveis e semi-duráveis e em alguns setores das indústrias de base.

Assim, não obstante o aparente esforço das autoridades, o mercado de capitais, enquanto fonte de financiamento de longo prazo, enfrentou sérios percalços nos primeiros

---

<sup>61</sup> Conforme Andrezzo e Lima (1999).

anos de sua trajetória, tanto por falta de um marco regulatório mais completo, como por desinteresse das empresas em incrementar a oferta de títulos na busca de fundos para financiar seus projetos de investimento. Outros problemas importantes viriam a emperrar o processo regulatório do mercado de capitais: (a) a alta prioridade concedida ao desenvolvimento do mercado de títulos federais; (b) a demasiada aversão ao risco dos bancos de investimento em operações de *underwriting*; e (c) a estranha flexibilidade operacional que foi concedida a essas instituições pela legislação que as criou.

Cabe observar, entretanto, que como reflexo das inovações financeiras implementadas a partir de 1965, as bolsas de valores de São Paulo e do Rio de Janeiro passaram a representar um ativo mercado secundário de ações. A cotação desses papéis experimentou uma crescente elevação em face da nova estrutura funcional do mercado de capitais. Todavia, não obstante a importância desse segmento do mercado, como será destacado mais adiante, a expectativa das autoridades residia em criar condições para a mobilização de recursos novos para investimentos e para a definição de mecanismos que pudessem induzir as empresas a se financiarem através do mercado primário de ações. Esta é uma das preocupações que se insere no objetivo deste trabalho, razão pela qual se procurará dar destaque especial para os aspectos mais importantes do desenvolvimento do mercado primário de ações, quais sejam: (a) as empresas emissoras e os principais instrumentos de financiamento via mercado de capitais; (b) o *Boom* de 1971 e as mudanças e aperfeiçoamentos do marco regulatório consubstanciados na criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a aprovação da Lei das Sociedades Anônimas; e, (c) o surgimento dos investidores institucionais.

### 5.2.1 As empresas emissoras e os principais instrumentos de financiamento

No tocante às regras de emissões de títulos financeiros pelas empresas privadas houve uma preocupação em se definir: i) as regras a serem atendidas pelas empresas, para se habilitarem ao processo de abertura de capital e emissão de ações; ii) as obrigações relativas ao modelo de *disclosure*; e, iii) as condições de habilitação ao sistema de incentivos fiscais. Nesse sentido, a autoridade regulatória de então (Banco Central) definiu como sociedade anônima de capital aberto aquela que pelo menos 20% do seu capital social

estivesse distribuído entre acionistas com participação inferior a 1%, com a condição, porém, de que esse percentual de 20% fosse elevado subsequentemente para 49%. Tais corporações assim definidas assumiam um leque de obrigações estatutárias, a saber: prestação de amplas informações ao público investidor, publicação de balanços segundo as normas legais pertinentes e garantia de direitos aos acionistas minoritários. (Andrezza e Lima, 1999).

Uma vez constituída sob esses novos parâmetros, a empresa se habilitava a um tratamento fiscal diferenciado em relação às demais sociedades. Por definição legal, a sociedade de capital aberto não responderia por nenhuma obrigação até que comesse a obter lucros. Esta era uma significativa diferença em relação à opção por empréstimos, caso em que os juros devem ser pagos desde o início do prazo contratual, independentemente de sua *performance*. Em adição, estabeleceu-se que a alíquota do imposto de renda seria majorada para os rendimentos dos papéis de renda fixa e reduzida para os dividendos distribuídos pela sociedade de capital aberto. No caso do investidor pessoa física, a alíquota do imposto de renda sobre dividendos seria de 15%, enquanto que para as demais sociedades seria de 25%.

Além desses incentivos, o governo decidiu oferecer novos estímulos com o objetivo de ampliar os fluxos de poupança privada para sustentar projetos de investimento setorial e regionalmente priorizados pela sua política de desenvolvimento. Nesse sentido, em 1967, foi criado o Fundo Fiscal 157, que permitiu aos investidores em ações e debêntures reter 10% do imposto de renda a pagar para aquisição de ações e debêntures conversíveis em ações de empresas habilitadas a investir em programas e projetos de investimentos inseridos em tais prioridades. Finalmente, com o objetivo de fomentar o desenvolvimento das regiões Norte e Nordeste e, assim, reduzir os desequilíbrios regionais, o governo criou regimes fiscais semelhantes para empresas que se instalassem nas áreas da SUDENE e SUDAM, em projetos e programas de desenvolvimento regional, reflorestamento, pesca e turismo.

Até 1966, a nova estrutura institucional do mercado de capitais não foi capaz de produzir resultados esperados do ponto de vista do investimento privado de longo prazo. A rigor, tal não poderia de fato acontecer, visto que a política econômica preconizada pelo PAEG esteve prioritariamente voltada para o combate à inflação e ao reordenamento das



finanças públicas, com vistas a eliminar-se o déficit fiscal e criar-se condições de autofinanciamento das empresas estatais. Quanto ao setor privado, acreditava-se que a prioridade governamental concedida ao crédito destinado ao financiamento de bens de consumo-duráveis e de construção e aquisição de habitações seria suficiente para permitir a recuperação da economia da longa fase de estagnação que vinha enfrentando desde 1961. Nesse sentido, esperava-se que a expansão da demanda das unidades familiares fosse suficiente para sustentar, ou mesmo ampliar, o investimento em capital de giro privado na indústria e no comércio, condição necessária para o crescimento do nível de emprego, especialmente no segmento da mão-de-obra menos qualificada.

Com efeito, somente a partir de 1967/68, os impactos do novo marco regulatório e da política de incentivos e estímulos fiscais, como descrito acima, começaram a se refletir no mercado de capitais. Ou seja, começaram a se formar expectativas nesse segmento do mercado financeiro, indutoras de decisões favoráveis ao financiamento de investimentos de longo prazo. Convém destacar, no entanto, que o fator mais relevante do início da trajetória de expansão e desenvolvimento do mercado de capitais foi o começo, em 1967, da fase de recuperação do novo ciclo de crescimento econômico acelerado (Tavares, 1978), o qual se traduz, já em 1968, na expressiva taxa de 9% de crescimento PIB.

Os principais instrumentos utilizados em outros países para captação de fundos via mercado de capitais são títulos de propriedade (ações) e títulos de dívida (bônus e *commercial papers*). No Brasil, ambas as alternativas foram contempladas pelos novos regulamentos, e nesse sentido as preferências das empresas se voltaram para o mercado primário de ações e debêntures. Entretanto, a efetividade dessas alternativas de financiamento encerrava algumas restrições importantes. Primeiro, denotava-se a cultura tradicional das famílias proprietárias de grandes empresas, dificilmente receptivas ao *equity financing*, isto é, à abertura de capital e compartilhamento de processos decisórios, especialmente quanto aos benefícios a serem concedidos na forma de distribuição de dividendos (Simonsen, 1976). Segundo, em concorrência com as ações, a emissão de debêntures poderia ser considerada uma alternativa sedutora, haja vista significar a manutenção intacta do poder de controle das empresas, ainda que sua emissão implicasse em endividamento (*debt financing*). Na circunstância de isso se tornar inviável, restaria a

opção dos empréstimos bancários.<sup>62</sup> Contudo, as dificuldades pelo lado da oferta foram contrabalançadas pelas amplas facilidades destinadas a incentivar o mercado de investidores em geral. Os novos regulamentos cuidaram de criar o máximo de atrativos, com especial destaque para a flexibilização das características dos papéis, no sentido de facilitar a sua negociação em mercados secundários, isto é, visando criar condições de liquidez e maior transparência em termos de riscos e retornos.

De qualquer modo, considerados os prós e contras em termos de financiamento e criação de mecanismos de liquidez através do mercado de capitais, os negócios se concentraram na emissão e colocação de ações nas modalidades nominativas transferíveis por endosso e ao portador. Do ponto de vista dos direitos e rendimentos, foram classificadas em ordinárias (com direito a voto) e preferenciais (com direito de preferência na distribuição de dividendos ou ao reembolso do capital). Posteriormente, foi autorizada a emissão de ações na modalidade escritural, cujos negócios de compra, venda, transferência, alienação, etc passaram a ser de responsabilidade de instituições financeiras credenciadas (bancos de investimento e corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários). Essa forma de gestão mobiliária reduziu significativamente os custos de transação e aumentou a agilidade e segurança nos negócios. Quanto às debêntures, a sua emissão foi autorizada em duas modalidades, sempre com garantia de correção monetária, a saber: simples e conversíveis em ações, ambas na forma nominativa ou ao portador.<sup>63</sup>

### 5.2.2 O *Boom* de 1971 e o aperfeiçoamento do marco regulatório (advento da CVM e a Lei das Sociedades Anônimas)

Apesar do esforço inovador embutido na lei 4.728/65, o mercado de ações, enquanto fonte de financiamento industrial, somente veio a dar respostas mais convincentes a partir de 1968. Algumas específicas razões podem ser apontadas para justificar a relativa letargia nesse segmento em termos de novas emissões. Primeiro, o ambiente recessivo decorrente

---

<sup>62</sup> Sobre essas alternativas de financiamento, uma interessante análise sobre as vantagens do financiamento através do mercado de ações *vis-à-vis* o mercado de crédito é feita por Gouveia de Bulhões (1982) no artigo “Teoria e Prática do Capital”.

<sup>63</sup> A legislação impunha elevada tributação sobre os papéis ao portador, o que não impedia uma forte preferência para os mesmos em face das complicações burocráticas no momento da renegociação dos títulos nominativos, que reduziam a sua liquidez. Com a edição do Plano Collor, e considerando outros motivos, os títulos ao portador e os endossáveis em branco foram extintos.

da política de estabilização promovida pelo PAEG. Segundo, a prioridade da política para o setor industrial, especialmente no segmento de bens-duráveis, em reduzir a subutilização da capacidade instalada e, portanto, voltada para as necessidades de financiamento de capital de giro, a fim de ajustar o nível de produção no limite máximo desejado. Assim, somente após a expansão sustentada da demanda dos consumidores até uma relativa inelasticidade da curva de oferta agregada é que efetivamente houve estímulo para novos investimentos na expansão da indústria de bens de capital e de consumo.

Além da eliminação da capacidade ociosa na indústria, condição essencial para a realização de novos investimentos em projetos de expansão em capital fixo, o governo criou em 1967, como se aludiu anteriormente, mecanismos especiais de incentivos ao setor, tal como os fundos fiscais 157, em paralelo a algumas medidas para a ativação do mercado de debêntures, os quais, porém, somente viriam a contribuir para as emissões de mercado primário a partir de 1968 (Mendonça Netto, 1975, p. 379). A partir daquele ano, a economia reinicia o processo de recuperação rumo ao crescimento acelerado, o que foi acompanhado por uma queda consistente da taxa de inflação, num ciclo virtuoso que se estende até 1973.<sup>64</sup> Essa nova fase de crescimento é sustentada tanto por poupança interna (voluntária e compulsória) como pelo influxo líquido de capitais externos (IED, empréstimos, financiamentos, etc), estes últimos devido à nova estratégia de internacionalização financeira e endividamento externo adotada em 1968 (Baer, 1986). Nesse contexto, as novas emissões de ações experimentam forte crescimento até o *boom* de 1971.

A expansão do mercado acionário ocorreu, porém, num ambiente de crescente especulação, no qual uma grande massa de pequenos investidores foi guiada por decisões de compra de papéis completamente alheia a padrões mínimos de análise técnica de mercado. Confiava-se apenas em informações genéricas segundo as quais os ganhos seriam significativos no curto prazo, tal como numa verdadeira “corrente de felicidade” (Conjuntura Econômica, FGV, 1972). Todavia, quando o mercado deu sinais de saturação e grandes investidores iniciaram o processo de realização de lucros, ocorreu o previsível “efeito manada”, o qual produziu o grande *crash* de 1971. Como consequência, um grande

---

<sup>64</sup> Entre 1968 e 1973, o período conhecido como do “Milagre Econômico”, o PIB experimentou uma taxa média de crescimento anual de 10,15% (Banco Central do Brasil – Relatório de 1973).

número de investidores, especialmente na faixa dos pequenos e médios, incorreu em perdas consideráveis de capital. O elevado desequilíbrio refletido no excesso de oferta provocou praticamente a iliquidez dos ativos e a ameaça de paralisação de negócios com ações. Isso levou o mercado a um longo período de estagnação e a uma forte descrença dos investidores quanto à seriedade das regras praticadas nas bolsas de valores. O fato marcante nessa crise é que, apesar de um fenômeno característico de mercados secundários, o *crash* de 1971 afetou fortemente o débil mercado primário como fonte de recursos novos para sustentar investimentos na formação de capital.

Uma das explicações para a ruptura dos mercados secundários de ações se originava essencialmente do fato de que o marco regulatório engendrado em 1965 era incompleto e deficiente, necessitando, portanto, que se implementasse um novo arcabouço institucional para o mercado de capitais. Tal iniciativa deveria abranger tanto a estrutura regulatória como as diretrizes de governança corporativa, devendo priorizar a criação de mecanismos eficazes de informação e proteção aos investidores, especialmente na faixa dos minoritários, titulares de ações ordinários e preferenciais. O objetivo central deveria ser, então, o de recuperar a confiança da grande massa de investidores, um fator crucial para o crescimento do mercado de ações e debêntures conversíveis em ações, fonte crescentemente importante de financiamento industrial. Como salientado anteriormente, esse objetivo era coerente com a estratégia do II PND, ou seja: i) incentivar a redução do endividamento das empresas privadas nacionais junto às agências oficiais de crédito; ii) promover o seu fortalecimento *vis-à-vis* aos demais membros do “tripé” (empresas estatais e de capital estrangeiro), através da adoção de mecanismos indutores de fusões, incorporações, coligações, etc, com vistas a se conseguir ganhos de escala e eficiência competitiva.

Do ponto de vista das empresas emissoras, era imperativo atualizar-se a legislação relativa às sociedades anônimas de capital aberto, estabelecendo-se obrigações a serem assumidas pelo acionista controlador perante os acionistas minoritários e à própria empresa. Em particular, era necessário aperfeiçoar-se o sistema de *disclosure*, reprimir-se os casos de *insider trading* e criar-se facilidades que possibilitassem aos acionistas minoritários se fazerem representar nos conselhos de administração e fiscal da sociedade anônima. Adicionalmente, deveria ser aperfeiçoado o sistema de oferta pública para aquisição e

controle das sociedades abertas, em analogia às *takeover-bids*<sup>65</sup> do sistema americano, regras de auditoria externa, etc. Essas iniciativas se configuraram num amplo e complexo modelo institucional denominado “Lei das Sociedades Anônimas” (Lei 6.404/76).

No tocante à supervisão e regulação do mercado de capitais, em substituição à deficiente atuação do Banco Central vigente desde 1965, foi criada, no mesmo ano de 1976, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a qual, de modo semelhante ao modelo de regulação norte americano, passou a funcionar como agência autônoma vinculada ao Ministério da Fazenda. Essa agência se tornou responsável por um amplo leque de funções regulatórias e de supervisão do mercado de capitais, à semelhança, embora com um raio de ação muito mais restrito, da SEC (*Securities and Exchange Commission*) norte americana (Mendonça Netto, 1975, p. 386; Mishkin, 2000), cujo objetivo era essencialmente conseguir maior eficiência dos mercados de ações e debêntures.<sup>66</sup>

Nesse sentido, visando aprofundar o processo de *disclosure* implantado em 1965, atribuiu-se à CVM as funções de regulação e supervisão (orientação, fiscalização, registros, controles e punição) das atividades relativas a emissão e negociação de valores mobiliários, supervisão das bolsas de valores, gestão e custódia de valores, auditoria, consultoria e análise de valores mobiliários, etc. O poder regulatório da CVM abrangia, com efeito, os mercados primários e secundários de títulos, com destaque para ações e debêntures e outras formas de financiamento empresarial destinadas a formação de capital, ficando, no entanto, fora do seu alcance os títulos federais e os passivos emitidos pelas instituições financeiras.

Esse conjunto de iniciativas (criação da CVM e Lei das SA) representou, sem dúvida, um significativo esforço no sentido de adaptar e aperfeiçoar o aparato regulatório implantado em 1965. Todavia, tal veio a se concretizar somente onze anos depois e, portanto, com um grande atraso. Talvez, isso fosse justificado pela inadequada percepção, ou falta de interesse, das autoridades quanto à importância de mecanismos regulatórios

---

<sup>65</sup> Trata-se de uma oferta de compra, às vezes hostil, feita aos acionistas de uma corporação, visando adquirir o seu controle patrimonial.

<sup>66</sup> Relativamente ao mercado de capitais, corroborando o que se expôs na seção 2.1, a teoria dos mercados eficientes assume que o preço das ações deve refletir, a cada momento e de forma instantânea, todas as informações a respeito das empresas emissoras de ações negociadas nos mercados. Em sua versão forte, os preços das ações incorporam tanto as informações de conhecimento público, como as obtidas através de análises de especialistas e, portanto, de caráter estritamente privado. Isso implica dizer que os mercados eficientes dizem respeito à velocidade com que as informações são refletidas nos preços, de “...tal maneira que os investidores terão menos oportunidades de descobrir opções de investimento capazes de gerar taxas de retorno extraordinárias.” (Santos, 1978).

como instrumento de garantia de regras consistentes e transparentes destinadas ao funcionamento eficiente do mercado de capitais. As alterações promovidas no marco regulatório evidenciaram, de qualquer modo, quão precárias eram as bases que sustentaram a crença e as expectativas das autoridades manifestas no teor das reformas engendradas em 1965. Acreditou-se, equivocadamente, que bastaria implementar-se arranjos institucionais visando colocar em funcionamento uma estrutura financeira relativamente sofisticada sob a supervisão da autoridade monetária, e criar-se incentivos fiscais destinados a atrair os poupadores, para que o mercado automaticamente ganhasse amplitude física e crescente escala no volume de negócios. Ao contrário, antes de tudo foi preciso que a economia voltasse a dar sinais de crescimento sustentado a partir de 1968, e portanto 3 anos depois, para que se registrasse um certo incremento no ritmo de emissões. Isso revela que a outra condição necessária repousava não só no surgimento de expectativas favoráveis de retorno dos investimentos em bens de capital como e, principalmente, no clima de confiança entre os investidores capaz de atraí-los para papéis de renda variável, notadamente ações e debêntures conversíveis em ações.

Em suma, uma vez configurada uma clara trajetória de rápido crescimento econômico, o comportamento de ambas as partes do mercado, empresas emissoras e investidores, se revelou bastante agressivo, num ambiente de crescente otimismo especialmente de parte destes últimos. Entretanto, de um modo geral, os pequenos e médios investidores desconheciam o fato de não haver ainda um marco regulatório capaz de prevenir e impedir iniciativas fraudulentas ou excessivamente arriscadas, por parte das empresas emissoras, denotando, portanto, que estavam assimetricamente assumindo grandes riscos do ponto de vista do mencionado *trade-off* entre risco retorno.

De fato, quando da abertura de capital ou de novos lançamentos, nem todas as informações disponíveis (custosas, ou não) eram acessadas ao público investidor. De modo que apenas uma minoria privilegiada (*trading insiders*) tinha acesso a elas, denotando, com efeito, um elevado grau de opacidade nos negócios, algo semelhante ao problema da assimetria informacional visto em Stiglitz (1981; 1990). Nessas circunstâncias, os grandes prejuízos incorridos pelos investidores em geral se traduziram, a partir de 1971, num comportamento arredo e descrente com relação ao mercado de ações, o qual nunca foi superado completamente. Daí para a frente, apesar dos esforços empreendidos pelas bolsas

de valores e dos incentivos governamentais, notadamente os de natureza fiscal, o mercado de capitais não conseguiria infundir o grau mínimo de confiança junto ao público investidor, com vistas a se tornar uma alternativa consistente de financiamento industrial.

### 5.2.3 Emergência dos investidores institucionais e o seu importante papel para o desenvolvimento do mercado de capitais (do ponto de vista do *funding*)

Até o início da década de 70, cerca de 60% dos investimentos no mercado de capitais eram preponderantemente realizados por pessoas físicas. Essa participação se reduziu consideravelmente a partir do *crash* que se seguiu ao *Boom* de 1971. Desde então, os investidores pessoa jurídica tornaram-se predominantes no mercado, e dada a sua capacidade de mobilização de diferentes fluxos de poupança, passaram a desempenhar importância crescente no processo de abertura do capital das corporações e, por via de consequência, do financiamento de projetos de investimento de longo prazo. Nesse grupo de investidores se destacavam os fundos de investimento abertos e fechados, de natureza pública e privada, cujos recursos provêm da poupança voluntária, e.g., fundos mútuos de investimento, e da poupança compulsória, e.g., PIS e PASEP. Essa participação, inicialmente mais intensa nos processos de abertura de capital, tornou-se cada vez mais freqüente nos novos lançamentos de ações e debêntures conversíveis em ações, em processos típicos de *equity financing*. Em outros casos, os fundos também vieram a participar de emissão de debêntures simples e de outros papéis, e.g., notas promissórias, em processos característicos de *debt financing*.

Como resultado da ampliação dos negócios no mercado primário, avolumaram-se correspondentemente as operações de bolsa e de mercado de balcão, nas quais esses investidores passaram a igualmente ter participação preponderante e, mais importante, permitiu que esse segmento do mercado de capitais se tornasse menos vulnerável a mudanças nas expectativas e a choques adversos. Esses investidores, ao contrário das pessoas físicas, têm condições de elaborar análises mais acuradas sobre o comportamento e tendências do mercado, tanto pelas informações livremente disponíveis pelas empresas através de órgãos reguladores, como pela busca de informações custosas relevantes,

capazes de fornecerem subsídios adicionais destinados a embasar a tomada de decisão quanto a comprar, vender e/ou diversificar carteiras.

Os fundos mútuos de investimento são os mais tradicionais investidores pessoa jurídica e, mesmo antes da “Lei do Mercado de Capitais”, já existiam importantes instituições no Brasil, tais como os fundos Crescincos e Deltec. Mas, somente com o advento do novo marco institucional, que lhes deu conformação jurídico-legal e financeira e definiu as entidades habilitadas a administrá-los (bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento e corretoras de valores), é que eles se tornaram importantes alternativas de aplicação de capital de pessoas físicas e jurídicas. Posteriormente, aos fundos fiscais 157 se juntaram o PIS/PASEP, os fundos de investimento setoriais (FINOR, FINAM e Fiset Pesca e Turismo) e importantes outros fundos administrados pelo BNDE, Banco do Brasil e Banco Central (Andrezzo e Lima, 1999).

Mais à frente, no bojo da estratégia do II PND, foram criadas três subsidiárias no âmbito do BNDES (EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA), as quais se revelaram importantes fundos de investimento direcionados para a indústria de bens de capital. Ainda no âmbito do BNDES, destacaram-se a criação de diversos fundos de apoio ao financiamento de aquisições e participações no capital das empresas. Dentre esses, cabe mencionar o FUMCAP (fundo de desenvolvimento do mercado de capitais)<sup>67</sup>, cuja principal finalidade era a subscrição de títulos e valores mobiliários de renda fixa e de renda variável (debêntures e ações), através de operações de *underwriting* firme. O objetivo geral era avançar no processo de dinamização do mercado de títulos e, em especial, capitalizar as empresas nacionais, com vistas a se alavancarem em projetos de expansão e modernização no segmento da indústria de máquinas e equipamentos, inclusive melhorando seus índices de endividamento. Os recursos do FUMCAP provinham do BNDES, do Banco Central e da Caixa Econômica Federal, os quais deveriam ser repassados pelos bancos de investimento.

Ainda nos anos 70, outras instituições congêneres foram criadas, tais como os fundos de previdência privada de empresas estatais e as sociedades de investimento em capital estrangeiro. Finalmente, deve-se agregar ao conjunto de investidores institucionais

---

<sup>67</sup> Criado através do decreto 69.554/71 e regulamentado pela Resolução 213/72 do CMN. A sua entrada em vigor se deu, porém, em 1973 (Vide Banco Central do Brasil, relatório anual de 1973, e Conjuntura Econômica, nov/1973).



as cias. seguradoras, cujas crescentes reservas técnicas levaram-nas a se constituírem em importantes fontes de fundos de investimento do mercado de capitais.

Em suma, no final da década de 70, já havia uma importante indústria de fundos de investimento, destacando-se os fundos de investimento privados, os fundos de previdência privada, as reservas técnicas das seguradoras, os fundos de investimento compulsórios, os fundos de incentivo fiscal e os fundos geridos por instituições financeiras oficiais. Tais entidades funcionavam de acordo com regulamentos elaborados segundo o novo marco regulatório gerido pela CVM, com o objetivo mais geral de dinamizar o mercado de títulos. De modo mais específico, o interesse fundamental era tentar preservar a liquidez e equilíbrio patrimonial dos investidores e, em outros, evitar operações fraudulentas, e.g., participações cruzadas, susceptíveis igualmente de ocasionar algum tipo de desequilíbrio capaz de pôr em risco a estabilidade financeira dos fundos e o retorno dos capitais investidos. Esse esforço era coerente com a estratégia do II PND de fortalecer o mercado de capitais, de modo que ele viesse a cumprir a função essencial no processo de financiamento do crescimento econômico.

### 5.3 UMA SÍNTESE SOBRE A POLÍTICA ECONÔMICA E ALGUNS ASPECTOS DO DESEMPENHO DA ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO DE 1968-79

#### 5.3.1 O período do “Milagre” (1968-73)

Após a superação de um lustro de relativa estagnação (1962-67), e embora a política gradualista de combate à inflação não tivesse conseguido atingir a meta de estabilização de preços,<sup>68</sup> a política do novo governo empossado em março de 1967 era de um certo distanciamento do programa ortodoxo preconizado pelo PAEG, especialmente do ponto de vista do ritmo da estratégia de crescimento. Com efeito, sem prejuízo do combate à inflação, foram tomadas várias medidas de política econômica, com o objetivo de acelerar o crescimento.

---

<sup>68</sup> No período de 1964-66, a inflação declinou do patamar de 90% para cerca de 40%, frente à meta de 10% prevista pelo PAEG.

O diagnóstico contido no Plano Estratégico de Desenvolvimento (PED, p. 93-5), alinhava algumas restrições naquele sentido, tais como o esgotamento do processo de substituição de importações e o aumento do peso relativo do setor público na economia. Dado que a contribuição desses dois vetores aparentemente havia atingido o seu limite, a solução para o problema do crescimento residiria na expansão dos investimentos privados. Nesse sentido, na avaliação do Plano, as decisões de investimentos, especialmente nos setores mais dinâmicos, se tornaram menos dependentes do tamanho do mercado e mais das expectativas do aumento no seu ritmo de crescimento. O objetivo da política econômica deveria, então, se concentrar na consolidação da infra-estrutura e na implementação de programas indutores da expansão da demanda agregada. Entretanto, as metas quantitativas de crescimento tinham que ser conciliadas com as seguintes restrições: a aparentemente limitada capacidade de poupança, a restrição da capacidade de importar e a redução da taxa de inflação.

Não é objetivo deste trabalho analisar como se procurou acomodar essa situação. Mas, a respeito das limitações citadas acima, convém inicialmente ressaltar um dado importante nessa estratégia, quando “(...) o PED afirma não existirem limitações à taxa de investimento da economia no que toca à capacidade de poupança interna. As limitações mais sérias estariam situadas na dimensão financeira e não na dimensão real da poupança.” Tratava-se portanto de reconhecer que o obstáculo a um maior volume de investimento não era o volume de poupanças, mas aos problemas relacionados ao modo como as instituições operavam no sentido de canalizá-las para os investimentos. (Alves e Sayad, 1973, p. 99)<sup>69</sup>

Do ponto de vista da limitada capacidade de importar, a questão era vista não como um hiato de recursos reais (insuficiência de poupança interna), mas como um problema de hiato do balanço de pagamentos e, portanto, de escassez de oferta de divisas. Essa questão poderia ser então superada com uma política de estímulo ao influxo de capitais externos, por exemplo, através da criação de incentivos direcionados para o incremento dos investimentos externos diretos e de uma deliberada estratégia de endividamento junto ao mercado internacional de capitais. Em suma, para resolver o problema da insuficiência de

---

<sup>69</sup> Pode-se notar nessa colocação um certo viés pós-keynesiano observável em Keynes, Davidson e Minsky, no sentido de que o investimento expande a produção e a renda, a qual cria o potencial de poupança necessária para financiá-lo (*ex-post*). Esse é o tipo de raciocínio desenvolvido no modelo do circuito “financiamento-investimento-poupança-*funding*”, conforme analisado no Capítulo 2.

fundos domésticos para sustentar o ritmo de crescimento mais acelerado, a política econômica que começou a se consolidar a partir de 1968 deveria tentar associar à tradicional e instável estratégia do investimento externo direto com uma nova estratégia de crescimento com endividamento externo (Baer, 1986, p. 84-5).

Essa estratégia seria facilitada, de um lado, pelos resultados efetivamente observados com respeito às taxas de crescimento do PIB e, de outro, pela abundante liquidez internacional do euromercado e pela internacionalização do sistema financeiro brasileiro. Com relação a esse último quesito, convém lembrar que o Brasil passou a ter acesso à abundante poupança externa, tanto através dos empréstimos para repasse da Resolução 63/67, como pelo mecanismo legal da lei nº. 4.131/62, este último permitindo a captação direta de recursos por grandes empresas nacionais e estrangeiras aqui instaladas.

No tocante à política fiscal, o objetivo central era reduzir a participação relativa do setor público no PIB, através do corte em gastos de custeio e de aumento das receitas, sem prejuízo da sustentação de programas prioritários de investimentos, especialmente os de natureza infra-estruturais e de redução dos desequilíbrios regionais. Por último, com relação à política monetária, a meta era dar continuidade ao combate sistemático à inflação, porém sem criar problemas de liquidez. Assim, os meios de pagamentos e as taxas de juros deveriam se comportar de acordo com a expectativa de queda paulatina dos preços, de modo a assegurar-se o atendimento das necessidades de crédito das unidades econômicas em geral. Posteriormente, percebeu-se a conveniência de se adotar políticas de crédito seletivo típicas do modelo de “repressão financeira” (McKinnon, 1973; Shaw, 1973), através das quais se garantiu taxas de juros subsidiadas como incentivo à sustentação de investimentos em diferentes setores da economia. Com isso, pôde-se garantir a expansão dos investimentos e de outros gastos (consumo, governo e exportações), envolvendo setores considerados prioritários do ponto de vista da estratégia almejada de crescimento.

Com efeito, a economia logrou alcançar uma trajetória sustentada de crescimento no período de 1968-73, graças ao grande endividamento do setor privado (famílias e empresas nacionais e estrangeiras) e das empresas do setor público. O PIB cresceu à taxa média anual superior a 10% no período de 1968 a 1973, enquanto que a taxa média anual da indústria de bens de capital cresceu 18,1 % no mesmo período. O apoio financeiro do BNDE e da FINAME, suplementado por créditos de fornecedores externos (*supplier's credit*) tiveram

participação importante no crescimento da indústria de bens de capital (Lago *et. al.*, 1979, p. 142), cujos investimentos foram realizados predominantemente por empresas estatais e privadas nacionais. Porém, denotando que a capacidade ociosa ainda estava longe de se esgotar, o crescimento que se verificou nesse período foi puxado preponderantemente pela expansão da indústria de bens de consumo, notadamente duráveis e semi-duráveis, como automóveis e eletrodomésticos e eletrônicos, calçados e têxtil, e pelo crescimento da indústria da construção civil e habitacional.

Quanto às empresas multinacionais aqui instaladas, estas preferiram, a partir do final dos anos 60, reduzir o autofinanciamento, dada a restrição de remessa de lucros. Como alternativa, e como forma de recuperação mais rápida do capital investido, passaram a captar intensamente recursos em moeda, via Lei nº. 4.131 e Instrução 289/65. No período de 1966-73, a maior parte dos empréstimos tomados pelas empresas estrangeiras era destinada ao atendimento das necessidades de capital de giro (Lago, 1990, p. 142), ou, no auge do ciclo, para fins especulativos, em operações de arbitragem e *rent-seeking* no circuito financeiro (Tavares, 1978, p. 157). No tocante ao investimento externo direto, grande parte dos recursos se destinou à instalação de filiais estrangeiras no país, através da aquisição de empresas nacionais. A propósito, sobressale ressaltar que, segundo estudos de Newfarmer e Mueller (*apud* Baer, 1986, p. 93), cerca de 52% das filiais que se instalaram no Brasil no período de 1966-70, e 61%, no período de 71-73, se deram através de aquisição de indústrias existentes, caracterizando um forte processo de desnacionalização do setor produtivo.

Em suma, no período de 1968-73, a estratégia de crescimento via endividamento externo não tinha relação com problemas de desequilíbrio preexistente do balanço de pagamento, até porque a dívida externa líquida vinha se mantendo relativamente estável desde 1960, a qual cresceu monotonicamente de US\$ 2,9 bilhões naquele ano, para US\$ 3,5 em 1968 (Cruz, 1998, p.69). Tão pouco, tinha a ver com o desempenho do balanço em conta-corrente no período. Na verdade, o endividamento externo, como ressaltava Baer (*ibid.*, p. 94) se deveu à estratégia adotada visando atrair o capital externo, a fim de se conseguir maior robustez ao estoque de reservas, o que, a nosso ver, pode ser interpretado numa ótica pós-keynesiana como o desejo de melhorar a estrutura *speculative finance* associada ao balanço de pagamentos. Entretanto, grande parte do desequilíbrio externo, equivalente ao

aumento da dívida externa, passou a ser explicado e determinado pela singular dinâmica da internacionalização produtiva da economia brasileira, centrada em fatores essencialmente financeiros.

Deve-se salientar, a propósito, que esse processo de internacionalização financeira teve participação significativa dos bancos comerciais e dos bancos de investimento, especialmente desses últimos, em particular no tocante às operações de captação e repasse de recursos via Resolução 63. No entanto, uma pesquisa realizada pelo IPEA/INPES (Baer, 1986, p. 92), apontava que o “(...) ‘financiamento de projetos industriais não guarda nenhuma dependência direta com relação ao sistema financeiro nacional. Nos principais setores (...) o alto nível de autofinanciamento, o investimento direto das empresas estrangeiras e os empréstimos do exterior fazem com que a formação real do capital não tenha qualquer tipo de vinculação direta com o desenvolvimento financeiro (interno)’”. Isso permite concluir, em princípio, que os recursos captados por essas instituições, especialmente no mercado de eurodólares, se destinaram à sua própria multiplicação na esfera financeira interna, e/ou foram utilizados para repagamento parcial de dívidas contraídas em períodos muito curtos, num processo típico de *roll-over*.<sup>70</sup>

### 5.3.2 O II PND e a crise de estabilização (Período 1974-79)

No último ano do “Milagre”, a taxa de crescimento do produto atingiu cerca de 14%, revelando o auge do ciclo de expansão. Por essa razão, a economia já mostrava uma certa fadiga, evidenciada pela retração da taxa de crescimento do produto industrial, que se reduziu de 15,8%, em 1973, para 8,4% em 1974, embora o investimento agregado neste ano tenha, por conta do elevado volume de importações, ainda crescido substancialmente mais que o PIB (Serra, 1998, p. 114). Na avaliação desse autor, a queda no nível de atividade não se deveu a restrições do lado da demanda de investimento, e nem tampouco das importações, mas, sim, em virtude da volta de pressões inflacionárias decorrentes de esgotamento do longo processo de crescimento acelerado (desde 1968) apoiado na demanda de bens de consumo em geral e no crescimento da indústria da construção civil.

---

<sup>70</sup> Mais à frente, será considerado que essa estratégia envolvia altos riscos, pois se tratava de captar recursos em mercados de taxas de juros flutuantes, em prazos quase sempre descasados, para financiar projetos de longa maturação (Batista, 1987, p. 68), o caracteriza a finança *Ponzi*.

Com efeito, o governo procurou controlar a inflação, através de uma política monetária contracionista, cujo alcance produziria um forte aperto na liquidez global e no crédito ao consumo. De fato, foram as políticas de arrocho monetário e salarial as responsáveis pela abrupta redução no ritmo de crescimento observado em 1974, cujos impactos se tornaram tão mais evidentes por se tratar do fato de que o modelo era sustentado basicamente pela indústria de bens de consumo e de construção habitacional. Por outro lado, o choque do petróleo ocorrido em março de 1974 veio agravar singularmente, mas não exclusivamente, as possibilidades de recuperação do crescimento econômico. (Serra, 1998, p. 124; Goldenstein, 1994). Mesmo que contornadas as pressões de demanda, como explicado acima, estava-se agora na presença de um severíssimo choque de oferta, cujos efeitos negativos seriam potencializados em face do modelo de crescimento altamente intensivo em energia proveniente de petróleo e, portanto, com forte tendências ao desequilíbrio externo.

Não obstante, o II PND foi elaborado a partir do diagnóstico segundo o qual a economia não deveria interromper o ritmo de crescimento acelerado observado desde 1968, considerando, porém, a necessidade de contornar as restrições impostas pelo choque de petróleo e pela ameaça de volta da inflação. Segundo Castro e Souza (1985), duas opções de política econômica se afiguravam no cenário econômico “pós-Milagre”. A primeira se concentrava na estratégia de ajustamento, que se traduzia na adoção de políticas fiscal e monetária contencionistas. Nesse caso, o resultado seria a interrupção do amplo programa de investimentos conhecidos como “safra do milagre” e, pior, representaria uma reacomodação da economia ao nível das peculiares exigências do mercado, cujo resultado seria apenas adiar o enfrentamento da crise de vulnerabilidade externa que se abateria sobre o país. A segunda opção residia no oposto das recomendações da “sabedoria convencional”, isto é, na escolha da estratégia do “crescimento-com-endividamento” externo, “(...) a fim de evitar as dificuldades e sacrifícios que há de enfrentar-se para que a economia se adapte às novas circunstâncias.”<sup>71</sup> (*Ibid.*, p. 27). Na realidade, o II PND iria representar um novo

---

<sup>71</sup> Nas palavras dos autores: “O crescimento veloz e horizontal, e tecnologicamente passivo dos anos 1968/73 teve abrupto fim em 1974. Dali por diante, em *marcha forçada*, a economia subiria a rampa das indústrias capital-intensivas e tecnologicamente intensivas. A nova arremetida e em particular os investimentos integrantes da safra de 74 garantiriam cinco anos de crescimento a uma taxa média elevada – pouco inferior, de fato, à taxa alcançada quando da implantação da indústria automobilística. (...). Tomados em conjunto estes anos, verifica-se que de 1974 a 80 a indústria de transformação cresceu 7,1% ao ano, enquanto que a

estilo de crescimento, cujos resultados fizeram com que, na opinião desses autores, se registrasse, mais à frente, menor dependência do investimento externo em áreas cruciais para o desenvolvimento das indústrias fortemente intensivas em capital e tecnologia.

O programa envolvia a meta de crescimento de 10% para o PIB, visando em especial completar o processo de substituição de importações interrompido com o final do Plano de Metas. Nesse sentido, a estratégia de crescimento foi centrada na expansão da indústria de bens de capital e insumos básicos, e no aumento das exportações de matérias-primas. Além disso, o II PND contemplou projetos de investimentos destinados a eliminar a ameaça de restrição energética e os gargalos nos setores de eletrificação, transportes, telecomunicações, e outros, aliás, condição fundamental para viabilização do próprio Plano (Batista, 1987, p. 70).

Esse amplo leque de inversões deveria ser executado num prazo de cinco anos (1974-79), cujas fontes de financiamento deveriam provir de fundos internos (voluntários e compulsórios), através da reciclagem de recursos para investimentos em bens de capital, antes destinados ao consumo, utilizando-se para tanto as instituições financeiras públicas e privadas atuantes no mercado de crédito e de capitais. Isso envolvia um aprofundamento das políticas de crédito seletivo e de subsídios e incentivos fiscais (Banco Mundial. Brasil: Análise dos Sistemas Financeiros, 1985). Denotando a continuidade da estratégia anterior de crescimento via endividamento, outra fonte complementar importante de fundos deveria provir do financiamento externo e de investimentos diretos, via capital de risco (*joint ventures*). Finalmente, esse padrão de financiamento deveria compreender variados estímulos e incentivos aos investimentos e a importações de bens intermediários e de capital (petróleo, máquinas, equipamentos e produtos químicos) de interesse direto do Plano. Isso compreendia isenções fiscais, reduções tarifárias, créditos subsidiados, etc. Denota-se que, nesse particular, tornou-se evidente o aprofundamento da repressão financeira a que se aludiu anteriormente.

Segundo alguns autores, o II PND foi parcialmente desativado em 1966 (Serra, 1998, p. 120; Lessa, *apud* Goldenstein, p. 80).<sup>72</sup> Portanto, ele teria tido menos de dois anos

---

indústria de bens de capital cresceu 8,5% ao ano.” Apesar da recessão iniciada em 1981, prosseguem os autores, “(...) a marcha forçada não cessa com a reversão da política econômica, em fins de 1980. A recessão torna negativo o crescimento, mas não detém o avanço.” (Castro e Souza, 1985, p. 76-7).

<sup>72</sup> Uma opinião francamente divergente é a de Castro e Souza, como se viu acima.

de efetiva duração. O motivo disso teria sido a necessidade de se dar ênfase, mais uma vez, à política econômica de estabilização e ajustamento a partir de 1976. Essa política compreendia o contingenciamento do crédito, elevação da taxa de juros e do compulsório, limitação do acesso das empresas estatais ao mercado de capitais, etc. (Coutinho e Belluzzo, 1998, p. 188). Nesse sentido, era preciso amortecer o ímpeto inflacionário e conjurar a ameaça de crise no balanço de pagamentos, ambos os problemas ocasionados pelo aumento nos preços de importações de insumos, em particular os derivados do petróleo, e pelo próprio custo e descompasso dos investimentos programados nos diferentes setores da economia. Convém lembrar, a propósito, que esses investimentos se caracterizavam por elevada densidade de capital e por elevados prazos de maturação.

Por outro lado, em face de restrições internas e externas, o financiamento dos investimentos previstos no Plano não pôde contar com o aporte integral de poupança voluntária doméstica, e nem com a participação de parceiros internacionais via *joint ventures*, como previsto. O financiamento do II PND ficou, então, muito dependente de empréstimos externos, captados a taxas flutuantes no mercado de eurodólares, porém o grosso dos recursos proveio das instituições oficiais de crédito, especialmente do BNDE e suas subsidiárias, dos investimentos das empresas estatais do setor produtivo e do apoio governamental via incentivos fiscais.

Malgrado esses percalços, o Plano conseguiu obter resultados positivos no que diz respeito à substituição de importações de produtos intermediários (insumos básicos), no aumento de exportações de matérias-primas, à expansão da indústria de bens de capital e vigoroso salto na indústria da construção civil (Castro e Souza, 1985; Serra, 1998). Do ponto de vista mais geral, o Plano conseguiu sustentar uma taxa anual média de crescimento de 7% e, portanto, dentro da trajetória observada desde os anos 50. Todavia, coube ao setor público diretamente (até 1976) e indiretamente, através de empresas estatais (até 1979), sustentar os investimentos na formação de capital (insumos básicos, energia e prospecção de petróleo). A demanda de investimento do setor privado cresceu nos dois anos iniciais do Plano, em função de decisões anteriores ao início de sua implementação, experimentando, porém, ritmo de desaceleração logo a partir de 1974, o que contribuiu para inibir a taxa de crescimento do produto.



Em suma, a implementação do II PND ocorreu sob fortes distúrbios na economia internacional, caracterizados por aceleração inflacionária, elevação da taxa de juros e choques do petróleo, os quais acarretaram um longo período de políticas recessivas domésticas e forte contração no comércio exterior na maioria das economias desenvolvidas. O único fator favorável era a abundante liquidez internacional, especialmente no mercado de eurodólares, cujos recursos, porém, se tornaram crescentemente onerosos, em função das expectativas em torno da volatilidade das taxas de juros e dos riscos cambiais. Coerentemente, dada a inserção dependente da economia brasileira nesse contexto, o II PND, apesar do relativo êxito em indicadores importantes, como foi assinalado, deixou como herança o agravamento tanto dos problemas internos (persistência da inflação), quanto dos problemas externos (crise de balanços de pagamentos e da dívida externa).

Por fim, como aspecto mais marcante do ponto de vista deste trabalho, deve-se assinalar o significativo avanço no processo de integração e internacionalização do sistema financeiro brasileiro e as conseqüências que isso produziu nas esferas produtiva e financeira da economia. Entretanto, apesar de haver conseguido se estruturar em bases mais sólidas na forma de grandes conglomerados, e de claros avanços na política de desenvolvimento do mercado de capitais, denota-se que o sistema financeiro permaneceu muito aquém do que dele se esperava quando da formulação do Plano. Com efeito, além das tradicionais linhas de financiamento de capital de giro, lastreadas com repasses de recursos internos e externos, o sistema preferiu avançar em operações de arrendamento mercantil e em operações de portfólio no mercado de títulos públicos e privados, estas responsáveis diretamente pela alimentação da chamada “ciranda financeira”. Essa questão, que nasce no início dos anos 70 e se projeta por toda a década, dará nova forma e conteúdo ao sistema financeiro, num autêntico processo de desvirtuamento quanto aos seus objetivos de mais longo prazo, isto é, o de se tornar parceiro efetivo das empresas em negócios envolvendo projetos de investimento na formação de capital. Isso será objeto de análises que se seguem.

## 5.4 RAZÕES DETERMINANTES DA BAIXA PARTICIPAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO PERÍODO DE 1968-73

### 5.4.1 Período do crescimento acelerado: 1968-73

No início desse período, as condições econômicas e políticas eram particularmente favoráveis à reorientação da estratégia de ajustamento industrial. A inflação estava sob controle e seguia uma trajetória de queda, a dívida externa era relativamente baixa, e, além disso, existia uma elevada capacidade ociosa na indústria de bens de consumo herdada do PAEG. Por outro lado, os bancos comerciais já haviam alcançado razoável nível de concentração e escala, e um grande número de bancos de investimento já estava em pleno funcionamento. (Bouzan, 1973; Almeida, 1980). Por seu turno, apesar de haver sido recém-estruturado, o mercado de capitais se achava, nas circunstâncias, razoavelmente preparado para desempenhar, juntamente com os bancos de investimento, as tarefas relativas à intermediação nos mercados primário e secundário de títulos. Isto conduz à suposição de que o sistema financeiro poderia ter sido envolvido mais fortemente na nova estratégia de crescimento. Infelizmente, porém, os principais agentes do setor não foram suficientemente induzidos a participarem, enquanto atores privilegiados, do novo “filme de longa metragem” que os responsáveis pela política econômica se propunham a realizar.

Aqui, de novo, surge a indagação: existiam novos fatores para explicar essa “marginalização” do sistema financeiro, ou afloraram outros condicionamentos importantes no processo, indicando alternativas de negócios mais lucrativas e menos arriscadas? Para se tentar dar uma resposta a essa questão, convém esclarecer que a nova política econômica adotada a partir de 1968 decidiu que, em continuidade à estratégia do PAEG, os bancos comerciais e de investimento deveriam se concentrar em operações de financiamento do capital de giro empresarial e de consumo de bens duráveis e semi-duráveis. Todavia, a partir de 1969, com o aperfeiçoamento dos mecanismos de *open market* e, mais especificamente, com a criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e das Letras do Tesouro Nacional, acrescentou-se-lhes outro importante nicho de negócios: a co-participação na gestão da dívida pública em parceria com o Banco Central (Ferreira,

1974; Barros, 1975; Fendt, 1977). Nesse contexto, com o desenvolvimento das operações de mercado aberto e, em particular, a criação do mecanismo de operações compromissadas, essas duas instituições financeiras, em especial os conglomerados liderados pelos bancos comerciais, passaram a atuar intensamente nos canais de gestão monetária e da dívida pública, convertendo-se nos mais importantes agentes financiadores do governo e nos principais responsáveis pelas condições de liquidez do mercado monetário e de títulos em geral.

Quanto aos investimentos na base industrial, sob responsabilidade das empresas estatais e de autarquias, seus principais fundos provieram de autofinanciamento complementados com empréstimos externos. Igualmente, os investimentos das multinacionais, fortemente concentrados em capital de giro, também passaram a ser financiados basicamente com empréstimos externos. Já os investimentos das empresas privadas nacionais (capital fixo e/ou de giro) contavam com os fundos das agências públicas de crédito (BNDE/FINAME, BB, CEF e BNH), também complementados, embora em menor escala, com capital externo.

Algumas questões fundamentais devem ser colocadas nesse contexto: i) o crescimento econômico foi nos primeiros anos do “Milagre” sustentado pela utilização de capacidade ociosa e, portanto, com aportes de capital para atender necessidades de reposição e giro, sendo parcela significativa proveniente de empréstimos externos tomados diretamente no mercado de eurodólares, a taxas de juros flutuantes; ii) no âmbito do setor privado, os grandes tomadores foram as empresas estrangeiras (ao amparo da Lei nº. 4.131 e da Instrução 289)<sup>73</sup> e os bancos comerciais e de investimento, através da Resolução 63; iii) parcela crescente da contrapartida em dólares captados no exterior se destinou à formação de reservas e à liquidação dos déficits no balanço de serviços. Como se pode denotar, é em função dessa estratégia de financiamento via endividamento externo induzida pelo governo que se concretiza uma forte internacionalização da economia e uma estreita conexão do sistema financeiro doméstico com o sistema financeiro internacional.

Uma observação importante a reter dessa análise é que, em seus traços essenciais, a política de crescimento econômico adotada no período do “Milagre” pode ser considerada

---

<sup>73</sup> Essa instrução da SUMOC, de 24.01.65, permitia que as empresas captassem diretamente empréstimos externos destinados ao financiamento de capital de giro de maturidade de 6 a 12 meses, as quais respondiam pelo risco cambial. (Moura, 1981).

como uma extensão e continuidade do Plano de Metas. Portanto, pelas mesmas razões apontadas anteriormente, ela se baseou no velho “tripé”, no qual as características e específicas necessidades de financiamento eram de modo a naturalmente excluïrem os bancos privados no processo de financiamento de suas necessidades de capital de longo prazo. Da ótica pós-keynesiana, esse contexto poderia, no entanto, ser alterado se houvesse uma reorientação séria na estratégia de crescimento industrial e de suas fontes de financiamento, principalmente a partir de 1971, quando se percebe um certo grau de inelasticidade na curva de oferta agregada. Com efeito, os projetos de implantação e expansão de plantas industriais, tanto na indústria de base como na indústria de transformação, poderiam gradativamente contar com a participação dos principais conglomerados liderados pelos bancos comerciais e de investimento, via mecanismo *finance/funding*, visto que essas instituições se encontravam bastante capitalizadas, cujas habilidades e credibilidade já eram suficientes para coordenar ou co-liderar grandes empreendimentos industriais.

Todavia, embora tenha havido nos três últimos anos do “Milagre” um considerável aumento nas inversões na indústria de bens de capital (Tavares e Belluzzo, 1998),<sup>74</sup> o papel dos bancos comerciais e de investimento neste setor continuou inteiramente passivo. Isto é, limitado ao financiamento de “capital de trabalho”, com crescente destaque para os repasses de recursos internos e externos, sob condicionalidades previamente definidas pelos seus fornecedores. Portanto, mesmo em relação aos recursos captados internamente, alocados segundo requisitos de adequada combinação de lucro e liquidez, seu papel continuou sendo o de ator coadjuvante - e não determinante - do processo de desenvolvimento industrial.<sup>75</sup> Ou seja, essas instituições não foram convenientemente induzidas – ou simplesmente se recusaram - a se envolver nas definições e escolhas

---

<sup>74</sup> No período de 1971/73, a indústria de bens de capital experimentou um aumento anual médio de 39%, o que se deu juntamente com uma elevada demanda de importações. Esse crescimento foi resultado da forte expansão da indústria automotiva, siderurgia, telecomunicações, combustíveis e petroquímica e bens não-duráveis (têxtil, editorial e gráfica e químico-farmacêutica) e de equipamentos pesados. No entanto, com exceção do investimento externo direto e de crédito de fornecedores estrangeiros, coube às instituições financeiras públicas – notadamente BNDE, Banco do Brasil e CEF -, o atendimento das necessidades de complementação ou suplementação de capital para financiamento de projetos industriais de longo prazo, ficando o setor financeiro privado virtualmente à margem do processo. (Tavares e Belluzzo, 1998, p. 147).

<sup>75</sup> Um estudo especial sobre o desempenho dos bancos de investimento foi feito por Conjuntura Econômica (FGV) – Set./1973.

estratégicas a respeito do financiamento de plantas industriais, de tecnologias de produção, de mercados, etc.

À luz dessas considerações, pode-se perceber porque a participação desses bancos no processo de crescimento industrial foi tão limitada. A rigor, ela se dava apenas depois da fase de maturação dos empreendimentos, ou seja, ela se tornava importante apenas na “fase de manutenção” e eventuais ajustes no ciclo de produção definidos pelos atores empresariais. Essa observação é válida não apenas para o mercado de crédito. Ela também se confirma para o caso do mercado de capitais, pois neste, além de pouco relevante como fonte de financiamento, o papel dos bancos de investimento raramente teve, como se aludiu anteriormente, importância conferida às operações de subscrição total ou parcial das emissões no mercado primário de ações e debêntures.

Nesse ponto, seria conveniente tentar buscar alguma justificativa para esse comportamento do sistema financeiro, claramente omissos no tocante ao financiamento industrial. De uma perspectiva pós-keynesiana, a explicação residiria na estratégia de gerenciamento de ambos os lados do balanço. Do lado do passivo, embora na presença de uma relativamente baixa taxa de inflação, os fundos eram provenientes de recursos de depósitos de curta maturidade (à vista e a prazo) e de recursos de longo prazo captados no exterior, os quais permitiam uma certa flexibilidade operacional. As demais fontes eram originárias dos compromissos por operações de repasse junto a agências oficiais de crédito e aos eurobancos, os quais tinham destinação prevista nos respectivos contratos.

Nessas circunstâncias, a postura keynesiana da firma bancária visando conciliar os objetivos de lucratividade e liquidez recomendava que os bancos direcionassem suas reservas para ativos de menor risco, que combinassem dinamicamente maior margem líquida de retorno com prazos de maturação relativamente mais curtos. Esses ativos correspondiam a diversas operações de crédito envolvendo: i) suprimento de capital de giro empresarial, em suas diversas modalidades, com destaque para o desconto de títulos; ii) empréstimo à pessoal física, com ou sem destinação específica; adiantamentos ao setor público; operações com títulos do governo em aquisições definitivas e de curtíssimo prazo no *open/over*, etc.

Denota-se, portanto, que os bancos procuravam casar suas operações ativas e passivas sob parâmetros de rentabilidade e preferência pela liquidez, evitando operar sob

estruturas alavancadas, de modo a reduzir o seu grau de dependência das operações de redesconto junto à autoridade monetária. Essa atitude excessivamente conservadora das instituições bancárias, particularmente dos grandes conglomerados financeiros, revelava uma característica de um sistema relativamente fechado e pouco diversificado e bastante dependente do Banco Central para a solução de seus problemas correntes de liquidez. Deve-se atentar para o fato de que o mercado monetário ainda não era suficientemente desenvolvido e, portanto, os ajustes diários de liquidez somente poderiam ser realizados mediante alternativas de mercado junto aos doadores finais, ou o acesso aos recursos do prestador de última instância.

Em suma, dadas essas considerações, pode-se assumir que a estratégia de política industrial do “Milagre” foi caracteristicamente *company-led growth*, porém o Estado se obrigou a participar diretamente através de investimentos em importantes setores de infraestrutura (energia, transportes, comunicações, etc) e de base (metalurgia, petroquímica e outros insumos básicos). Todavia, a falta de uma estratégia mais ampla e de longo prazo, observável tanto nas posturas do mercado como na do governo, gerou conseqüências nefastas para a continuidade da trajetória de crescimento econômico. As limitações em termos de expansão da produção de bens de capital somente começaram a ser atenuadas em 1970/71, quando se percebeu o esgotamento da capacidade ociosa herdada do Plano de Metas.

Outras implicações importantes decorreram da inserção financeira da economia de forma dependente e extremamente arriscada no mercado internacional de capitais. Como se salientou anteriormente, os empréstimos contraídos ao amparo da Lei nº. 4.131 e da Resolução 63 eram feitos com encargos de taxas de juros flutuantes, sendo que grande parte desses compromissos era formalizada com garantia final do Tesouro Nacional. Assim, a crise de balanço de pagamentos iniciada por volta de 1973 (Baer, 1993; Cruz, 1998), que se estende e se aprofunda no curso dos dez anos seguintes, se torna o fator diretamente responsável pela crescente fragilização financeira do Estado. A estratégia com a qual o governo resolveu enfrentar essa crise tornou-se o fator determinante da continuidade do comportamento retraído do sistema financeiro nas atividades de financiamento de longo prazo. Isso é que se procurará explicar em seguida.

#### 5.4.2 Crescimento econômico, instabilidade e acumulação na circulação financeira

A estratégia industrial do governo Geisel (1974-79) se norteou pelo objetivo básico de aprofundar e completar o processo de substituição de importações nos setores de insumos básicos e indústria pesada. Comparativamente ao Plano de Metas, pode-se apontar três importantes diferenças. Primeiro, a substituição de importações deveria contemplar, em simultâneo, a possibilidade de expansão das exportações, como foi o caso da estratégia de desenvolvimento da Coréia (Goldenstein, 1994; Aldrighi, 1997; Coutinho, 1999; Yoon e Souza, 2001). Segundo, o Plano deveria considerar a necessidade de fortalecimento da empresa privada nacional, a parte mais fraca do “tripé”. E, terceiro, deveriam ser criados mecanismos de incentivo e indução à participação do sistema financeiro doméstico no seu processo de financiamento. Este último ponto será especialmente destacado na análise que se segue, dada a sua relação direta com o objetivo deste trabalho.

Como se assinalou anteriormente, a idéia abrangia ações tanto no mercado de crédito como no de capitais. Nesse sentido, avaliou-se que um modo de viabilizar a participação dos bancos consistia no aprofundamento do processo de conglomeração financeira, incluindo a possibilidade de sua integração com o setor produtivo, através da formação de conglomerados financeiro-industriais e financeiro-serviços, etc. No tocante ao mercado de capitais, a idéia era a recuperação e fortalecimento do mercado primário de títulos privados, especialmente no segmento de ações e debêntures. Para tanto, além do esforço de aperfeiçoamento do marco regulatório (CVM, Lei das SA, etc), foram criados mecanismos destinados à ampliação da participação das instituições privadas tradicionalmente atuante nesse mercado. Todavia, como salientado na subseção 5.1.3, a tentativa de “cooptação” dos conglomerados financeiros a fim de torná-los parceiros privilegiados no padrão de financiamento do II PND foi inteiramente malograda, visto que eles preferiram priorizar as operações de repasses de recursos captados interna e externamente.

Para compensar essa lacuna, o governo decidiu reforçar a participação das agências oficiais no programa de financiamento, tanto no segmento de crédito como no de mercado de capitais. No caso deste último, em particular, foram aprovados novos e maiores incentivos fiscais para incrementar as operações de mercado primário e secundário de

títulos, bem como foram criados novos fundos de investimento e apoio financeiro no âmbito das diferentes agências governamentais. Adicionalmente, foram criadas no âmbito do BNDES três instituições *underwriters* (EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA), todas capacitadas a adquirir, diretamente ou através de bancos de investimento, participações minoritárias de capital das empresas voltadas pra o programa de investimentos do II PND. A conclusão relevante nesse processo é que o II PND, apesar de se constituir numa estratégia integrada de ações e objetivos claramente destinada a fortalecer o setor privado, não pôde contar com a firme e ampla adesão do sistema financeiro privado, salvo alguns específicos casos de confluência mútua de interesses (Miranda e Tavares, *ibid.*, 1999).

Essas considerações conduzem, mais uma vez, à indagação anterior: que fatores teriam determinado esse aparentemente estranho comportamento dos conglomerados financeiros? As razões disso residiriam nos seguintes aspectos. Em primeiro lugar, deve-se sublinhar que, apesar do elevado índice de concentração e conglomeração, o sistema financeiro privado não teria adquirido ainda condições técnico-financeiras para atender uma demanda de financiamento industrial na escala proposta pelo II PND. Nesse sentido, o problema não se referia, igualmente, a escassez de poupança interna e, portanto, de hiato de recursos, mas de um mercado financeiro pouco desenvolvido, tanto no segmento de crédito como no de capitais. Por extensão, deve-se sublinhar que ele funcionava com baixa aptidão procíclica no sentido minskyano.

Em segundo lugar, os bancos logo perceberam um entrelhecho de objetivos no interior da política econômica do governo. Uma ala, inspirada no nacional-desenvolvimentismo, entendia indispensável a manutenção do ritmo de crescimento à taxa histórica de 7%, ainda que à custa de um certo nível de desequilíbrio interno e externo, o qual, porém, se assumia viesse a ter caráter apenas transitório. Confirmada a opção por essa estratégia, o desajuste nas contas públicas tornou-se permanente e crescente, por conta da excessiva carga de incentivos e subsídios fiscais,<sup>76</sup> a que se alinhavam os compromissos da dívida externa agravados pelos impactos decorrentes das Resoluções 289 e 432.

A outra vertente governamental, mais conservadora e pragmática, considerava que se devia fazer logo o ajuste recessivo, através de políticas monetária, fiscal e salarial compatível com o objetivo de esfriamento da demanda e reversão dos desequilíbrios do

---

<sup>76</sup> Esse teria sido o período de auge da repressão financeira, segundo a abordagem de Shaw-McKinnon.



balanço de pagamentos. O fato é que as duas correntes conseguiram de certo modo acomodar seus interesses, pelo menos por algum tempo.<sup>77</sup> Do ponto de vista do ajuste, embora a restrição creditícia e de liquidez prejudicasse o desempenho dos bancos comerciais, a liberalização e consequente elevação da taxa de juros em 1975 produziu impactos amplamente favoráveis aos seus interesses, cujos lucros passaram a provir crescentemente das receitas de operações com títulos públicos e privados no mercado aberto.

A esse respeito, destacam-se os negócios com Acordos de Recompra (*Repurchase Agreement*) no mercado monetário, os quais passaram a representar algo em torno de 70% das operações com títulos federais. Esses negócios envolviam intensas relações dos bancos através dos canais de oferta e demanda de liquidez, nos quais se negociavam títulos virtualmente transformados em moeda indexada. As operações eram desenvolvidas, de um lado, pelas autoridades monetárias no mercado primário e no “*Go around*”, e, de outro, pelos bancos com seus clientes em geral, especialmente envolvendo unidades familiares de alta renda e corporações financeiras e não-financeiras com abundantes superávits de caixa.

Nessas circunstâncias, a circulação financeira passou a ser o *locus* privilegiado de negócios, no qual o mercado monetário funcionava como o “quartel general schumpeteriano” (Schumpeter, 1985), e onde se conciliavam os interesses dos ofertantes e demandantes de ativos líquidos, expressos no objetivo de lucratividade com alta preferência pela liquidez. Essa autêntica “ciranda financeira”, cuja “dança das cadeiras” (Keynes, 1982) duraria ainda por algum tempo, ensejou um ciclo de crescente fragilização financeira do Estado, condenando-o inapelavelmente ao regime de finanças *Ponzi* (Baer, 1993; Bahry e Porcile, 2004).

É compreensível, portanto que, num ambiente financeiramente permissivo como se descreveu acima, os bancos procurassem, seguindo a lógica da firma bancária keynesiana, potencializar seus lucros numa escala de relativamente alta preferência pela liquidez. Era a possibilidade de multiplicação dos lucros sem a migração da moeda da circulação financeira para a esfera produtiva, na qual as reservas líquidas dos agentes em geral se tornaram movimentáveis em círculos concêntricos em contínua expansão.

---

<sup>77</sup> Alguns autores, e.g., Carlos Lessa, entendem que por conta disso o II PND teria sido abortado em 1975. (*Apud* Goldenstein, *ibid.*, 1994).

Em suma, nessas circunstâncias, em que a ascensão inflacionária ainda se achava sob controle, a dominância da finança especulativa nas atividades dos bancos, caracteristicamente mais intensiva em operações com títulos do que em crédito, seguia uma lógica especial segundo a qual tornou-se possível sustentar o processo de **acumulação em clima de prudência especulativa**. Com efeito, a única forma de direcioná-los para a esfera produtiva e, portanto, para negócios de menor aversão ao risco, seria através de um modelo mais forte de indução e persuasão, acompanhado de uma adequada política de redução, e não de aumento, da taxa de juros e das garantias normais do empréstador de última instância.

É curioso observar que, pela terceira vez na história recente dos ciclos de expansão da economia brasileira, se perdeu a oportunidade de formulação de uma estratégia na qual se considerasse uma reforma verdadeiramente estrutural no sistema financeiro, de modo a viabilizar-se uma efetiva participação dos bancos comerciais e de investimento como atores singulares no processo de transformação industrial, à semelhança do observado em outros países de industrialização retardatária. Ou seja, a construção de um tripé integrado pelo setor empresarial, pelo sistema financeiro e pelo governo, à semelhança, por exemplo, das estratégias japonesa e coreana de desenvolvimento industrial.

Ainda que fosse imperiosa uma fase de ajuste determinada por choques externos e pela necessidade de colocar a inflação em níveis toleráveis, tal reforma deveria ser implementada numa perspectiva de longo prazo. Na perspectiva pós-keynesiana/zysmaniana, o ponto central seria a construção de uma nova estrutura financeira compatível com um arcabouço institucional, através do qual fossem definidas as diretrizes e prioridades da política de ajustamento industrial e da própria política de desenvolvimento econômico, vale dizer, a definição do *modus operandi* de cada elemento do tripé, em cada etapa da estratégia escolhida. Nesse contexto, era preciso que os atores envolvidos definissem clara e conscientemente se o sistema deveria ser desenvolvido na perspectiva do *company-led growth* norte americano ou no *estate-led growth* adotado em outros países, e.g., França e Japão. Embora, naquele momento, as circunstâncias políticas fossem favoráveis a isso, essa definição se tornou claramente impossível, dadas as contradições entre a tradição liberal do capitalismo de mercado e as propostas que conferiam ao governo um papel preponderante na coordenação do processo.

## 5.5 UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DO COMPORTAMENTO E EFICIÊNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO PERÍODO

O modelo de crescimento econômico adotado no período de 1968-73 teve uma participação relativamente importante do sistema financeiro, porém fortemente restrita ao financiamento de bens duráveis e de imóveis residenciais. De um modo geral, dando consequência aos objetivos das Reformas de 1964-65, as principais instituições financeiras privadas e públicas (bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras e as instituições do SBPE) deram respostas positivas às necessidades de financiamento associado à exploração da capacidade ociosa acumulada a partir da implementação do Plano de Metas.

Todavia, apesar do avanço no processo de concentração e conglomeração bancária, no tocante às necessidades de financiamento de investimento relacionadas com a reposição, ampliação e modernização do estoque de bens de capital, o setor financeiro privado ofereceu contribuição bastante limitada, frustrando os objetivos de mais longo prazo da estratégia de crescimento industrial do governo anterior. De certo modo, a inépcia do sistema financeiro, tanto em seu segmento de crédito como no de mercado de capitais, se contrapôs à própria política de incentivo ao seu fortalecimento via concentração bancária baseada em economias de escala. Dessa forma, quando se esgotou, em 1971, o ciclo de crescimento com base na absorção de capacidade ociosa, tal fato requereria a realização de novos investimentos na base produtiva. Para tanto, seria de se esperar a ampla e efetiva participação do sistema financeiro nesse processo, dada a sua capacidade de mobilizar o elevado potencial de poupança propiciado pelas altas taxas de crescimento do PIB. Aliás, as medidas nesse sentido deveriam ter sido antecipadas, em coerência com a estratégia de crescimento acelerado e com a inflação sob controle.

A rigor, apesar de os conglomerados financeiros privados haverem adquirido escala para o desempenho de atividades de financiamento de longo prazo, suas ações permaneceram deliberadamente restritas aos empréstimos para capital de giro empresarial e bens de consumo. Um dos fatores determinantes desse comportamento residiu, como salientado mais adiante, no aprofundamento da estratégia de financiamento do déficit público através do mercado de capitais. Com efeito, a partir de 1970, quando se amplia o

mercado de títulos públicos, através da criação das Letras do Tesouro Nacional, abrem-se imensas possibilidades de intermediação financeira direcionada par a compra e venda de reservas no *open market*. Os negócios com esses papéis se tornaram crescentemente atrativos para os bancos, em face da sua alta rentabilidade e liquidez, os quais serviam de lastro tanto para as operações de financiamento do Tesouro, como para as operações destinadas a dar liquidez ao mercado monetário.

Nesse contexto, apesar do contínuo processo de fortalecimento do sistema bancário se refletir em grande aumento de poder de mercado dos grandes grupos financeiros, as suas iniciativas se tornam muito limitadas no campo da conglomeração financeiro-industrial-comercial-serviços, como proposto pelo II PND. Na verdade, a estratégia governamental inserida no II PND foi enfraquecida, como se apontou anteriormente, não só por questão de visões entrecrocadas de especialistas e representantes do próprio governo a respeito do papel dos bancos e do capital estrangeiro na economia, como, e principalmente, por circunstâncias mesmas da forma de operar do sistema bancário, o qual via nas demandas de crédito para capital de giro e de bens de consumo e nas crescentes necessidades de financiamento do déficit público as alternativas mais atraentes do ponto de vista de risco e lucratividade. Nessas circunstâncias, malgrado os claros incentivos explicitados na estratégia do governo como proposta de mudança do padrão de financiamento industrial, não havia, na perspectiva dos banqueiros, razões novas para que, sob a estrita observância das “regras do jogo”, isto é, plena liberdade de iniciativa na condução dos negócios, fossem mudadas as suas concepções sobre políticas financeiras a que estavam historicamente habituados.

As questões apontadas acima deixam claro que, tal como no Plano de Metas, o sistema financeiro privado não se integrou ativamente na trajetória de expansão industrial dos anos 70. Na fase de recuperação e auge do ciclo de crescimento pós-PAEG, o crédito se expandiu consistentemente, mas este esteve direcionado para atender a demanda de moeda para transações na circulação industrial, excluindo sistematicamente, porém, a demanda destinada a atender o *finance motive*, isto é, aquela voltada para o investimento em bens de capital fixo.

Do ponto de vista pós-keynesiano, as razões que poderiam justificar essa limitada participação do sistema financeiro no processo de acumulação de capital poderiam ser

resumidas nas seguintes observações críticas. Primeiro, apesar dos diferentes estímulos governamentais destinados a garantir crédito abundante e barato para incrementar ou sustentar o ritmo de crescimento, não se estimulou a formação de uma cultura financeira empresarial capitalista entre os banqueiros, visando a sua integração induzida ou espontânea na dinâmica das empresas dispostas e necessitadas de *finance* e *funding* para implementar seus projetos de investimento de longo prazo. As iniciativas que surgiram nesse sentido se limitaram, portanto, aos aspectos de eficiência microeconômica. A rigor, as propostas explícitas ou subjacentes de política econômica não se originaram de uma estratégia global de crescimento de longo prazo sustentado no desenvolvimento industrial, nas quais se definisse de modo consistente e transparente o processo de relacionamento e interdependência entre os setores produtivo e financeiro, bem como o grau de intervenção governamental no processo de regulação e coordenação econômica.

Segundo, a eficiência do sistema financeiro deveria se basear, sim, em aspectos micro e macroeconômicos, porém sedimentados a partir da noção de uma economia monetária de produção. Do ponto de vista macroeconômico, a questão fundamental residiria em criar mecanismos que induzissem os bancos comerciais e de investimento a se interagirem em ambas as etapas do mecanismo *finance/funding*, sem ameaçar a estabilidade do sistema financeiro. Isto é, preservando o regular funcionamento do sistema de pagamentos e a continuidade do processo de criação e disponibilização de liquidez. Do ponto de vista microeconômico, a questão residiria, de um lado, na conquista de habilidades dos bancos no fornecimento de *finance* e *funding* ao menor custo possível, e, de outro, em gerar fundos suficientes para aqueles investimentos de maior retorno esperado do ponto de vista das possibilidades de crescimento econômico. Em suma, conforme visto em Studart, a eficiência do sistema financeiro estaria na sua capacidade de criar crédito com a habilidade de operar mecanismos sustentáveis de *finance* e *funding*, mantendo-se ao mesmo tempo saudável e robusto no ambiente de crescimento econômico. Esta assertiva se encaixa perfeitamente na análise minskyana do ciclo, segundo a qual a eficiência do sistema financeiro se traduz na sua capacidade de contornar os problemas relacionados com a inerente instabilidade da trajetória de crescimento das economias capitalistas. De modo mais específico, uma vez que as “**expectativas eufóricas**” tenham conduzido a economia para o *boom*, o sistema deveria contornar os problemas que emergem em razão de sua

natural tendência de assumir uma postura *speculative financing* mais agressiva capaz de potencializar os mecanismos conducentes à fragilidade financeira. Se não for evitado, o resultado mais provável será a generalização da finança *Ponzi*, a qual se torna responsável por nefastos subprodutos, e.g., deflação de ativos, falências, desemprego, etc.

É evidente que esse argumento pós-keynesiano diz respeito ao formato e às possibilidades de uma estrutura financeira efetivamente disposta a participar dos negócios relativos ao financiamento de longo prazo, os quais, em se tratando de uma economia empresarial, são naturalmente mais arriscados, porém potencialmente mais lucrativos para ambos os lados, empresas e banqueiros. É importante ressaltar que, conforme ficou patenteadado na análise de Zysman, e considerando que o esforço analítico de interpretação pós-keynesiana sempre se direciona para problemas que de fato têm que ser enfrentados no mundo real, a questão que se deve colocar é: por quê os *policy-makers*, em conjunto com empresários e banqueiros nacionais, não foram capazes de absorver e pôr em prática a experiência de outros países em termos de estrutura financeira, ainda que devesse ser adaptada às reais condições do ambiente doméstico? Essa indagação se justifica pelo fato de que, apesar de aparentemente haver sido consolidada uma estrutura financeira muito parecida com a norte americana, os bancos comerciais e os bancos de investimento, particularmente aqueles funcionando em ambiente de *holdings*, não se interagiram suficientemente para fomentar operações de *finance* e *funding* dos investimentos de longo prazo. Tanto as pequenas e médias empresas como algumas de maior porte deixaram de ser atendidas em seus projetos de expansão por ambos os segmentos de crédito, excetuando-se, como salientado acima, as operações de repasse preponderantemente direcionadas para o financiamento de capital de giro. Teria faltado senso de oportunidade e *expertise* aos banqueiros nesse campo, ou os subprodutos da política econômica e as deficiências de caráter institucional foram os entraves impeditivos dessa participação? De modo sumário, a resposta à primeira questão deve ser relativizada, haja vista o bem sucedido exemplo das “financeiras” e do sistema financeiro da habitação, valendo ressaltar a *performance* desse último, que em poucos anos se constituiu numa verdadeira máquina de financiamento do desenvolvimento urbano. Poder-se-ia considerar, por outro lado, o elevado grau de aversão ao risco dos bancos comerciais e de investimento, em face de mecanismos regulatórios supostamente muito rigorosos. Contudo, isso também seria difícil de se justificar,

considerando que à exceção de curtos períodos como, por exemplo, na gestão do ministro Simonsen, a política do Banco Central foi sempre de procurar acomodar e prestar apoio às instituições financeiras com problemas de liquidez, especialmente aquelas enquadradas na doutrina do “*too big to fail*”. Quanto à segunda questão, a percepção é de que deficiências no marco regulatório e os subprodutos das políticas macroeconômicas tiveram clara responsabilidade no processo de desenvolvimento do sistema financeiro, que se tornou caracteristicamente rentista e curto-prazista e incapaz de melhorar o seu nível de eficiência em termos de financiamento dos investimentos de longo prazo, particularmente os destinados a completar o ciclo de industrialização a que se propôs o II PND.

### Resumo e conclusão

Com base nas análises desenvolvidas neste capítulo, considera-se que: (a) a opção pela manutenção de estratégias de crescimento acelerado ao longo do período; (b) a decisão de sustentá-las com o endividamento externo; e, (c) os subseqüentes desajustes monetários, fiscais e de balanço de pagamentos, que permearam boa parte do período em consideração, foram os fatores que determinaram o processo de desenvolvimento financeiro e o limitado papel dos bancos privados no processo de financiamento do desenvolvimento industrial.

A propósito, cabe destacar que as políticas macroeconômicas de estabilização interna e externa passaram a ter no mercado monetário o seu *locus* preferido de ajuste, a partir do momento em que ele se caracteriza predominantemente pelas operações de curto e curtíssimo prazo desenvolvidas nos mercados primário e secundário de títulos federais, sob a liderança do Banco Central em parceria com os “*dealers* credenciados”.<sup>78</sup> Nesse contexto, no qual se destacam grandes conglomerados financeiros liderados pelos bancos comerciais, o lançamento das Letras do Tesouro Nacional e o posterior desenvolvimento das operações compromissadas lastreadas nas taxas de financiamento *overnight* foram um fator crucialmente indutor do processo de crescente endividamento interno e externo do setor público, e do início da prática de finança *Ponzi* por parte do Estado no curso do II PND.

---

<sup>78</sup> No caso do mercado de títulos federais, trata-se de um certo número de instituições financeiras credenciadas informalmente pelo Banco Central (bancos comerciais e de investimento e grandes corretoras), os quais desempenham papel crucial para o êxito da política monetária centrada nas operações de mercado aberto.

Pois, de um lado, tornou-se especialmente fácil para o Tesouro se financiar através de emissões primárias e, de outro, permitiu-se à autoridade monetária esterilizar a moeda doméstica em contrapartida ao influxo de divisas para financiar o balanço de pagamentos, a fim de evitar a expansão indesejada no nível de liquidez da economia e a sua projeção sobre o nível de preços. Como a inflação tinha outras causas que não somente as de origem quantitativas, ela continuou a subir, induzindo o aumento do grau de volatilidade das expectativas e amplificando as incertezas em torno das políticas macroeconômicas de estabilização e ajuste das contas externas.

Como resultado, exacerbou-se a aversão ao risco dos agentes em geral, e dos banqueiros em particular, que passaram a exigir prêmios embutidos nas taxas de juros cada vez maiores para financiarem o crescente estoque da dívida do governo. Em consequência do cada vez menor grau de confiança no estado das expectativas de longo prazo e do crescente aumento do custo de capital reduziram-se a disposição das firmas e dos bancos privados de assumir riscos em operações de financiamento de investimentos produtivos, mesmo em se tratando de fornecimento de capital de giro industrial. A interface desse processo foi a preferência revelada por grandes conglomerados financeiros privados e por grandes empresas por ativos lucrativos de alta liquidez, oferecidos em escala crescente pelos títulos públicos federais negociados na circulação financeira.

Em suma, influenciado o comportamento estratégico dos bancos privados no gerenciamento de seus portfólios, esses fatos explicam porque os investimentos de longo prazo previstos no II PND tiveram que ser financiados, mais uma vez, pelas agências financeiras e outros órgãos públicos, por intermédio de maciços aportes de empréstimos subsidiados, incentivos fiscais, programas especiais de injeção de capital nas empresas via mercado de títulos, e de variadas fontes de empréstimos e financiamentos externos. A isso se acresce a falta de disposição ou de habilidade (*expertise*) do sistema financeiro privado de atuar no mercado de crédito ou de capitais, visando canalizar a crescente massa de poupança financeira doméstica para sustentar, interna e autonomamente, os investimentos destinados à ampliação da base produtiva e à diversificação do parque industrial.

A rigor, lamentavelmente, percebe-se que houve falta de visão por parte dos principais atores econômicos envolvidos no processo, em particular as empresas privadas e seus banqueiros, talvez porque sua cultura financeira associada ao crescimento de longo



prazo tenha sido historicamente moldada pelos princípios da tradição neoclássica. Esses atores não conseguiram perceber que, de um lado, era necessário reduzir os constrangimentos provocados pelo sobreendividamento e pela inflação e, de outro, engendrar um modelo de financiamento menos dependente do capital externo, a partir de uma estratégia na qual suas decisões passassem a ser determinantes do modo como a economia deveria crescer, e quais interesses deveriam ser prioritariamente contemplados. Tal se revelaria altamente positivo para a economia do país, ainda que nisso tivessem que se subordinar à estratégia de política industrial *market-oriented* coordenada pelo governo, como salientado anteriormente.

Finalizando, deve ser observado que uma das conseqüências mais graves do padrão de financiamento adotado ao longo do “Milagre” e do II PND veio residir no agravamento dos desequilíbrios interno (inflação) e externo (balanço de pagamentos), responsáveis pelo prolongado ciclo de crises nos anos 80. Através das questões a serem abordadas no capítulo seguinte, procura-se explicar como o sistema financeiro conseguiu sobreviver e se fortalecer, inclusive do ponto de vista inovativo, num período marcadamente caracterizado por estagnação econômica e alta inflação, gerador de crescente desconfiança quanto à capacidade de a moeda indexada validar intertemporalmente os contratos.

## **6 CRISE ECONÔMICA E O COMPORTAMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO NO PERÍODO DE ESTAGNAÇÃO E ALTA INFLAÇÃO: AJUSTES, INOVAÇÕES E MUDANÇAS INSTITUCIONAIS (OS 15 ANOS PERDIDOS)**

Neste capítulo pretende-se analisar alguns aspectos fundamentais da crise que envolveu a economia brasileira durante os anos 80 e a primeira metade dos anos 90, e como ela se refletiu no comportamento do sistema financeiro. Conforme se tentará mostrar, embora as causas fundamentais dessa crise fossem originárias de decisões de política econômica e financeira implementadas desde o final dos anos 60, é na virada das décadas de 70/80 que ela se manifesta virulentamente de múltiplas formas, culminando com a falência financeira do Estado e, em seguida, com o estrangulamento externo em 1982. Todavia, apesar do ambiente de alta instabilidade macroeconômica, procurar-se-á mostrar que o sistema financeiro conseguiu sair praticamente ileso da crise, e até avançar inovativamente, consolidando com isso a sua estrutura e aumentando a sua solidez patrimonial.

O capítulo se desenvolve através de seis seções. A primeira se destina a analisar os principais aspectos da crise econômica e do comportamento do sistema financeiro no período de transição relativo à virada dos anos 70 e a primeira metade dos anos 80, tomando-se como referência a abordagem minskyana do ciclo de *boom* e recessão. A segunda aborda as políticas voltadas para o combate à inflação no período de 1985-89, com destaque para os planos heterodoxos de estabilização. Aqui também se aborda a tentativa de reformulação não ortodoxa do sistema financeiro, bem como à reforma implementada pela Resolução 1.524/88. A terceira se volta ainda para a análise da política antiinflacionária, em sua versão ortodoxa/heterodoxa conhecida como Plano Collor, bem como o comportamento e a reação do sistema financeiro à abertura econômica promovida no início dos anos 90. Na quarta seção, expõe-se alguns aspectos da inflação e seus impactos, segundo a ótica pós-keynesiana em Cardim de Carvalho, na qual o autor procura oferecer uma explicação não convencional do fenômeno e, nessa perspectiva, melhorando a compreensão sobre porque as diferentes políticas ortodoxas/heterodoxas adotadas para combatê-la não poderiam lograr o êxito desejado. A quinta seção é dedicada à análise das posturas defensivas e estratégias de ajuste postas em práticas pelos os bancos, as quais revelam o tipo de desenvolvimento

financeiro que se engendrou no quadro de alta inflação e recessão. Finalmente, na sexta seção faz-se uma avaliação crítica sobre o comportamento estratégico do sistema financeiro privado no quadro de instabilidade macroeconômica do período de 1980-94.

## 6.1 O PERÍODO DE 1980-84: ANÁLISE DA TRANSIÇÃO DO FIM DA ERA DE CRESCIMENTO ACELERADO PARA A CRISE ESTAGFLACIONÁRIA E IMPACTOS E AJUSTES NO SISTEMA FINANCEIRO

### 6.1.1 Do *boom* pós-II PND à crise estagflacionária segundo a abordagem minskyana do ciclo

Como se assinalou anteriormente, a estratégia de política econômica adotada em 1974 conseguiu sustentar o crescimento econômico na média histórica de 7% ao ano, o qual foi puxado preponderantemente pela expansão industrial (insumos básicos, bens de capital e bens de consumo duráveis). Entretanto, essa trajetória de relativamente alta expansão do PIB ocorreu em meio ao agravamento dos desequilíbrios interno e externo. Além da persistentemente alta taxa de inflação, ocorreram graves distúrbios no *front* externo, tais como: i) o crescente déficit comercial decorrente das necessidades de importação de máquinas, equipamentos e insumos para sustentar as metas do II PND; ii) a abrupta elevação dos preços do petróleo em 1974; iii) uma conjuntura internacional crescentemente recessiva; e, iv) a forte queda nas relações de troca provocada pelo aumento dos preços do petróleo e da simultânea queda nos preços das exportações. Como resultado de tudo isso, as necessidades de financiamento externo para cobrir o déficit em transações-correntes se tornaram cada vez mais intensas e volumosas, gerando crescente fragilidade no balanço de pagamentos.

O rápido crescimento da dívida externa se dá, então, não só para financiar (rolar) o passivo contraído nos anos do “Milagre” como também para, a partir de 1973, cobrir o crescente déficit em conta-corrente. As pressões inflacionárias, tanto do lado da oferta decorrentes do aumento dos custos de produção, como das pressões de demanda, oriundas dos “estouros” do orçamento monetário, impõem, a partir de 1976, a adoção de medidas ortodoxas de controle monetário e fiscal acompanhadas da liberação das taxas de juros, o

que se traduz na prática numa deliberada política de contenção da atividade econômica, reduzindo fortemente o alcance das próprias metas de crescimento industrial preconizado pelo II PND. A partir daí, passa-se a conviver com o crescente agravamento do endividamento externo, do déficit fiscal e das pressões inflacionárias.

No final da década de 70, tudo isso ganha uma dimensão dantesca, em face da política empreendida pelo FED, com vistas à revalorização do dólar via elevação das taxas de juros. Por exemplo, a elevação da *prime rate* foi de cerca de 12% (8% para 20%), a qual automaticamente se reproduziu em aumento das taxas de juros internacionais, especialmente a *libor*. O resultado disso foi a imediata elevação da taxa de juros praticada pelos eurobancos, os principais financiadores da dívida externa brasileira desde os tempos do “Milagre”. Assim, o abrupto encarecimento de rolagem da dívida, associado às severas perdas nas relações de troca, como assinalado acima, coloca a economia brasileira na rota de prolongada instabilidade macroeconômica.

Na avaliação de Baer (1993, p. 77), a economia brasileira passou, a partir de 1978, de uma estrutura minskyana *speculative finance* para a do tipo *Ponzi finance*, o que implicou em aceleração do endividamento externo por razões essencialmente de cunho financeiro.<sup>79</sup> Entretanto, o país conseguiu sustentar o serviço da dívida externa com relativa facilidade, ainda que arcando com taxas flutuantes mais elevadas e prazos mais curtos, resultantes do aumento da aversão ao risco dos eurobancos. Na realidade, o fluxo de endividamento externo via Lei nº. 4.131 e Resolução 63, dada a facilidade de acesso ao mercado de eurodólares e da alta liquidez internacional, continuou sendo, como nos anos 70, a alternativa mais adequada para fechar o balanço de pagamentos.

A propósito, cabe ressaltar que o governo poderia buscar uma alternativa menos custosa e arriscada para se financiar, mediante uma proposta de renegociação da dívida, visando obter condições mais favoráveis de pagamento. Por exemplo, poderia reivindicar a prefixação da taxa de juros e o alongamento dos prazos de vencimento, numa atitude prudencialmente compensatória, ante as turbulências financeiras ocasionadas por fatores externos, tais como a desvalorização do dólar e o crescimento da inflação norte americana. O fato concreto, porém, é que o processo de rolagem da dívida mediante o uso da estratégia

---

<sup>79</sup> No final de 1980, o saldo da dívida externa brasileira era de US\$ 64,2 bilhões, sendo que US\$ 50,75 bilhões sofreram o impacto do aumento da taxa de juros flutuante. (Baer, 1993).

*Ponzi financing* continuou até agosto de 1982, quando outros fatores exógenos (moratória mexicana e crise das Malvinas) precipitaram a suspensão dos fluxos de financiamento internacionais, tornando-se explícita a fragilidade financeira a que estava exposta a economia brasileira.

A participação do sistema financeiro nacional nos influxos de capital externo se manteve significativa em termos de volume de recursos captados ao amparo da Lei nº. 4.131 e da Resolução 63 até o momento da ruptura. Não obstante a seqüência de medidas restritivas adotadas ao longo do biênio 1977-78 e no primeiro quadrimestre de 1979, na forma de obrigatoriedade temporária de depósitos e de congelamento de empréstimos externos no Banco Central, a captação nos mercados de eurodólares continuava interessante e praticamente sem risco cambial para os tomadores, tendo em vista que, pela Resolução 432/77, os empréstimos externos podiam ser depositados no Banco Central, ao qual se transferiam todos os encargos correspondentes. Como se tornou fácil para os tomadores prognosticarem as datas prováveis das minidesvalorizações cambiais, os ganhos sem risco com a internalização de dólares eram bastante significativos. (Moura, 1981). Deve-se salientar que em face das características desse tipo de operação, a atuação dos bancos repassadores (nacionais e estrangeiros) era de natureza essencialmente passiva em relação às condições impostas pelos bancos fornecedores de recursos. Ou seja, tratava-se de linhas de crédito “empacotadas” com relação às condições de retorno (prazo, taxas de juros e comissões, colaterais, etc).

Como já salientado, os recursos captados ao amparo da Resolução 63 deveriam ser utilizados para financiamento de capital fixo e de giro do setor privado. Em muitos casos, porém, supõe-se que a destinação efetiva de tais recursos tenha se desviado de suas finalidades para operações com títulos públicos e privados no *open market*, configurando o caso do *moral hazard*. Esse fato era agravado pela própria atuação dos bancos tomadores, em particular os bancos de investimento, visto que a eles era permitido emprestar a prazos inferiores aos previstos no contrato original de repasse. Assim, uma vez antecipado o repagamento por parte do tomador final, tais instituições financeiras poderiam canalizar um significativo montante de recursos para operações com títulos até o vencimento da dívida junto ao credor externo. A rigor, ao governo não fazia muita diferença o destino das aplicações de tais recursos em moeda nacional, visto que o seu objetivo fundamental era a

captação de divisas para fazer face aos compromissos da dívida externa, ou mesmo se financiar no *open market* através de mecanismos como acima mencionado.

A partir da primeira maxidesvalorização do cruzeiro, em dezembro de 1979, e da frustrada prefixação da correção monetária e cambial em 1980, o que ensejou profunda desconfiança quanto à manutenção das “regras do jogo”, a dívida externa do setor privado (bancos e empresas) foi praticamente encampada pelo Estado, tendo em vista, como se observou acima, a permissão para se fazer o depósito antecipado em moeda nacional do contravalor da dívida em dólar, via mecanismos legais criados pelas autoridades monetárias (Corrêa e Almeida Filho, 2001, p. 198). Esse fenômeno se torna recorrente, pois a economia dá sinais, a partir de 1981, de incapacidade de recuperação do nível de atividade, comprovada pelo início de forte queda nos índices de produção industrial (Teixeira, 2000, p. 130).

O ciclo recessivo que se estabelece a partir do estrangulamento externo tinha por características o contingenciamento do crédito, a manutenção de altas taxas de juros e da elevação da relação câmbio/salários. O objetivo dessas medidas recessionistas era, em essência, conter a absorção interna e aumentar as exportações, estas favorecidas, muito compreensivelmente, pelas políticas de crescentes incentivos fiscais e creditícios. Assim, diante de expectativas crescentemente desfavoráveis quanto às possibilidades de expansão dos investimentos na FBCF, e mesmo quanto à manutenção dos níveis de produção, as grandes empresas preferiram zerar sua exposição em dólar.

Ademais, convinha também evitar riscos cambiais anormalmente imprevistos, ainda que por conta disso muitas delas se obrigassem a assumir passivos em moeda doméstica a juros elevados, porém com riscos relativamente menos onerosos, cujos encargos eram susceptíveis de mais facilmente serem repassados via sistema de preços. Quanto às pequenas e médias empresas, estas estiveram sempre sujeitas às restrições de crédito impostas pelo sistema bancário, tanto quanto do ponto de vista de volume, como de prazos, juros e garantias, de modo que a recessão veio apenas acrescentar mais um grau de dificuldade à estratégia de manutenção de seus níveis de produção.

A questão central que chama a atenção nesse cenário de aprofundamento da recessão, que vai se interromper somente a partir de 1984, é que o crescente desequilíbrio financeiro do Estado o obriga a praticar continuamente a finança *Ponzi*, tanto em relação

à dívida interna como à externa. E, mais, isso ocorre exatamente em benefício do setor produtivo privado, especialmente por parte das médias e grandes empresas, as quais, ao reduzirem voluntariamente seu grau de alavancagem e de exposição ao risco, não só conseguem manter suas finanças relativamente saudáveis, como contribuem para evitar a emergência de focos relevantes de fragilização do sistema financeiro. Com isso, se evita, de certo modo, que ambos, empresas e seus banqueiros, entrem num ciclo de instabilidade financeira irreversível, conducente, quase sempre, a crises de recessão generalizada, falências e liquidações.

Denota-se, a par dessas considerações que, apesar de não se ter evitado a recessão prolongada (quase 3 anos), durante a qual muitas pequenas e médias empresas certamente faliram ou reduziram drasticamente suas atividades, essas vicissitudes não alcançaram o sistema financeiro como um todo, e nem tampouco impediram que ele, de certa forma, até se fortalecesse e se tornasse mais robusto, frente ao perigo que se poderia caracterizar como o de purgação e “cinzas” minskyanas. Do ponto de vista da atuação das instituições financeiras do setor público (BNDES, BB, CEF, BNH e outros), não se pode negar, no entanto, ter havido operações de salvamento de muitas empresas que, *mutatis mutandis*, poder-se-ia denominar um *Big Bank* minskyano, mas, com relação ao sistema bancário privado, as soluções de mercado certamente prevaleceram. Se houve algum tipo de *Big Government*, se assim for caracterizada a “ajuda” ao setor privado financeiro e não-financeiro, tal se deu direta e indiretamente através do mercado de títulos públicos, e não através da expansão do gasto público, mesmo porque o período se caracterizou por uma política fiscal fortemente contracionista.

Assim, se se puder caracterizar o final dos anos 70 e início dos anos 80 como um período, não de *boom* - visto que ele teria ocorrido, de fato, em 1973 -, mas de eclipse de uma era contínua de crescimento iniciada no final dos anos 60, poderíamos utilizar os recursos da análise pós-keynesiana para tentar explicar o caso em que a economia brasileira, agregativamente considerada, dá sinais de fragilidade financeira, na qual a postura *speculative financing* tende a ser substituída pela postura *Ponzi financing*. Com efeito, internamente, a tendência do crédito ao setor privado foi de se restringir e se tornar mais seletivo, mediante a prática de taxas de juros mais elevadas e aumento das redes de segurança, não só para se evitar desmedida exposição ao risco, como também para se

satisfazer o crescente aumento da preferência pela liquidez. Externamente, o Estado aprofundou também sua postura *Ponzi financing*, mas tal se deu muito mais para compensar equívocos de política econômica, os quais, certamente, foram responsáveis pela exacerbação de expectativas negativas e pelo aumento do estado de desconfiança dos principais atores da economia (empresas e seus banqueiros). Em função disso, tais atores passam a adotar mecanismos de defesa, seja liquidando suas dívidas, ou substituindo-as por outras associadas a menores riscos, seja repassando ou antecipando aumento de preços, incluindo excesso de *mark-ups* para compensar redução de *mark-share*, ou ainda diversificando seus portfólios, através dos quais as alternativas de emprego de capital prometiam concomitantemente maior retorno, segurança e liquidez.

No caso das empresas, como já se disse, uma vez liquidadas suas posições de dívida mais arriscadas, e tendo em vista as expectativas de menor retorno nas atividades produtivas e/ou de investimentos numa conjuntura altamente recessiva e inflacionária, a tendência foi desviar recursos líquidos do circuito industrial para a órbita financeira. Isso se traduziu num significativo corte na demanda de empréstimos junto aos bancos, evitando-se que eles viessem a ser compelidos, ou induzidos, a se alavancarem em operações relativamente de maior risco, seja de crédito, de liquidez ou de taxa de juros. O *open market*, centrado preponderantemente no mercado secundário de títulos públicos federais, incluindo alguns segmentos importantes do mercado de títulos privados, constituía, assim, em excelente alternativa para aplicação de reservas excedentes, as quais substituíam, com vantagem, as outras formas de uso em ativos reprodutíveis, necessariamente menos líquidos e cujos retornos se tornaram cada vez mais incertos.

Em suma, o período em análise foi caracterizado por forte conjuntura recessiva e inflacionária, o que não impediu que importantes segmentos do setor privado (empresas e famílias) se tornassem fortemente superavitários. Esse fato teve relação direta com o agravamento contínuo do déficit do governo, refletido no aprofundamento da sua estrutura *Ponzi financing*, e com o aumento da fragilidade financeira das pequenas e médias empresas, que foram obrigadas a abandonar a sua tradicional postura *speculative financing*. Numa economia capitalista normal, uma trajetória de intenso ritmo das atividades de investimento e produção pode ser sucedida por um ciclo recessivo, a qual é susceptível de agravar-se pela fragilização e instabilidade financeira. Isto é, caso não se consiga evitar o



seu agravamento através de políticas monetárias e fiscais contra-cíclicas (*Big Bank e/ou Big Government*), a tendência é de predominância de um ambiente de expectativas negativas no comércio, na indústria e no sistema financeiro.

Nesse ambiente, numa postura francamente precaucionária, os bancos tenderiam, num primeiro momento, a tomar medidas de caráter prudencial, tais como: elevação das taxas de juros dos empréstimos e reforço de sua rede de segurança, através de exigência de novos e/ou mais amplos colaterais. Num segundo momento, poderia haver a recusa de renovar ou mesmo cortar o crédito para os clientes com elevado potencial de *default*, ou até mesmo, numa atitude extrema, considerar vencida antecipadamente a dívida para fins de cobrança do principal e dos juros e/ou execução judicial das garantias. Contudo, essa postura *hedge financing*, denotando franca preferência pela liquidez, ou, pelo menos, de reforço de sua tradicional postura *speculative financing*, só viria a agravar o problema do lado do setor real da economia. Em consequência, este se veria submetido ao processo de deflação de ativos, inadimplência generalizada e falências empresariais, conducentes em muitos casos a processos traumáticos de concordatas e liquidações.

Todavia, no caso da economia brasileira, a recessão não foi, como salientado acima, acompanhada de deflação de preços e ativos, mas de elevação dos patamares inflacionários, cujas fontes de propagação e alimentação residiram fundamentalmente na forma escolhida pelo governo (autoridades monetárias e Tesouro) para evitar a fragilização e instabilidade financeira do setor privado, especialmente dos grandes conglomerados financeiros e das empresas nacionais e estrangeiras.<sup>80</sup> Na verdade, a partir do momento em que o Tesouro e o Banco Central decidiram, como visto acima, estatizar o risco da dívida externa, tal sinalizou a sua disposição de assumir o ônus do ajuste interno e externo da economia brasileira. Adicionalmente, o governo resolveu institucionalizar o mecanismo denominado “Acordos de Recompra”<sup>81</sup> lastreado em títulos públicos federais, através do qual garantia as condições de liquidez e acumulação de capital na órbita financeira e em importantes segmentos da circulação industrial.

---

<sup>80</sup> Dentre esses conglomerados se destacavam os grupos financeiros liderados pelo Bradesco, Itaú, Unibanco e Real, que, juntos, se tornaram responsáveis, em média, por 30,4% das captações e de 19% dos empréstimos no período de 1979-84 (Teixeira, 2000, p. 167).

<sup>81</sup> Através desse mecanismo, os títulos federais envolvidos nas operações compromissadas passaram a se constituir na forma mais líquida de moeda indexada, cujos impactos sobre o comportamento dos agentes na esfera financeira foram objeto de severos questionamentos de Conceição Tavares, inclusive de Gouveia de Bulhões, ex-ministro da Fazenda, um dos responsáveis pela introdução da Reformas de 1964-65.

Assim, o fenômeno da preferência pela liquidez passou a ser sustentado pela moeda indexada e, como tal, se converteria no mecanismo de defesa do sistema financeiro e de amplos segmentos do setor produtivo. Na realidade, a moeda/título podia ser considerada como excelente alternativa de emprego de capital, visto que as suas expectativas de retorno, além do prêmio pela liquidez, se confirmavam plenamente, gerando polpudos ganhos para as instituições financeiras, em geral, e para amplos segmentos empresariais. Em ambos os casos, o retorno de tais ativos se traduzia em volumosas receitas extra-operacionais registradas nos balanços, isto é, em fluxos significativos de acumulação de capital na órbita financeira.

#### 6.1.2 A economia da estagflação: impactos e ajustes no sistema financeiro

A análise pós-keynesiana, como visto acima, conduz ao argumento de que, uma vez criados os mecanismos recessivos, estes podem, ou não, conduzir a economia para a instabilidade financeira, a qual, por sua vez, pode culminar com severa crise de depressão. Se forem tomadas medidas defensivas por parte do Banco Central e do Tesouro que consigam neutralizar ou mitigar o peso dos fatores inibidores da atividade econômica, esta pode se recuperar com mais facilidade, no prazo mais ou menos de um a dois anos, dependendo naturalmente do grau de interesse na defesa do nível da produção e do emprego. De qualquer modo, qualquer que seja o nível de contração da atividade econômica, após um período de purgação deflacionária e das “lavas e cinzas” que se lhe sucedem, ela tende a se recuperar lenta e endogenamente pela própria ação dos atores responsáveis pela instabilidade. Bancos e empresas reconstituem seus laços de negócios, e a economia começa a reagir positivamente diante de novas e melhores expectativas com relação ao comportamento dos mercados, o que possibilita a reativação das cadeias de empréstimos e depósitos e dos negócios nas bolsas de valores e no mercado de capitais em geral.

O que foi dito acima se refere ao processo minskyano de recuperação da economia capitalista, após o severo regime de “queima de gorduras”. Todavia, no caso da economia brasileira, a crise recessiva que se estabeleceu no início dos anos 80 se originou de fatores estruturais, os quais se tornaram difíceis de serem removidos pelos próprios mecanismos de

defesa do mercado. As sementes responsáveis pela sua germinação foram plantadas no processo de internacionalização financeira iniciado no final dos anos 60, e, mais especificamente, no curso das ações implementadas pelo II PND, no qual a economia se viu obrigada a caminhar numa verdadeira “marcha forçada” (Castro e Souza, 1985).

Com efeito, ao contrário de uma recessão caracteristicamente deflacionária, a partir do início dos anos 80 a economia passa a conviver com uma recessão crescentemente inflacionária. Nesse contexto, dadas as políticas macroeconômicas antiinflacionárias e de financiamento/ajuste do balanço de pagamentos, as expectativas se exacerbam e se tornam muito voláteis. A incerteza toma conta do ambiente econômico, em face do estreitamento do mercado de bens de consumo ocasionado pela política de sucessivos arrochos salariais, da má-distribuição e da crescente concentração da renda. Todos esses fatores se conjugam no sentido de provocar uma redução consistente do crédito bancário. Este, além de limitado pelo lado da demanda, também se torna bastante restrito pelo lado da oferta, em face das altas taxas de juros e dos elevados *spreads* praticados pelos emprestadores.

Como resultado, as grandes, e mesmo as médias empresas, são obrigadas a manterem, ou até reduzirem, os seus níveis de produção, os quais passam a ser autofinanciados em escala crescente. As operações de empréstimos ou de descontos de títulos, geralmente concedidos em prazos curtos e de forma muito seletiva, se tornam praticamente as únicas alternativas que restam ao segmento empresarial do setor produtivo, com exceção dos recursos de repasse e de algumas linhas especiais de crédito fornecidas pelas instituições financeiras oficiais. Quanto aos recursos captados no exterior via Resolução 63, seus fluxos se mantiveram expressivos até meados de 1982, cuja atratividade era explicada por várias razões, dentre as quais se destacam: i) a política restritiva interna de crédito; ii) os elevados encargos financeiros contratuais (juros, comissões, colaterais, etc.) praticados no mercado doméstico; e, iii) as potencialidades de alto retorno (sem risco) em aplicações de curto prazo no *open market*. A partir de 1983, entretanto, a captação de recursos externos junto aos bancos privados no mercado de eurodólares caiu verticalmente, em função da vulnerabilidade externa da economia brasileira, que se tornou explícita com a crise do México. Assim, conforme assinala Baer (1993, p. 77), a partir de 1983, o minguado fluxo de recursos novos se destinaram exclusivamente a evitar a moratória unilateral.

A política econômica voltada para combater a estagflação forçou a redução do crédito ao setor privado, reduzindo os níveis de alavancagem dos conglomerados financeiros (bancos comerciais, de investimento e financeiras) em suas operações com empresas e consumidores. Isso induziu o setor bancário a desenvolver novas formas de diversificação e gerenciamento de ativos e passivos. Dada a conjuntura altamente inflacionária, era natural que a participação dos depósitos à vista no estoque de recursos dos bancos comerciais se reduzisse consideravelmente. Mas, tal foi contrabalançado com o aumento da participação de outras fontes, tais como: depósitos a prazo e de poupança, repasses da Resolução 63 e os recursos transitórios captados via *floating*. Além dessas fontes, os fundos de investimento em renda fixa de curto prazo passaram a ganhar destaque como uma nova e importante fonte de captação, ainda que indiretamente.

No tocante às operações ativas dos bancos comerciais e de investimento, ambos promoveram o seu redirecionamento através da redução das operações de crédito tradicionais, tais como empréstimos para capital de giro e para as pessoas físicas. Em contrapartida, incrementaram-se os empréstimos de curto e curtíssimo prazo (desconto de títulos, crédito rotativo, *hot money*, etc) e as aplicações em carteiras de títulos públicos e privados, destacando-as operações de tesouraria, caracteristicamente especulativas e curto-prazistas, visando, com isso, manter a rentabilidade e liquidez dos ativos na circulação financeira. Nesse contexto, incrementam-se os negócios no *open market*, principalmente as operações de curtíssimo prazo (*open e over*) lastreadas em títulos federais, as operações com cheques administrativos e as aplicações com títulos negociados nas bolsas de valores, em particular com ações de alta liquidez (*blue-ships*), etc. (Teixeira, 2000, p. 207; Silva, 1981, p. 61).

Por seu turno, as operações do sistema financeiro da habitação foram as únicas que mantiveram suas condições normais de operação, ainda que severamente contingenciadas em alguns períodos, em razão da queda na captação da poupança voluntária (depósitos em caderneta) e compulsória (FGTS). Em períodos de retração da demanda imobiliária, o Banco Nacional da Habitação, no cumprimento de suas funções de regulador e emprestador de última instância no âmbito do sistema, procurava atuar de forma anti-cíclica, a fim de reverter a tendência à fragilidade financeira do SFH/SBPE, que se manifestava fortemente nessas ocasiões. Como nem sempre isso era possível, o resultado inevitável era a quebra de

algumas instituições de crédito imobiliário, o que, no entanto, não gerava pânico porque o sistema garantia (*in totum*) os depósitos dos poupadores.

Do lado do mercado de capitais, registrou-se uma forte queda nos negócios com novas emissões de papéis, com diminuição do número de sociedades de capital aberto e estreitamento das oportunidades de investimento e de alocação da poupança financeira em aplicações de longo prazo. Dadas as incertezas quanto à capacidade de recuperação da economia, ou o tempo necessário para reverter-se o quadro de estagflação, os agentes de um modo geral preferiam se hedgear na moeda indexada, a qual, como se disse, constituía também uma alternativa para se obter ganhos reais, ou pelo menos compensatórios diante das projeções cada vez mais altas para as taxas de inflação.

Na tentativa de corrigir o crescente desestímulo às aplicações no mercado de títulos privados, especialmente no tocante ao mercado primário de ações e debêntures, foi criada, em 1982, a BNDESPAR, a qual, na condição de subsidiária do BNDES, agrupou as operações resultantes da extinção de suas três outras subsidiárias: FIBASE, EMBRAMEC e IBRASA. O objetivo da nova subsidiária era tentar revitalizar o mercado de capitais, através da aquisição minoritária de papéis, visando capitalizar as empresas nacionais e fomentar o mercado primário de ações. Todavia, os resultados dessa iniciativa não corresponderam às expectativas do governo, pelo menos na extensão que se esperava, em face de várias razões importantes, dentre as quais citam-se: (a) a desmotivação para novos investimentos produtivos, em face das incertezas geradas pela incapacidade da política macroeconômica de conter o agravamento das tensões inflacionárias; (b) o agravamento do desajuste nas contas fiscais; e, (c) a forte concorrência dos títulos públicos em geral.

Em suma, o período sob análise constituiu uma fase de ajuste interno e externo, cujo êxito se deu graças a uma política fortemente recessiva do ponto de vista da absorção interna. Em função disso, o produto experimentou grave involução, ao mesmo tempo em que a inflação ganhou crescente impulso e descontrole, numa configuração inquestionável do regime de estagflação. Esse contexto leva à percepção dos agentes econômicos em geral de que o modelo econômico se esgotara e que, em função disso, a política de combate à inflação exigia uma melhor compreensão de suas causas e a adoção de novos mecanismos para seu enfrentamento. Com efeito, a política econômica passa para uma radical transformação, na qual os clássicos instrumentos utilizados por longos anos viriam ser

substituídos por mecanismos heretodoxos, considerados mais adaptados ao enfrentamento da crise estagflacionária.

A nova política econômica deveria, desse modo, contemplar o fim dos métodos recessivos como forma de debelar a inflação e, como objetivo central, promover a retomada do crescimento econômico na perspectiva do longo prazo. Nessa perspectiva, um dos problemas mais preocupantes residia no caráter fortemente especulativo e curto prazista do sistema financeiro e o forte desvio de suas funções básicas no processo de intermediação e financiamento do crescimento econômico. Embora existissem claras diferenças em termos de idéias e objetivos, havia um certo consenso entre os especialistas de que era imperativa a adoção de reformas no sentido de se reorientá-lo, com vistas a poder cumprir suas funções no contexto de um novo padrão de financiamento, através do fortalecimento do mercado de crédito e de capitais e do uso mais racional dos fundos de poupança voluntária e compulsória. Essa questão será examinada na seção seguinte, no bojo da política econômica implementada na “Nova República”.

## 6.2 O PERÍODO DE 1985-89: TENTATIVAS HETERODOXAS DE COMBATE À INFLAÇÃO

### 6.2.1 Breve recapitulação sobre alguns aspectos da conjuntura econômica herdada do II PND e as primeiras medidas de política da “Nova Republica”

As diferentes avaliações sobre os problemas da economia brasileira na primeira metade dos anos 80 eram unânimes em considerar que a fragilidade do setor público tinha se tornado a principal fonte causadora de inflação. Essa fragilidade tinha, como salientado anteriormente, suas raízes no processo de crescimento da dívida externa a partir do esgotamento do modelo de crescimento do período do “Milagre” e no modo que se escolheu para financiá-la. Ela se traduzia, porém, num problema mais visível e preocupante em função dos crescentes desequilíbrios no balanço de pagamentos ocasionados basicamente: i) pelo aumento dos preços associado ao primeiro choque do petróleo; ii) pela estratégia de financiamento externo dos programas de investimento do II PND; e, iii) pela necessidade de atrair divisas para pagamento do serviço da dívida que

vinha se acumulando desde o final dos anos 60. Ou seja, a fragilidade financeira do setor público aumentou, inicialmente, como requisito da estratégia destinada a incrementar marginalmente o ritmo de crescimento e ampliar o estoque de divisas e, mais à frente, se agravou consideravelmente, em face da política econômica adotada para sustentar a taxa média histórica de expansão do PIB e, nas circunstâncias, o seu inevitável corolário manifesto em um crescente déficit em transações correntes.

Com vistas a reverter a tendência de aprofundamento do desequilíbrio externo, o governo decidiu então facilitar amplamente a entrada de divisas via Lei nº. 4131 e Resolução 63. Com efeito, os influxos de capital externo superaram as melhores expectativas, de sorte que a fim de evitar seus impactos inflacionários e conter a desnacionalização de alguns setores importantes da economia, adotam-se, ainda no curso do governo Geisel, alguns controles quanto à utilização e/ou permanência das divisas estrangeiras (Moura, 1981, p. 149). Todavia, contraditoriamente, ao mesmo tempo em que se pratica essa política restritiva, cuida-se de assegurar e facilitar a continuidade da entrada de capitais externos mediante a manutenção da política de minidesvalorizações e a assunção, pelo Banco Central, através da Resolução 432/77, dos encargos cambiais (incluindo risco cambial) incidentes sobre os depósitos voluntariamente feitos pelos tomadores de capital estrangeiro.

Entretanto, a partir dos novos choques de oferta (juros e petróleo) do final dos anos setenta, e considerando, em particular, a crescente necessidade de divisas para fechar o balanço de pagamentos, e a nova estratégia de política econômica do ministro Delfim Netto, consubstanciada no combate à inflação e no crescimento econômico financiado com poupança externa, as restrições existentes são relaxadas e, em alguns casos, criam-se até novos incentivos visando o aumento da entrada de capital externo. Como isso não foi suficiente para resolver o problema do financiamento do déficit em transações correntes, decretou-se, no final de 1979, a primeira de uma série de três maxidesvalorizações cambiais, cujo objetivo era criar um claro incentivo às exportações.<sup>82</sup> Como elemento

---

<sup>82</sup> Na opinião do ministro Delfim Netto, “(...) após o ajustamento recessivo, a mudança de preços relativos em favor dos bens comercializáveis, resultante da desvalorização da taxa de câmbio, permitiria que as exportações se transformassem na nova fonte de dinamismo do crescimento. Em outros termos, o *drive* exportador substituiria o ciclo endógeno como fonte de crescimento.” (Carneiro, 1993, p. 160).

adicional dessa estratégia, o governo decidiu prefixar os índices de correção monetária e cambial, avaliando que isso viria quebrar as expectativas de inflação.

Porém, essa iniciativa, fora dos padrões convencionais de enfrentamento do problema inflacionário, gerou um novo espectro de incertezas na circulação financeira e aumentou sensivelmente a aversão ao risco dos agentes econômicos em geral. De fato, bancos e empresas passaram a exigir uma combinação perversa de prêmios de risco cada vez maiores e prazos cada vez menores, como condição para assumirem posições mais elevadas em títulos públicos. Na prática, isso significou que, para continuidade do processo de financiamento dos déficits do Tesouro, as operações selicadas no *open market* passaram a se revestir do trinômio segurança, alta rentabilidade e plena liquidez, o que obviamente representava a máxima garantia de acumulação sem riscos.

Como resultado, embora tenham minguado severamente os fluxos voluntários de capital externo, em função da crise do final de 1982 e do subsequente choque recessivo que perdura até 1984, a dívida pública continua a crescer, porém, agora, em função do elevado montante de juros cobrados para a sua rolagem. Nessas circunstâncias, em face da persistência de altas taxas de inflação, e diante da elevação contínua dos juros básicos e da redução dos fluxos de depósitos à vista, os bancos se vêem obrigados a elevar os juros da captação para manterem a relativa competitividade em seus nichos de mercado, especialmente no tocante aos depósitos a prazo e nas operações de *open/over*. Em consequência, as pequenas e médias empresas são compelidas a tomarem empréstimos com encargos cada vez mais elevados, cujos ônus são integralmente repassados aos preços.

As grandes empresas, por seu turno, preferiam aplicar seus cada vez mais gordos excedentes de caixa em operações estritamente de cunho financeiro, atendendo critérios puramente de eficiência alocativa do ponto de vista microeconômico. Isso implicava, porém, numa anomalia do ponto de vista, por exemplo, da análise de Gurley-Shaw, visto que esse segmento, que representa maior peso no setor produtivo privado, se tornou não deficitário, mas superavitário e credor no sistema de intermediação financeira. Como assinala Teixeira e Costa (1986), naquele contexto a estratégia das empresas consistia em evitar ao máximo o endividamento, o que implicava no desvio de suas funções produtivas, e, em paralelo, a assunção de posições no mercado de títulos públicos, num claro viés rentista. Tal estratégia se revelava numa estranha recomposição de portfólio empresarial,



mas durante toda a escalada inflacionária dos anos 80 ela será, ao lado da prática de elevados *mark-ups* viabilizados pela concorrência oligopolista em mercados de bens e serviços cada vez mais estreitos, a política adotada como meio considerado mais eficaz de defesa patrimonial. De fato, a acumulação rentista que se desenvolve no interior da circulação financeira se reforça continuamente pelo aumento da preferência pela liquidez, mediante refúgio na moeda indexada, tática que proporciona, além de *hedge* adequado, elevado retorno de juros, os quais se revelam muito mais atrativos do que a lucratividade esperada dos investimentos reprodutíveis.

Denota-se, assim, que a escassez de capital e os elevados custos na circulação produtiva são o resultado das políticas macroeconômicas inconsistentes do lado fiscal (elevação de impostos) e monetária (juros selicados e aumento de compulsórios). Tais fatores impactam diretamente as taxas de inflação, cuja intensidade se eleva em função das incertezas geradas pelas mudanças erráticas e inapropriadas dos indexadores de preços, como observado ao longo do ano de 1985 (Teixeira e Costa, 1986; Carneiro e Miranda, 1986), tanto por parte da administração Delfim Netto, como dos condutores iniciais da política econômica da “Nova República”.

Naquele ano, malgrado a volatilidade das expectativas geradas pelo período de transição, e uma vez explicitada a nova estratégia de política econômica, que, por sinal tinha cunho bastante ortodoxo, o PIB cresceu 8,3%, graças ao aproveitamento de capacidade ociosa proveniente dos anos de recessão delfiniana. Todavia, a participação dos bancos no financiamento desse crescimento não pode ser vista como importante, uma vez que se observa uma redução real em suas operações de crédito ao setor privado.

### 6.2.2 Mudanças na política antiinflacionária: a heterodoxia do Plano Cruzado

A partir do final de 1985, com a substituição da equipe econômica, o governo adota rumos inteiramente diversos na estratégia de políticas de combate ao déficit público e à inflação, cujo patamar já superava a casa dos 200%. Tal estratégia consistiu em baixar a taxa de juros, com vistas, em simultâneo, a reduzir o custo financeiro de rolagem da dívida pública e do custo de capital das empresas, com o duplo objetivo de atenuar a escalada de preços e pelo menos sustentar a taxa de crescimento lograda em 1985. Esse ano foi palco

também de séria crise bancária, cujos fatores determinantes tinham suas raízes na política econômica do governo anterior. Com efeito, as autoridades monetárias decidiram pela liquidação de meia dúzia de conglomerados de nível médio (Sul Brasileiro, Habitasul, Brasilinvest, Maisonave, Comind e Auxiliar de São Paulo). Tal medida evitou que problemas de contágio se convertessem em risco sistêmico, o que inevitavelmente fragilizaria todo o sistema financeiro.

Do ponto de vista da política financeira, o governo adotou várias medidas visando ajustar o sistema bancário à nova estratégia de política econômica, tal como um aumento significativo de impostos sobre as aplicações financeiras na tentativa de induzir o alongamento de seus prazos. Adicionalmente, substituiu-se a conta-movimento do Banco do Brasil, considerada fonte inquestionável de financiamento inflacionário, pela conta de suprimento, esta submetida ao prévio controle do Banco Central. Todavia, essas medidas de caráter pontual se destinavam apenas a eliminar inconsistências de curto prazo e pontos de atrito no tocante ao redirecionamento das políticas de crescimento e de combate à inflação.

Com efeito, a grande mudança na concepção e estratégia de longo prazo da política econômica (estabilidade de preços, crescimento, balanço de pagamentos, redistribuição de renda, etc) residia no diagnóstico não convencional das causas mais fundamentais da inflação, cujo núcleo estaria repousando no conflito distributivo e no caráter inercial da escalada de preços. Desse ponto de vista, a crença era de que somente seria possível estancá-la através do abandono da velha ortodoxia de política econômica. Nesse sentido, embora existissem outras concepções de política macroeconômica,<sup>83</sup> a implementação do Plano Cruzado a partir de fevereiro de 1986 representou uma mudança radical na estratégia de política econômica da “Nova República”. Em particular, o congelamento de preços e salários e do câmbio, a substituição do padrão monetário e a adoção de “tablitas” foram as ferramentas escolhidas para estancar a inflação.

O relativo sucesso do Plano Cruzado em seus primeiros seis meses mostrou que era possível debelar a inflação ou reduzi-la rapidamente para patamares inferiores a dois dígitos. Não é objetivo deste trabalho analisar a forma como o Plano foi implementado, e nem tão pouco examinar a razões de seu rápido desvanecimento. Todavia, considerando a

---

<sup>83</sup> Por exemplo, as propostas elaboradas em 1985 pela Comissão do Plano de Governo (COPAG), destinadas a fornecer subsídios à política econômica do governo Tancredo Neves.

importância de seus impactos sobre a economia como um todo, e sobre o sistema financeiro em particular, considera-se oportuno enumerar alguns dos seus aspectos mais importantes: (a) o congelamento de preços e da taxa de câmbio permitiu a desindexação de todos os contratos nas esferas produtiva e financeira, com a única e importante exceção dos depósitos em caderneta de poupança; (b) a eliminação quase por completo dos ganhos originários da “ciranda financeira” fez com que os retornos esperados das aplicações em títulos passassem a depender da formação de expectativas quanto ao comportamento das taxas futuras de juros, como acontece em qualquer economia em que a moeda desempenha plenamente todas as suas funções; (c) em face da rápida estabilidade monetária, foi possível alongar de imediato as aplicações em títulos públicos e privados, permitindo, a um só tempo, aliviar os encargos da dívida pública e reconstituir e ampliar as condições de *finance* e *funding* nos mercados de crédito e de capitais; e, (d) por último, tendo em vista a dramática redução das taxas de juros na circulação financeira, considerável parcela da poupança se viu compelida a migrar para a esfera produtiva, possibilitando sustentar um forte crescimento das operações de crédito, tanto para consumo, como para investimentos produtivos no segmento das pequenas e médias empresas. É oportuno ressaltar que, como resultado da rápida expansão creditícia, a atividade econômica se reativou abruptamente, ainda que persistissem sérios conflitos no interior dos aparelhos produtivo e de distribuição, o que viria a ser a *causa causans* para que o Plano Cruzado se tornasse apenas uma fugaz experiência heterodoxa de combate à inflação.

Em termos de política financeira do Plano Cruzado, mais especificamente, o governo tomou as seguintes medidas. Em primeiro lugar, a extinção da conta-movimento e, em simultâneo, a transferência da administração dos fundos e programas do Banco Central para o Banco do Brasil e para o Tesouro Nacional, significando que finalmente passou a existir no país uma única instituição responsável pelas clássicas funções de autoridade monetária. Isto é, o Banco Central passou a exercer plenos poderes de gestão da política monetária, através dos seus vários instrumentos e, ao mesmo tempo, que se desvincilhava da função de agente do governo para a política fiscal. Em segundo lugar, a extinção do Banco Nacional da Habitação, que exercia as funções de banco central do Sistema Financeiro da Habitação. Com relação a essa segunda medida, convém destacar que um de seus objetivos consistia em concentrar na autoridade monetária o papel de supervisão e

regulação de um importante segmento do sistema financeiro. Nessa perspectiva, esperava-se neutralizar uma fonte potencial de risco sistêmico, pelo graves desequilíbrios que poderiam ser produzidos em decorrência do descasamento de ativos e passivos da Caixa Econômica Federal, principal agente do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e tomador de recursos do BNH.

Convém destacar, a propósito dessa segunda medida, que, não obstante poder se considerar como acertada a extinção do Banco Nacional da Habitação do ponto de vista da autoridade monetária, o governo acabou por esfacelar irreversivelmente um dos mais importantes mecanismos de financiamento do crescimento de médio e longo prazo. Essa avaliação se torna tão mais verdadeira pelo fato de se haver pulverizado as políticas e estratégias que sustentaram o Sistema Financeiro da Habitação por mais de 20 anos, colocando-as sob a responsabilidade de setores do Banco Central e da Caixa Econômica Federal, os quais, entretanto, não dispunham de *expertise* suficiente para a análise e tomada de decisões necessárias à reorientação dos objetivos e forma de atuação desse importante setor da economia. Com efeito, com a extinção do Banco Nacional da Habitação, a quem cabia, além das funções de planejamento, as de regulação, supervisão e prestador de última instância típicas de um banco central, desapareceu por completo a memória funcional e informacional do sistema, no qual se assentavam as políticas de habitação e saneamento básico do governo.

Não obstante o curto período e estabilidade da moeda proporcionada pelo Plano Cruzado, foi possível conceber uma série de propostas importantes no âmbito do mercado financeiro, tanto do ponto de vista da sua liquidez como da ampliação das possibilidades de financiamento de longo prazo. Nesse sentido, uma das inovações financeiras mais importantes colocadas em prática foi a criação do mercado interbancário destinado a regular a demanda e oferta de reservas no interior do próprio sistema bancário. A intenção era reduzir a pressão dos bancos sobre a autoridade monetária, com vista à zeragem diária de suas posições no *open market* e, com isso, evitar oscilações bruscas nas taxas de juros nos segmentos do mercado livre.

Tradicionalmente, o interbancário corresponde a um mercado de reservas, no qual os doadores e tomadores de recursos lastreiam suas operações através da simples emissão de certificados de depósitos interbancários (CDI). A sua remuneração corresponde a taxa de

juros livremente ajustada, de acordo com as condições de oferta e demanda de liquidez, a qual pode ser repactuada nas operações de longo prazo, em analogia com o sistema da *Libor* praticada nos mercados de euromoedas. Assim, no caso do Brasil, uma vez alcançada a efetiva estabilidade monetária, como se supunha, o interbancário poderia não só servir de canal para estabilizar as reservas no sistema financeiro, como também prover recursos de médio e longo prazo (*finance e funding*) para financiamento de posições em bens de capital. Caso tais expectativas fossem concretizadas, o resultado dessa iniciativa se traduziria no objetivo essencial do Plano Cruzado, ou seja, a destruição da memória inflacionária e conseqüente eliminação definitiva do mecanismo da correção monetária nos contratos.

### 6.2.3 A proposta heterodoxa de reforma do sistema financeiro

Outro importante vetor de política financeira concebida no mesmo período, sob inspiração da “utopia possível” no campo da estabilizada monetária, consistiu na formulação e discussão de projetos destinados à reforma da estrutura financeira, sempre perseguindo o objetivo de disciplinar e reorientar o crédito bancário. Resumidamente, os debates e idéias giravam em torno de algumas percepções derivadas: (a) do esgotamento da capacidade ociosa da indústria; (b) da necessidade de se introduzir novos arranjos institucionais no sistema financeiro público e privado, de modo a torná-lo capaz de financiar os programas e projetos de infra-estrutura básica (energia, transportes, comunicações, etc), produção de bens intermediários e de bens de capital; e, (c) da avaliação de que tais arranjos deveriam levar em consideração que o grande aparato institucional e financeiro construído ao longo dos anos 60 e 70, destinado a viabilizar e garantir o trânsito dos ativos entre a circulação industrial e financeira, mas principalmente no interior desta última, perdera em grande parte a sua razão de ser. Nesse particular, assumindo-se a que a moeda se tornasse estável e readquirisse plenamente suas funções, o grosso das energias gastas nas relações entre bancos e empresas do setor não-financeiro para sustentar a “ciranda financeira” não faria mais sentido.

O projeto de reforma delineado no bojo do Plano Cruzado absorveu, como será visto em seguida, alguns aspectos das propostas anteriores de reforma monetária e financeira, que vinham sendo discutidas entre diferentes correntes de economistas e *policy-*

*makers*, inclusive no Parlamento. Embora incorporasse alguns importantes aspectos inovativos, tal proposta de reforma foi elaborado com o intuito de complementar o projeto de reforma bancária submetida pelo governo anterior ao Congresso Nacional, a qual continha um amplo programa de reestruturação da política monetária e financeira, no âmbito do Tesouro Nacional e do Banco Central.

As sugestões que poderiam contribuir, segundo seus autores, para o aperfeiçoamento do projeto governamental, se alinham nos seguintes pontos: i) desregulamentação do sistema financeiro; ii) liberdade para indexação de contratos; iii) restabelecimento do conceito de especialização de funções e segmentação financeira, tal como concebido e para os fins previstos na reforma bancária de 1964-65; iv) eliminação da reserva de mercado (poder de monopólio), através da redução do preço das cartas patentes pelo BACEN, com vistas a torná-las mais acessíveis aos novos concorrentes no mercado financeiro; v) criação de bancos regionais; vi) redução do “*crowding-out*” de títulos públicos através do “*pulling in*” de títulos privados; vii) criação de companhias de participação, com funções de captação e alocação de recursos para atendimento das necessidades das pequenas e médias empresas; e, viii) incentivo às inovações financeiras em produtos e serviços, e.g., *commercial papers* e empresas de *factoring*.<sup>84</sup> A intenção dos *policy-makers* era que essas sugestões fossem submetidas a uma prévia e ampla discussão entre os principais atores envolvidos (empresas, banqueiros e agentes do governo), a fim de que, presumia-se, as decisões pudessem ser tomadas a partir de razoável consenso em torno das questões mais essenciais, o que certamente facilitaria a sua aprovação pelo Congresso e a sua posterior implementação.

Assim, pensando-se numa moldura institucional que talvez se possa avaliar como muito próxima da vertente zysmaniana, o objetivo das mudanças propostas no âmbito do Plano Cruzado seria rearranjar o sistema financeiro de modo que ele viesse a assumir as múltiplas funções nos mercados de crédito e de capitais, cujo processo deveria, porém, ser adaptado à realidade econômica e cultural do país. Tais arranjos, portanto, deveriam combinar aspectos do sistema de bancos segmentados americanos - regras de mercado e

---

<sup>84</sup> A respeito das propostas de reforma de caráter mais conservador, vide, por exemplo, Souza e Montezano (1984) - “Reforma Bancária: Uma das Condições Necessárias para o Saneamento da Economia Brasileira”, e Cysne (1993) - “Reforma financeira – aspectos gerais e análise do projeto de lei complementar”.

especialização - e do sistema de bancos universais alemães - regras de mercado e bancos de múltiplas funções (Zysman, 1983; Carvalho, 1995/6; Studart, 1995/6).

Em síntese, a proposta incorporada neste projeto de reforma financeira se concentrava em três eixos fundamentais (Teixeira e Costa, 1986, p. 192-5). Primeiro, os grandes conglomerados financeiros privados seriam transformados em bancos múltiplos, aos quais caberia preponderantemente o financiamento de projetos, a médio e longo prazo, nos setores de infra-estrutura, industrial, agrícola e habitação, via mercado de crédito e/ou de capitais. Isso implicaria substituir as *holdings* financeiras privadas, compostas por diversas instituições financeiras interdependentes, por grandes bancos de múltiplas de funções, no interior dos quais os recursos poderiam ser livremente transacionados, de modo a permitir o gerenciamento flexível de ativos e passivos, bem como facilitar inovações financeiras em termos de captação de recursos. Esse seria, grosso modo, o modelo alemão inserido na estrutura do sistema financeiro brasileiro.

Segundo, seriam criados bancos regionais, no estilo do modelo americano, os quais teriam como função o financiamento de curto e médio prazo, destinado a atender a demanda de crédito empresarial da pequena e média empresa, nos ramos industrial, agrícola e comercial (capital de giro, descontos de títulos, crédito agrícola, etc). Terceiro, seria criada uma *holding* financeira estatal, englobando as grandes instituições financeiras oficiais (BNDES, Banco do Brasil e BNH) e as grandes empresas estatais (Petrobrás, Vale do Rio Doce, Siderbrás, Telebrás e Eletrobrás) de propriedade ou controle do governo federal. Essa *holding* poderia operar tanto no mercado monetário como no de capitais, inclusive gerindo os grandes fundos de poupança compulsória. O objetivo central desse mega-conglomerado financeiro-industrial consistiria em racionalizar e priorizar os programas e projetos de investimentos do governo, nas áreas de infra-estrutura e insumos básicos, a saber: petróleo, energia, eletricidade, comunicações, siderurgia e transportes, compatibilizando-os com as fontes públicas e privadas de financiamento.

Vê-se, assim, que o esboço de projeto em questão visava promover uma verdadeira reforma na estrutura e no *modus operandi* do sistema financeiro, cujo escopo era essencialmente adaptá-lo às necessidades de financiamento no longo prazo, numa perspectiva de estabilidade de preços. Tal objetivo se fundamentava, por um lado, no fato de que havia uma grave percepção por parte das novas autoridades sobre o viés curto-

prazista preponderante nas diretrizes e ações do sistema financeiro privado, cujas raízes remontavam às características da estrutura de propriedade e do padrão de financiamento adotado desde o Plano de Metas. Por outro lado, assumia-se que, como consequência desse mesmo padrão de financiamento, a reaceleração inflacionária teria sido originária de choques adversos (de oferta e de demanda), os quais se tomaram responsáveis pela propagação do aumento de preços e pelo aprofundamento e amplificação do mecanismo inercial dos cada vez mais altos patamares de inflação (Bresser Pereira e Nakano, 1991).

Do ponto de vista dos interesses do setor privado, parece que a idéia consistiria em convencer os grandes conglomerados financeiros a se organizarem na forma de bancos universais no estilo alemão, visando ganhar escala e escopo no gerenciamento de ampla e diversificada estrutura de ativos e passivos. Nesse sentido, deveriam se tornar capazes de atuar, como mencionado na retrocitada análise de Studart, com crescentes níveis de eficiência no circuito *finance/funding*. Do lado do setor financeiro público, a estratégia era basicamente a mesma, cujo objetivo seria garantir a dotação de capital na base da economia, em termos de infra-estrutura e insumos básicos, conforme já assinalado.

Pode-se perceber, com base nessas considerações, que a preocupação das autoridades no tocante ao setor bancário consistia em organizar um novo arranjo para o sistema financeiro, talvez inspirado na abordagem de Zysman, através do qual fosse possível construir bases sólidas de financiamento das estratégias de crescimento econômico de longo prazo, tornando-a menos dependente tanto do capital externo como dos mecanismos internos de financiamento inflacionário. Evidentemente, esse projeto contrariava uma variedade de importantes interesses, localizados tanto no setor público como no setor privado não-financeiro, mas especialmente os de grandes banqueiros, que provavelmente viam nele um aumento da ingerência do Estado quanto à forma de condução dos negócios privados. Com efeito, se tal proposta lograsse êxito, estar-se-ia violando gravemente o princípio da livre iniciativa, o que implicaria tolher a ampla margem de liberdade nas escolhas e tomada de decisões, características fundamentais da economia capitalista centrada no sistema *company-led growth*.

Mais especificamente, em contraponto as essas propostas heterodoxas de mudanças no sistema financeiro, conforme destacam Teixeira e Costa (*ibid.*, p. 195-6), os banqueiros argumentaram não fazer muito sentido a criação de bancos regionais visando atender o



crédito corrente, pois, segundo eles, os grandes fluxos de operações ativas e passivas se concentravam nos grandes centros financeiros, particularmente no eixo São Paulo/Rio de Janeiro/Belo Horizonte. Não haveria vantagens, nessa linha de argumentação, em se restabelecer o modelo da integração local das atividades financeiras e produtivas, pois certamente se perderia escala e eficiência, com grande pulverização de agências e significativos aumentos de custos operacionais. Por último, com relação à proposta da extinção das cartas patentes, as críticas se basearam no fato de que haveria consideráveis perdas patrimoniais. Mas, o receio maior residiria no fato de que a eliminação de tal mecanismo implicaria em acabar com as barreiras de entrada no sistema e, portanto, reduzindo o poder de mercado cartorialmente estabelecido desde as Reformas de 1964-65.

Ainda de acordo com a linha de exposição de Teixeira e Costa, diante da forte reação dos “lobbies dos banqueiros” às idéias colocadas em discussões preliminares pelos setores do governo não puderam avançar, “(...) a não ser no tocante à criação de bancos regionais, limitada, porém, ao Estado de São Paulo”. Isto se deu não só em função de ser algo inovador em relação ao pensamento dominante entre os principais atores do setor privado, como também pela duvidosa eficácia do Plano de Estabilização Econômica, quanto à sua capacidade de sustentar a “inflação zero”, ou pelo menos garantir a redução das taxas de inflação para níveis considerados toleráveis pela sociedade.

Dada a importância e amplitude das proposições incorporadas no projeto, não seria absurdo imaginar-se uma conspiração tácita por parte dos principais líderes do setor bancário-industrial, no sentido de tolher os avanços que se poderia obter com a estabilidade de preços. Certamente, outros fatores tiveram peso decisivo no malogro do plano de estabilização, tais como os aspectos psicológicos associados à ampla cultura inflacionária que se apossou do conjunto da sociedade. Mais objetivamente, a sensação, por parte dos agentes formadores de preços, da perda de amplas fontes de ganhos inflacionários e, ainda, a sucessão de erros na condução da política econômica pós-Cruzado.

Concluindo, o fato concreto a salientar, à margem dessas considerações, é que parece que os principais agentes do sistema econômico não se achavam preparados para um rápido processo de desinflação, especialmente quanto à forma como foi urdido e implementado, ainda que tivessem clara consciência dos seus efeitos no campo estrito de seus interesses diretos e imediatos. Perdeu-se, desse modo, mais uma oportunidade ímpar

de modificação do *status quo*, visando reequacionar a velha ordem imperante na estrutura financeira, por conta da míope visão do conjunto das mais importantes lideranças de empresários e banqueiros. Esses atores não foram capazes de perceber que as mudanças e inovações que se desejava perpetrar no sistema financeiro visavam, em essência, criar mecanismos destinados a garantir o aumento consistente da capacidade produtiva da economia, condição básica para a sustentação do processo de acumulação de capital e o próprio desenvolvimento do sistema financeiro.

#### 6.2.4 Os impactos econômico-financeiros dos planos de estabilização da “Nova República” e a reforma bancária de 1988

O curto período de estabilização de preços sob o Plano Cruzado promoveu uma rápida queda na taxa de juros dos títulos financeiros, e, em consequência, se traduzindo numa forte redução dos ganhos especulativos na órbita financeira, especialmente nas operações de *floating*. Isso resultou na remonetização de parcela significativa de ativos e numa forte recuperação dos gastos em consumo e em investimentos de curto prazo, ensejando um rápido aumento na produção no segmento das micro e pequenas empresas (Moraes, 1990, p. 22). Como resultado, houve uma importante recomposição nos portfólios dos bancos, em razão do forte aumento na demanda de crédito do setor privado, os quais procuraram tirar o máximo proveito da abrupta redução das taxas de juros e do rápido aumento na liquidez global. Compreende-se, assim, porque o sistema bancário se dispôs a dar resposta imediata aos pleitos dos tomadores, expandindo o crédito em geral, inclusive para o segmento de alto risco compreendido pelas micro e pequenas unidades industriais.

Em face do rápido colapso do Plano Cruzado, em suas versões I e II, outras tentativas de combate à inflação se seguiram nos anos de 1987 e 1988, respectivamente sob a denominação de Plano Bresser e Plano Verão. Estes últimos se caracterizaram por algumas inovações, traduzidas num *mix* de medidas ortodoxas e heterodoxas, em geral compostas de congelamento de preços e salários, corte de gastos correntes e de capital da União, redução de investimentos das empresas estatais, redução ou contingenciamento de crédito ao setor produtivo, elevação de impostos e compulsórios, etc. Em 1987, como resultado do congelamento do câmbio levado a efeito sob o Plano Cruzado e da

conseqüente redução de fluxos voluntários de capital externo, decretou-se a moratória da dívida externa.

Como essas medidas de política geralmente eram tomadas discricionariamente, e cujos impactos eram quase sempre recessivos e inócuos, do ponto de vista do equilíbrio macroeconômico interno e externo, o resultado foi o agravamento da dívida pública acompanhado de efeitos depressivos cada vez mais intensos na demanda de bens consumo, dos investimentos e da produção em importantes setores da economia. Além disso, dados os sucessivos reveses das políticas de combate à inflação, o ambiente sob o qual os principais atores tomavam suas decisões se caracterizou por uma crescente desconfiança quanto à capacidade de o governo manter o controle da ordem econômica, política e social. A combinação desses fatores ensejava, então, uma crescente aversão ao risco cada vez mais acirrada por parte de bancos e empresas, que procuravam sustentar suas fatias de mercado, respectivamente por via de altos *spreads* e *mark ups*, mediante a utilização de mecanismos de indexação cada vez mais diversificados e sofisticados, em espaços temporais de correção de preços cada vez mais reduzidos (Costa, 1999, p. 163).

No caso dos setores oligopolizados, em função de seu poder de mercado e da “financeirização dos preços” (Almeida e Novaes e Belluzzo e Almeida, *apud* Carneiro, 1990)<sup>85</sup>, os mecanismos de defesa eram quase automáticos, dada a facilidade de repasse da inflação passada, com os acréscimos preventivos de custos para os preços correntes, o que caracterizava exatamente a inércia inflacionária. Nesse sentido, salientam Almeida e Novais, o fator determinante da aceleração da inflação residia no movimento inercial de preços, justificado essencialmente como meio de defesa dos lucros num ambiente recessivo.

A ‘financeirização dos preços’ se dava através da adoção da taxa de juros *overnight* como fator de correção de preços. Nesse caso, as grandes empresas formavam suas expectativas inflacionárias com base nas taxas de juros de curto prazo embutidas nas Letras do Banco Central. Dada a facilidade de remarcação de preços possibilitada por esse mecanismo, no setor oligopolizado os reajustes antecipados da tabela de preços se intensificaram a partir do Plano Cruzado, enquanto que nos segmentos submetidos ao maior

---

<sup>85</sup> Carneiro (2002, p. 210, 217): “Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX”.

nível de competição os preços se atrasavam com frequência. Esse fato ocasionava uma crescente distorção nos preços relativos e uma crescente fragilidade patrimonial e financeira em amplos setores da atividade econômica, nos quais predominavam as pequenas e médias empresas. Em face das elevadas taxas de juros provocadas pelo aumento contínuo das necessidades de financiamento do setor público e da crescente aversão ao risco no setor financeiro, o crédito bancário se destinava preponderantemente ao financiamento das necessidades de curto e curtíssimo prazo das empresas e das pessoas físicas.

As grandes empresas do setor privado, por seu turno, tinham como estratégia limitar seus investimentos ao capital de giro e à reposição do capital fixo, utilizando para tanto basicamente recursos próprios (autofinanciamento) ou das matrizes, no caso das estrangeiras (IED). Em se tratando de financiamentos externos, seus custos reais eram bem menores que os praticados no mercado financeiro doméstico, os quais eram utilizados em freqüentes e rendosas operações de arbitragem ou de especulação financeira. Com o encolhimento cada vez mais visível da atividade produtiva, ainda que se praticando *mark-ups* e *spreads* cada vez mais elevados, a consequência natural era a retração das operações de crédito e a redução das atividades de intermediação financeira. Desse modo, considerando os crescentes superávits gerados pelos excedentes de amplos segmentos empresariais e familiares, a que se juntavam os lucros dos próprios bancos, o governo se apresentava como a única e grande unidade deficitária, para a qual era carreado o grosso dos recursos através do mercado de títulos.

Nessas circunstâncias, na condição de responsáveis pelo giro desses recursos, os bancos comerciais se obrigavam a dar aos mesmos garantia de rentabilidade e plena liquidez, porém exigiam taxas de juros selicadas cada vez maiores para a rolagem da dívida pública. Adicionalmente, o Banco Central oferecia a essas instituições garantias efetivas contra riscos de liquidez, através do conhecido mecanismo de zeragem automática do mercado financeiro (Carvalho, 1993; Ramalho, 1995; Paula, 1996). Esse comportamento passivo do Banco Central significava uma completa dominância da política fiscal sobre a política monetária, redundando numa clara ineficácia desta última como instrumento de controle da liquidez. Cabe salientar, a propósito, que em determinados momentos de grande fragilidade do setor público, revelada pelo agravamento de sua postura *Ponzi financing*, o

próprio governo tomava a iniciativa de emitir títulos sobre os quais prometia pagar juros mais elevados que os títulos privados, num processo de competição característico do *crowding-out*. Isso era justificado pelo fato de que era necessário evitar-se uma declaração de moratória interna, cujas conseqüências poderiam se degenerar no colapso do sistema financeiro e na completa desorganização da atividade econômica.

Denota-se, assim, um cenário de grave instabilidade econômica, que a qualquer momento poderia produzir uma completa ruptura institucional e um quadro de falência generalizada em face do descumprimento dos contratos. Para agravar essa situação, a capacidade de supervisão e controle do Banco Central sobre os conglomerados financeiros se tornava cada vez mais fragilizada, dado o emaranhado conflituoso e difuso de normas contábeis e operacionais destinadas ao monitoramento das diferentes instituições que integravam os conglomerados financeiros. Na perspectiva do Banco Central, essa realidade era capaz de gerar graves riscos informacionais, os quais poderiam degenerar numa total perda de controle do sistema financeiro, caso houvesse uma declaração de *default* do governo e a conseqüente incapacidade de cumprimento dos contratos por parte dos principais agentes econômicos.

É nesse contexto que o Banco Central resolve promover uma reforma bancária, imediatamente antes da promulgação da nova Carta Magna (05.10.88), cujo objetivo, porém, não foi mudar a essência da estrutura financeira existente. De acordo com diversos autores, e. g., Miranda e Tavares (1999), Teixeira (2000) e Corrêa e Almeida Filho (2001), Hermann (2003), dentre outros, tratava-se de reconhecer e formalizar uma estrutura que já vinha funcionando, de fato, na forma de bancos de múltiplas funções desde o final dos anos 70. Como aludido no capítulo anterior, desde a década de 70 a estrutura financeira era composta predominantemente por conglomerados liderados por um banco comercial, no qual as demais instituições funcionavam como meros departamentos especializados, inteiramente subordinados às diretrizes e estratégias globais definidas pelos acionistas controladores da *holding* financeira.

Assim, o modelo da reforma bancária de 1988, levado a cabo através da Resolução 1524 do Conselho Monetário Nacional, tinha como objetivo central dar maior racionalidade e transparência no processo de gestão dos conglomerados financeiros, envolvendo tanto os interesses do Banco Central, em suas funções de regulador e supervisor, como e,

principalmente, dos próprios acionistas controladores e seus representantes nas diferentes esferas de governança. Nesse sentido, o modelo de reforma consistia em: i) reduzir custos operacionais, através da unificação administrativa; ii) facilitar a tarefa de supervisão, fiscalização e controle através da padronização de procedimentos contábeis e operacionais (*accountability*) por parte do Banco Central; iii) flexibilizar e simplificar a política de captação de recursos, a fim de permitir, sempre que possível, a desvinculação de operações ativas e passivas; iv) facilitar internamente a solução de eventuais problemas de liquidez; e, v) por último, ganhar economias de escala e escopo. Na perspectiva da visão convencional, esperava-se, portanto, que a mudança institucional no sistema pudesse se traduzir numa inovação importante, capaz de resultar em significativa redução de custos e em maior eficiência alocativa, e, o que se considerava mais relevante naquele momento, viabilizar e garantir um grau de monitoramento mais eficaz do sistema por parte do Banco Central.

O modelo implantado inicialmente permitia que, através de mecanismos legais de fusão, incorporação, cisão, transformação ou simples constituição (Relatório Econômico Andima, 2001, p. 58), duas instituições, no mínimo, e quatro, no máximo, se organizassem unitariamente na forma de banco múltiplo. As instituições financeiras que podiam se organizar sob a forma de banco múltiplo (BM) eram as seguintes: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento exclusivamente estatais, sociedades de crédito imobiliário, sociedade de crédito, financiamento e investimento e, posteriormente, as sociedades de arrendamento mercantil. Permitiu-se também, a inclusão de uma corretora e uma distribuidora de títulos e valores mobiliários na instituição financeira sob mesmo controle acionário, mas devendo funcionar autonomamente. Posteriormente, a resolução CMN 2099/94 determinou que os BM deveriam funcionar com no mínimo duas carteiras, sendo uma delas obrigatoriamente de banco comercial ou de investimento.

A fim de viabilizar esse processo, foi extinto o modelo cartorial de carta patente, visto que o Banco Central passou, desde então, a autorizar, em cada caso, o funcionamento das instituições financeiras com base em regras de capital mínimo, incluindo certos requisitos de idoneidade e experiência em assuntos financeiros (Corrêa e Almeida Filho, *ibid.*). Dada essa facilidade de entrada, um grande número de empresas não-financeiras tomou a iniciativa de criar seus próprios bancos, na esperança de reduzir custos e simplificar suas relações com o sistema bancário, envolvendo tanto a prestação de serviços,

como as operações de depósitos, aplicações, etc. Com efeito, o sistema se expandiu rapidamente, tanto em número de agências, como de matrizes bancárias, valendo ressaltar que no curto período de cinco anos que seguiu à implantação da reforma de 1988 foram criados 211 bancos múltiplos. As demais instituições financeiras singulares (autônomas) ficaram numericamente restritas a um subconjunto residual do sistema, constituído predominantemente por instituições oficiais federais e pelos bancos estrangeiros, os quais foram proibidos de se beneficiarem do estatuto dos bancos múltiplos.

Denota-se portanto que, ao contrário do esperado, a mudança promovida através da Resolução 1524 propiciou um alargamento do sistema financeiro, em particular do segmento de bancos privados, sem, contudo, elevar o seu grau de aprofundamento e competitividade. Logo cedo se tornou claro que a maioria dos novos multibancos foi criada para atender nichos bem definidos no mercado, ou simplesmente como extensão dos negócios de empresas não-financeiras, cujos interesses eram de natureza meramente patrimonial, ou simplesmente voltados para negócios através dos quais era possível obter-se vultosas receitas extra-operacionais provenientes das aplicações no *open market*. Na realidade, a iniciativa das autoridades regulatórias resultou apenas em dar caráter de dualidade ao sistema financeiro, na medida que consagrou a anterior estrutura de concentração e conglomeração bancária. A nova configuração permitiu, no entanto, um certo grau de desconcentração espacial da atividade bancária, ao mesmo que viabilizou a permanência de funções financeiras especializadas, tal como se verificava no estatuto dos antigos conglomerados.

Uma importante característica do novo modelo organizacional é que, ao contrário do padrão das reformas dos anos 60, a reforma de 1988 não teve caráter impositivo. Ela teve mais similaridade com os mecanismos de indução à concentração e conglomeração financeira. Desse ponto de vista, as autoridades tiveram a intenção de conseguir a necessária transparência a uma situação de fato existente e, ao mesmo tempo, acabar com os pesados custos representados pelas cartas patentes. Nesse sentido, a eliminação dessa barreira de entrada ampliou a criação de bancos “enxutos”, teoricamente capazes de reduzir os encargos de intermediação, e tornar o sistema economicamente mais eficiente e mais seguro. Isso quer dizer que não houve por parte do governo a preocupação em se

aprofundar e/ou alargar o *modus operandi* do sistema financeiro, no sentido que Edward Shaw lhe empresta.

A rigor, não estava em cogitação promover uma mudança estrutural no sistema, aproveitando inclusive o ensejo da nova Carta Magna promulgada no mês seguinte à Resolução 1524, de modo a adaptá-lo para a execução de novas funções dentro de um novo padrão de financiamento, em consonância com o conceito e os verdadeiros objetivos do sistema de bancos universais. É possível que o ambiente econômico e institucional de então, especialmente considerando as agruras da superinflação e os perigos potenciais associados ao grave desequilíbrio fiscal, não recomendasse mudanças verdadeiramente estruturais no sistema. Todavia, aproveitando aquele momento político especialmente favorável, seria desejável aprovar-se um modelo de reforma de modo a se redirecionar as funções do sistema financeiro, através do qual se poderia definir a forma de intervenção do Estado em seu funcionamento, na perspectiva de uma estratégia de crescimento de longo prazo.

Por outro lado, com a redução dos depósitos à vista, ou a sua transformação em contas de depósitos remunerados à vista, em paralelo à crescente ampliação do processo de desintermediação financeira, os bancos passaram a privilegiar, com maior ênfase, os negócios que, direta ou indiretamente, incrementassem suas fontes de recursos onerosos e não-onerosos. Tais operações eram focadas em: contas garantidas, cotas de fundos de investimento de curto prazo, arrecadação de recursos transitórios, captações em *open/over*, alguns tipos de operações com CDB, etc. Em geral, o objetivo era ampliar seus ganhos de *floating*, em transações de curtíssimo prazo, as quais eram fortemente concentradas em operações compromissadas (acordos de recompra) lastreadas em títulos do Tesouro e do Banco Central.

Em suma, o caráter inovador da reforma de 1988 se resumiu em dar maior racionalidade funcional ao sistema financeiro, com vistas a garantir a sua continuidade no *status quo*, num modelo de acumulação caracteristicamente *company-led growth*. Não houve, como destacam Corrêa e Almeida Filho, nenhuma alteração de substância nos rumos e na forma de atuação das instituições financeiras nas operações dos mercados de crédito e de capitais. Do ponto do sistema financeiro, o que a reforma permitiu foi propiciar aos bancos ganhos em termos de maior agilidade e flexibilidade no gerenciamento de



ambos os lados de seus balanços. Com efeito, apesar dos temores da autoridade monetária em face da instabilidade macroeconômica, a política de manutenção das altas taxas de juros aliadas aos mecanismos de zeragem, tornavam as operações no mercado aberto cada vez mais atrativas do ponto de vista do trinômio rentabilidade, segurança e liquidez.

### 6.3 O PERÍODO DE 1990-94: CRISE DE LIQUIDEZ, AUMENTO DE INCERTEZAS E AVERSÃO AO RISCO. ESTRATÉGIA FINANCEIRA NO CONTEXTO DE RECESSÃO E ALTA INFLAÇÃO SOB O PLANO COLLOR

Os objetivos da política econômica do início dos anos 90 continuaram centrados no combate à inflação, cujo ritmo ascendente havia destruído quase que completamente as funções básicas do padrão monetário. O sistema de preços relativos já não era mais capaz de sumarizar e transmitir informações básicas aos agentes, o que, por sua vez, ensejava uma crescente desconfiança na própria moeda indexada, quanto à sua capacidade de refletir a escala de valor fundamental para a tomada de decisões. Isso obrigou os agentes a se ancorarem em índices de correção de preços que refletissem com maior fidedignidade a variação diária do câmbio, a única referência confiável para correção dos preços dos ativos e a manutenção real dos valores contratuais nos diferentes mercados. Em tais circunstâncias, a luta dos agentes se traduzia no esforço quotidiano de aumentar, ou pelo menos garantir, a posição real de seus portfólios, evidentemente numa corrida na qual os rendimentos temporariamente fixos (salários, aposentadorias, lucros dos setores mais competitivos, etc) se convertiam nos grandes perdedores para os demais segmentos.

Nesse contexto de alta inflação, a velocidade da mudança nas expectativas amplificava as incertezas e os riscos latentes em torno dos mercados de títulos, especialmente no tocante aos ativos do governo. Em tal ambiente, generalizava-se o temor de que a qualquer momento os fracos elos de sustentação do sistema financeiro poderiam ser rompidos, acarretando falências generalizadas no setor privado e a própria incapacidade de o governo honrar os compromissos atrelados aos títulos da dívida pública. Na hipótese dessa ameaça se configurar, tal resultaria, como já salientado, numa severa ameaça de risco sistêmico, e, *ipso facto*, na completa desorganização do sistema de pagamentos, implicando a virtual paralisia do sistema econômico.

Esse quadro de instabilidade levou as autoridades econômicas a implementar em março/90, através do chamado Plano Collor, mais um choque de estabilização de natureza ortodoxa/heterodoxa, envolvendo medidas de cunho fiscal, monetário e cambial, inclusive com congelamento de preços e alteração do padrão monetário (Nakano, 1990; Zottmann, 1990; Longo, 1990). Na avaliação do governo, as dificuldades em todas essas áreas tinham como explicação o excesso de liquidez da economia no conceito mais amplo de moeda (M4) e, portanto, era necessário apropriar e concentrar o estoque de ativos financeiros na autoridade monetária (inclusive os depósitos à vista), a qual passaria a ter responsabilidade de recompor e resgatar o direito de propriedade sobre esses ativos, de acordo com uma escala temporal de fluxos arbitrariamente predeterminada.

Os efeitos dos programas heterodoxos de estabilização já eram sobejamente conhecidos desde o Plano Cruzado, e já se sabia de antemão que, diante do quadro de grave instabilidade econômica, o novo governo empossado em março/90 tomaria algumas medidas radicais para debelar a inflação. Todavia, o seqüestro de ativos representado pela apropriação indébita, ainda que temporária, da massa de haveres financeiros de propriedade de diferentes agentes econômicos, incluindo o capital de giro das empresas, acarretou profundos transtornos para atividades no setor real da economia, com o agravante de magnificar o já elevado grau de desconfiança nas políticas e ações governamentais. Ressalte-se, a propósito, que uma das causas da velocidade do aumento das taxas de inflação residia, antes do Plano Collor, no crescente grau de descrédito na moeda indexada e, portanto, na própria capacidade de o Estado garantir sua aceitação, enquanto instituição fundamental destinada a preservar os direitos e deveres contratuais.

Em face da gravidade dessa situação, o plano antiinflacionário consistia em mais um tratamento de choque, envolvendo medidas ortodoxas e heterodoxas. O objetivo do governo era “matar a inflação com um único tiro”, através de diferentes medidas de política, algumas pragmáticas, outras extremamente radicais, como se viu acima. Todavia, essa estratégia se converteu rapidamente num malogro, pois, não obstante o congelamento de preços, a inflação e os juros se recompuseram rapidamente em elevados patamares. Esse comportamento dos preços e dos juros se originou da aguda carência de liquidez nos setores produtivos que se seguiu ao violento enxugamento monetário, e do forte aumento na aversão ao risco no sistema bancário. Com isso, se restabeleceu a corrente

superinflacionária, num quadro de forte queda na atividade econômica. Como resultado do aprofundamento da recessão, o desempenho do PIB foi negativo por três anos consecutivos (1990-92).

Além das políticas de combate à inflação, o governo Collor implementou outras iniciativas de cunho marcadamente liberalizante, destinadas a promover a abertura da economia, de modo a integrá-la ao ambiente da competição internacional. Do ponto de vista da abertura financeira, o objetivo era ampliar a conexão entre o sistema bancário doméstico e o sistema financeiro internacional, através de programas de liberalização e desregulação preconizados por instituições multilaterais de crédito (BIS, BIRD, FMI),<sup>86</sup> em consonância com as idéias do *Consenso de Washington* e, mais à frente, com as práticas defendidas pelo Comitê de Basileia no curso dos anos 80.

Todavia, dada a turbulência causada pelo modo como foi implementado o Plano Collor, e uma vez retomado o processo superinflacionário, o sistema bancário teve dificuldades em refazer as práticas financeiras anteriores. As altas taxas de juros voltaram a ser praticadas, tornando-se função não só das elevadas taxas esperadas de inflação, como também de uma maior aversão ao risco dos bancos e seus clientes depositantes e investidores, o que acarretou a elevação de custos para os tomadores de empréstimo em geral. Dada a limitação da demanda global, isso gerou uma redução real nos fluxos de crédito ao setor privado e o conseqüente aumento da desintermediação financeira, tudo isso influenciando para um prolongado período de estagnação da atividade econômica. Nessas circunstâncias, à medida que os recursos represados pelo Banco Central iam sendo liberados, os mesmos eram automaticamente canalizados para aplicações de alta liquidez.

Nessas circunstâncias, cresceu o estímulo dos bancos para ampliarem seu papel de gerenciadores de passivos de curtíssimo e curto prazo, procurando atuar de forma cada vez mais competitiva com o objetivo de incrementar a captação através da caderneta de poupança, CDB-pré, fundos de aplicação financeira (recém-criados) e fundos de renda fixa de curto prazo e, residualmente, depósitos à vista, a que se somava uma grande massa de recursos transitórios à vista (arrecadação e repasse de impostos, de fundos parafiscais, de prestações e mensalidades diversas, administração de folha de pagamentos, etc). Esses

---

<sup>86</sup> Essas instituições passaram a tomar como referência o paradigma da repressão financeira e as propostas de abertura e desregulação defendidas por Shaw-McKinnon.

recursos continuaram a gerar receitas inflacionárias significativas, em face das elevadas taxas de juros praticadas no *open market*. Denota-se, assim, que os bancos continuaram a tirar o máximo proveito do retorno do processo da alta inflação, cuja lucratividade, quase sem risco, proveniente do *floating* justificava a expansão física da rede de agências. É bem verdade que esses lucros foram também consequência do fato de que os banqueiros perceberam rapidamente as implicações da abertura externa em seus negócios, fator indutor da rápida melhora de sua *performance* em termos de eficiência e competitividade. Isso se conseguiu através de significativos ganhos de produtividade, mediante ajustes nos custos de pessoal e aceleração dos processos de automação e informatização de redes de agências, bem como a terceirização de atividades e tarefas não diretamente ligadas às funções essenciais da atividade bancária.<sup>87</sup>

Sumariando, a política econômica empreendida no período de 1979 a 1994 revelou um preocupante paradoxo: o seu objetivo essencial era criar as condições para continuidade do crescimento econômico verificado nos treze anos anteriores. Porém, quanto maior a sofisticação e diversificação das tentativas (ortodoxas e heterodoxas) colocadas em prática, mais difícil e distante se tornava o alvo a ser atingido. Com efeito, à meta prioritária de ajuste do balanço de pagamentos do início da década, seguiu-se uma política de ajuste das contas públicas. Estas, por terem sido quase sempre malogradas e criadoras de subprodutos sociais e psicológicos contrários aos que delas se esperava, deram margem a que o esforço governamental se concentrasse quase que exclusivamente na meta de debelar a inflação, sob pena do aprofundamento da instabilidade financeira que, no limite, poderia acarretar o caos econômico e social. Evidentemente, como se aludiu em diferentes partes deste capítulo, esses três fenômenos estavam intimamente correlacionados, isto é, a política macroeconômica destinada a contornar o crescente desequilíbrio externo gerou o crescente endividamento público, e ambos se tornaram o foco primário gerador de inflação.

Os desarranjos na economia provocados pelas diferentes programas de estabilização econômica, iniciando pelo rompimento das “regras do jogo” na virada dos anos 70 e no início dos anos 80, nas áreas cambial, monetária, fiscal e de preços, foram responsáveis pelo que se convencionou chamar de “década perdida”. Os diferentes padrões monetários

---

<sup>87</sup> É ilustrativo mencionar que, apesar da consistente queda das operações de crédito no período de 1988-92, o retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos nesse último ano foi de 9,5%, contra 2,2% das 500 maiores empresas não-financeiras (Corrêa e Almeida Filho, 2001, p. 213-4).

criados no bojo dos planos de estabilização não foram capazes de se sustentar sequer no curto prazo, sinal de que a moeda legal, sob sucessivas e diferentes denominações, perdera completamente suas funções vitais, as quais, com se sabe, são indispensáveis para que a atividade econômica funcione em sua plenitude. Desse modo, mesmo com a adoção de variados mecanismos de correção monetária, a moeda legal não conseguia transmitir segurança no tocante ao cumprimento pleno das regras e valores contratuais, especialmente do ponto de vista do retorno esperado das aplicações em ativos financeiros, para os quais convergia grande parte da poupança financeira do setor privado.

Nesse contexto, apesar de se reconhecer e se aceitar o elevado grau de arbitrariedade e ineficácia das políticas governamentais, pois estas não passavam de tentativas malogradas de se evitar o colapso em diversos setores da economia, as instituições fundamentais do sistema econômico continuavam a funcionar com razoável grau de normalidade, tal como os mecanismos de crédito e de poupança, o sistema de pagamentos, etc., ainda que as altas taxas de juros praticadas no segmento livre do mercado inviabilizassem quase por completo o crédito para consumo de bens-duráveis e para atividades de investimento de médio e longo prazo. Isso se traduzia no estreitamento crescente dos canais de conexão dos circuitos industrial e financeiro, ensejando que a grande massa de moeda indexada se mantivesse estacionada neste último, graças às oportunidades de revalorização e acumulação do capital financeiro garantidas pelas regras de remuneração dos títulos emitidos pela autoridade monetária e pelo Tesouro Nacional.

Entretanto, apesar do *hedge* oferecido pela moeda indexada, o qual, aliás, ia aos poucos se configurando cada vez menos efetivo e confiável, chegou-se a um determinado consenso entre os atores econômicos e sociais de que a superinflação chegara a patamares intoleráveis, e, em consequência, era necessário enfrentar o problema através de todos os recursos de política econômica que se pudesse dispor, porém, sem abandonar um fato desde há muito observado pelos autores dos diferentes planos de estabilização anteriores. Ou seja, quaisquer novas iniciativas em termos de programa de estabilização teriam que engendradas com transparência e prévio conhecimento dos principais atores econômicos, se possível com a sua participação e colaboração. Esse é o caso do Plano Real, que será analisado no capítulo seguinte.

Em conclusão, os anos 80 e os primeiros 4 anos da década de 90 foram marcados pela contínua elevação da taxa de inflação, apesar da adoção de um variado arsenal de políticas de estabilização, de cunho ortodoxo e heterodoxo. Nesse ambiente de elevada instabilidade macroeconômica, as possibilidades de crescimento foram seriamente prejudicadas, em face dos impactos recessivos das políticas adotadas e, principalmente, pelas expectativas e incertezas geradas quanto à viabilidade e sustentabilidade de novas posições em bens de capital. Diversas teorias de cunho ortodoxo e não convencional foram apresentadas para explicar a persistência do fenômeno superinflacionário. A análise que segue se baseia na abordagem de cunho não tradicional, segundo a perspectiva pós-keynesiana, do fenômeno da inflação no Brasil naquele período, através da qual seu autor, Cardim de Carvalho, procurou distinguir as diferentes fases de sua trajetória, e os efeitos deletérios que provocou no sistema econômico.

#### 6.4 UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA DO PROBLEMA DA ALTA INFLAÇÃO E DA HIPERINFLAÇÃO E SUAS CONEXÕES COM O CASO BRASILEIRO DOS ANOS 80 <sup>88</sup>

Criado em 1964, o mecanismo da correção monetária visava atingir vários objetivos, dentre eles o de incentivar a poupança financeira doméstica, através da garantia de taxas atrativas de retorno nas aplicações em títulos públicos e privados, eliminando-se, desse modo, os efeitos perversos da Lei de Usura. Todavia, como já se salientou, esse mecanismo rapidamente se generalizou por toda a economia, especialmente a partir da vigência do Sistema Financeiro da Habitação e dos fundos de poupança compulsória (FGTS, PIS-PASEP, etc). Com efeito, a partir do início dos anos 70, tal mecanismo se achava plenamente consolidado como instrumento indispensável para equilibrar as obrigações e direitos contratuais e a estrutura patrimonial (balanços) dos agentes econômicos. Enquanto foi possível manter a inflação sobre controle, ainda que acima de dois dígitos, até o final daquela década, os seus efeitos positivos em termos de poupança, câmbio, investimentos e receitas públicas se contrapunham aos malefícios no tocante aos

---

<sup>88</sup> Esta seção se baseia no artigo de Cardim de Carvalho publicado na Revista de Economia Política, de out/dez/1990, p. 62-82, sob o título: “Alta inflação e hiperinflação: Uma visão pos-keynesiana”

salários, aposentadorias e pensões. Com isso, quer-se dizer que a indexação de preços funcionou como instrumento capaz de periodicamente, embora com defasagens distintas, recompor o valor dos contratos, evidenciando que a moeda de conta cumpria o seu papel fundamental como elemento balizador do cálculo econômico, ainda que flagrantemente a favor do capital. .

Por outro lado, não obstante a sua ‘funcionalidade’ como elemento coadjuvante da estratégia de expansão industrial desde os anos 50, a inflação produziu desvios significativos no sistema de preços, enquanto canal informacional dos agentes econômicos, ao privilegiar os ‘sinais do Estado’ em detrimento dos ‘sinais de mercado’ no processo de alocação de recursos. A partir dos anos 80, como salienta Carvalho, o mecanismo da indexação se converte num elemento desestabilizador, pois ela, além de não conseguir neutralizar os efeitos deletérios provocados pela inflação no sistema econômico,<sup>89</sup> passa a se constituir, em si mesma, “(...) num novo sistema contratual com dificuldades e fragilidades próprias” (Carvalho, 1990, p. 63-64). Isso se explica pelo fato de que, ao corroer e transformar (mas sem destruir) o sistema de contratos em moeda, o processo inflacionário através do qual se passa da inflação “normal” do final dos anos 70 para a alta inflação a partir do início dos anos 80, faz com que a indexação acarrete fortes incertezas em relação à capacidade de sustentação da função contratual da moeda de conta e, *ipso facto*, das demais funções da moeda (meio de pagamento e reserva de valor). Em vista disso, percebe-se que a moeda contratual não consegue mais oferecer garantia e previsibilidade no processo intertemporal das decisões econômicas, tal como é retratado na análise minskyana do “*Wall Street Paradigm*”.

Prosseguindo nessa argumentação, Carvalho destaca que, em Keynes, a inflação se constitui num desvio de “normalidade” a que estão acostumados os agentes econômicos, pois esses, sob a influência de uma ‘convenção de estabilidade’, acreditam na estabilidade da moeda expressa não por uma “inflação zero”, mas com o nível de preços variando, quase que imperceptivelmente, algo em torno de zero, como historicamente observado no curso do século XIX e no início do século XX (Keynes, 1978, p. 8). Todavia, a estabilidade de preços pode ser interrompida por pequenas inflações, estas sim, percebidas correntemente

---

<sup>89</sup> A respeito dos impactos diferenciados da inflação no sistema econômico, ver Keynes (1978): “Inflação e Deflação”.

pelos agentes, as quais poderiam, no entanto, ser contidas e revertidas aos seus patamares anteriores, mediante a adequada utilização de instrumentos fiscais e monetários. Contudo, no caso de uma violenta ruptura na ‘normalidade’ de preços, os agentes poderiam entrar em pânico, sinal de que o seu estado de confiança relativamente à posse de moeda desaparecera por completo. Tal não só impediria um virtual retorno ao nível anterior de preços, como provocaria um distanciamento cada vez maior do ponto inicial de ruptura. Estaria, assim, segundo Carvalho, caracterizada a tendência de acelerada alta de preços, cujo resultante seria a hiperinflação, um fenômeno de aumento de preços de tal magnitude que somente poderia ser interrompido e solucionado com a mudança do padrão monetário e a introdução de uma nova moeda de conta. Esta seria a única alternativa de reconquistar a confiança dos agentes econômicos sobre a moeda, enquanto uma instituição pública sob garantia do Estado. (Belluzzo, 1999; Guttman: 1994, 1998; Carvalho, 1999).

Entretanto, a natureza dos processos inflacionários mudou no II Pós-guerra, pois, a partir daí, o Estado passou a ser visto como o instrumento destinado a garantir a estabilidade de preços e o crescimento econômico associado a ‘adequados níveis globais de emprego’. Além disso, abandonou-se a estratégia conhecida como ‘disciplina do desemprego’, como abordado por Kalecki (1977) e a “disciplina dos mercados minguentes” imposta pelos regimes deflacionários, permitindo-se, com isso, que se explicitassem alguns elementos do conflito distributivo. É nesse contexto que se manifestam as dissensões entre as forças do capital e do trabalho e, em conseqüência, torna-se possível avançar em termos de regulação de políticas de redes de proteção social. Com efeito, em face da perda da capacidade disciplinadora das forças do mercado, cabe ao Estado, através de políticas macroeconômicas, em especial a monetária, tentar acomodar as tensões geradas pelo conflito distributivo, o que resulta, porém, em tensões inflacionárias e fragilização do sistema monetário. (Carvalho, 1990, p. 69).

Como assinalado no início, mesmo na presença de mecanismos de indexação, a inflação defasa alguns preços relativos, incluindo lucros, seja pela diferença de horizontes contratuais, seja mesmo pela deliberada política oficial de contenção de preços considerados estratégicos no sentido de amortecer expectativas inflacionárias. Esse foi o caso do Brasil em diferentes momentos desde os anos 70. Outros problemas gerados pela inflação dizem respeito ao cálculo e contabilização da depreciação dos bens de capital, ao



impacto perverso e diferenciado numa dada distribuição de renda, ao efeito *Tanzi* sobre as receitas públicas, e finalmente, ao favorecimento de atividades especulativas, especialmente no circuito financeiro voltadas para o horizonte de curto prazo. Todavia, dado que a inflação é eminentemente um fenômeno gerador de incertezas, o seu impacto mais profundo incide sobre a atividade privada relacionada com os investimentos produtivos e com o financiamento de longo prazo. Em função disso, sob uma dada conjuntura inflacionária ainda passível de reversão, o Estado é induzido a assumir atividades de “empreendedor”, as quais normalmente caberiam aos empresários do setor privado.

De acordo com a análise pós-keynesiana de Carvalho um ciclo inflacionário pode compreender diferentes etapas e características de evolução dos preços. Assim, pode-se abordar a alta de preços em termos de inflação normal, alta inflação e hiperinflação. Sob quaisquer dessas denominações, ela acaba desorganizando o sistema de preços e, com isso, impede que os mesmos possam produzir os sinais indispensáveis no processo decisório dos agentes. Em face da instabilidade ocasionada pela persistente elevação dos preços, exacerbam-se as incertezas e o cálculo econômico no ambiente empresarial se torna mais complexo e custoso, senão impossível.

Nessa abordagem, não há como se desvencilhar do problema da incerteza, dada a sua íntima interface com o comportamento subjetivo que governa a “economia empresarial”. Em face dessa dificuldade, uma maneira de mitigar ou reduzir o ambiente de incerteza em que se tomam decisões econômicas de toda a ordem, especialmente as que se enquadram no horizonte o longo prazo, reside em expressar essas decisões através de contratos em moeda. A moeda desses contratos, isto é, a moeda de conta, como aludiu Keynes, normalmente desfruta de credibilidade e confiança na medida que se mantém a estabilidade de preços. Assim, o sistema de contratos em moeda ganha força e plenitude junto aos membros da sociedade, e a moeda pode, assim, cumprir o seu mister de estabilizar as decisões e dar previsão de realização dos termos contratuais. Todavia, no curso de processo inflacionário, o sistema de contratos em moeda, sob o qual se equilibram os direitos e compromissos empresariais e individuais, tende a se fragilizar e, no limite, a ser destruído. Como assevera Carvalho, em um mundo pós-keynesiano “A inflação corrói este sistema, a alta inflação o transforma, a hiperinflação o destrói.” (*Ibid*, p. 64).

Prosseguindo na análise, o autor destaca as diferenças entre os processos de inflação, alta inflação e hiperinflação. Na passagem da inflação normal para a alta inflação, o ritmo acelerado de aumento de preços deprecia a moeda com a mesma intensidade, de modo a impedir que os contratos sejam denominados na moeda corrente (legal). A incerteza quanto ao comportamento futuro da inflação gera possibilidades de perdas ou ganhos contratuais inesperados, proporcionais aos seus prazos de maturidade, as quais podem ser mitigadas se as partes contratantes adotarem algum mecanismo de repactuação ou de correção automática dos direitos e obrigações expressos em moeda. Nessas circunstâncias, a solução adotada no Brasil para se resolver o problema da imprevisibilidade da alta de preços corresponderia, assim, a uma inovação institucional, via indexação dos contratos, através da qual se estabeleceu um “sistema monetário dual”, cujo significado advém do fato de que um contrato referenciado numa moeda é liquidado em outra, isto é, numa unidade de conta destinada a preservar o valor real dos direitos e obrigações ali consignados.

Desse modo, a indexação contratual procura mitigar os desequilíbrios contratuais em decorrência da alta inflação. Porém, ela gera desequilíbrios que se traduzem em fragilização do sistema econômico como um todo, “(...) na medida em que o equilíbrio financeiro de cada agente passa a depender da evolução relativa de obrigações e direitos em padrões de medidas diversos”. (*Ibid.*, p. 74). Assim, a alta inflação impede ou prejudica a normalidade da política econômica (monetária e fiscal), o monitoramento dos custos empresariais e a revisão de preços que permita a preservação dos *mark-ups*. O setor menos prejudicado seria o financeiro, pois, como destaca Carvalho, a função de produção das instituições financeiras se amolda mais fácil e rapidamente que a das empresas não-financeiras diante da alta volatilidade de preços.

Dados esses efeitos adversos sobre os balanços de rendimentos e gastos dos agentes econômicos, o fenômeno da alta inflação pode se tornar endêmico, na medida em que, sob patamares continuamente mais elevados de preços, se adote novos arranjos contratuais, que permitam garantir expectativas de manutenção da posição relativa dos diferentes grupos econômicos na renda social. Todavia, existe algum momento em que as falhas de coordenação das demandas sociais frente ao produto social se tornam tão aflitivas, que os agentes não podem mais esperar a sua vez para recompor a sua posição relativa no universo de contratos. O ritmo de elevação dos preços e a conseqüente desvalorização da moeda se

tornariam tão intensos que se teria preços diários, ou remarcados mais de uma vez no mesmo dia. Esse seria o caso da hiperinflação, o estágio final e caótico das relações econômicas, caracterizando a completa ruptura na capacidade de estabelecer valores contratuais (impostos, salários, custos de matérias-primas, *mark-ups*, etc). Não se trata, do ponto de vista pós-keynesiano, de uma medida quantitativa de alteração no nível de preços, mas de um estado de mudança comportamental em relação à figura institucional dos contratos, a qual simplesmente deixa de existir pela impossibilidade de se fazer, com o mínimo de confiança, qualquer previsão quanto aos movimentos de preços.

Nesse contexto, os horizontes sob os quais se formam as expectativas de inflação são aqueles em que se tem certeza de que os preços serão sucessivamente maiores. Como as expectativas são divergentes, as diferentes percepções dos agentes sobre o comportamento futuro de preços implicam na dispersão dos preços relativos. Estabelece-se, com efeito, o caos no sistema de preços, o qual somente será corrigido mediante a utilização de uma unidade de conta comum, e.g., o dólar americano, com o que se consegue uma certa homogeneidade, tanto nos períodos quanto nos valores de ajuste dos preços relativos. Com isso, consegue-se eliminar a dispersão dos preços relativos, e estarão dadas as condições para se estancar o ritmo de aumento da inflação.

Não é objetivo deste trabalho analisar os mecanismos de política destinados a debelar o processo inflacionário, nem tão pouco tecer considerações sobre os efeitos gerados pela hiperinflação. Todavia, cabe assinalar os riscos que ela produz no ambiente empresarial, considerando que isso afeta crucialmente as decisões de investimento e o seu financiamento. Carvalho (*ibid.*, p. 77) aponta dois riscos fundamentais: i) o risco de renda, proveniente do *mark-up* excessivo, ocasionando uma redução da demanda pelos produtos da empresa, o que implica em encalhe de estoques; e, ii) o risco de capital, devido ao subdimensionamento do *mark-up*, o que acarreta uma perda de capacidade de manutenção do mesmo ciclo produtivo em termos de quantidade produzida. Na avaliação do autor, esse último é mais perigoso que o primeiro, haja vista que pode resultar na falência da empresa. O risco de renda seria menos funesto, pois apesar de implicar em vendas não concretizadas, permitiria que os estoques retidos se mantivessem incorporados ao patrimônio da empresa como ativos reais, servindo inclusive como garantias em eventuais operações de crédito.

Deve-se ainda assinalar que, como antes se aludiu, em período de inflação normal, o governo pode substituir as empresas privadas nas atividades de investimento de longo prazo. Todavia, no caso da alta inflação, ou na sua passagem para a hiperinflação, tanto o governo como as empresas ficam impossibilitadas de fazerem investimentos. O primeiro, pela redução de suas rendas devido ao efeito *Tanzi*, mesmo na presença de mecanismos de indexação. Ele mal pode se desincumbir de seus encargos correntes. As empresas, por seu turno, se sentem totalmente desestimuladas a implementarem projetos de investimento devido ao elevado grau de incertezas e aos riscos gerados pela inflação. Nessas circunstâncias, como assinala Carvalho, as empresas preferem canalizar seus excedentes de liquidez para os mercados financeiros, uma vez que os *mark-ups*, mesmo quando sobre-indexados, não podem competir com a inflação em ambiente de alta volatilidade nos preços.

A consequência grave desses fatos é que as empresas não conseguem evitar a exaustão de seu estoque de capital na direta proporção da intensidade e duração da alta inflação. Nesse contexto, talvez por erro de percepção, elas são levadas a acreditar que, do ponto de vista microeconômico, a sua riqueza patrimonial esteja se mantendo eficientemente alocada, na medida que logrem recompor os seus portfólios, através da troca de ativos reais por títulos financeiros do governo. O investimento deixa, então, de ser realizado tanto pelo governo como pelo setor privado, o que significa “investimento perdido”, causando os conhecidos impactos sobre os fluxos correntes de produção e o emprego. No caso do governo, a situação se torna um tanto mais grave, visto tratar-se de insuficiência de novos investimentos, ou de desinvestimentos em infra-estrutura física e/ou social, comprometendo de forma irremediável a capacidade futura de crescimento, geração de empregos, etc. Em síntese, como alerta Carvalho (*ibid.*, p. 81), “A permanência da alta inflação, deste modo, implica sacrifícios menores (ou menos visíveis) no curto prazo, ao custo de destruir gradativamente o futuro. Neste aspecto, talvez seja uma alternativa ainda mais perversa do que a hiperinflação.”

Resumindo, a abordagem vista acima mostra que a inflação afeta negativamente todo o sistema econômico, especialmente pelo fato de que a moeda, mesmo indexada, perde a confiança dos agentes, enquanto elemento balizador e garantidor da efetividade dos contratos. Quando o ritmo de elevação dos preços se manifesta na alta, e daí para

hiperinflação, as incertezas se amplificam de tal modo que não existe mais nenhum elemento de convicção sobre a capacidade de a moeda cumprir minimamente as suas funções. Desse modo, os contratos se tornam insubsistentes e se auto-destróem, impedindo o prosseguimento normal da atividade econômica, especialmente aquelas relacionadas com longo prazo de maturação. Nesse contexto, a tendência da economia é projetar-se para o caos, e o único remédio consistirá na mudança do comportamento social dos agentes e do padrão monetário governado por uma nova moeda de conta, na qual se restabeleça a confiança plena dos agentes.

Não obstante a gravidade do problema, conforme mostra a análise de Carvalho, a alta inflação persistiu até os meados de 1990. O fato é que, apesar da diversidade de instrumentos utilizados, ora para neutralizar os seus efeitos, ora para combatê-la, envolvendo um *mix* de iniciativas ortodoxas/heretodoxas, e inclusive, por último, lançando mão de medida radical, como o seqüestro de ativos visando reduzir drástica e instantaneamente a liquidez da economia, a inflação prosseguiu descontrolada, pela razão de que era vista e tratada como um fenômeno essencialmente quantitativo. Daí o equívoco, segundo a visão pós-keynesiana, tanto na sua interpretação como nas políticas destinadas a contê-la. Reforçando essa idéia, Goldenstein (1994, p. 130) afirma: “O fracasso dos Planos Collor I e II comprovou o equívoco de qualquer visão quantitativa que atribuía o processo inflacionário ao volume e à liquidez da dívida pública. A redução do volume e da liquidez resultantes do plano, apesar de necessária, não foi suficiente para estancar a inflação”.

## 6.5 POSTURAS DEFENSIVAS E ESTRATÉGIAS DE AJUSTE DOS BANCOS: DESENVOLVIMENTO E ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO CONTEXTO DE ALTA INFLAÇÃO E RECESSÃO

Até o final dos anos 70, o sistema financeiro privado desempenhou funções caracteristicamente segmentadas, preponderantemente direcionadas para o mercado de crédito. Nesse sentido, ele cumpriu razoavelmente os objetivos das Reformas de 1964-65 no que se referia às necessidades de financiamento de capital de giro das empresas e da demanda dos consumidores. Todavia, no tocante ao financiamento do investimento de longo prazo e à contribuição para o desenvolvimento do mercado de capitais, sua

*performance* ficou muito aquém das expectativas. Esse fato contradiz o desempenho que dele se poderia esperar, em face de seu contínuo desenvolvimento institucional e tecnológico. Com efeito, a escala obtida através do intenso processo de concentração e conglomeração no decorrer dos anos 60/70 permitiu fossem criadas as condições para que o sistema pudesse sustentar um padrão de financiamento de médio e longo prazo, e inclusive menos dependente do capital externo. As razões para que isso não se verificasse serão sintetizadas a seguir.

A partir dos anos 80, diversos fatores induziram os bancos a se desviarem de suas funções normais de financiamento no padrão da “economia do endividamento” (Plihon, 1998) para atuarem mais como intermediários financeiros nos limites denegativos da abordagem de Gurley-Shaw (1955),<sup>90</sup> caracterizados por um ambiente de crescente predominância das finanças especulativas e curto-prazistas, tipicamente *rent-seeking*. Nesse sentido, para se enquadrarem no perfil requerido pelos doadores de recursos, os bancos desenvolveram novas habilidades e estratégias, com as quais puderam, sob a persistente alta inflação dos anos 80, relegar para um plano secundário os negócios relativamente mais custosos e arriscados dos mercados de crédito e de capitais, concentrando seus esforços no gerenciamento de ativos e passivos, inclusive interbancários, que envolvessem menores riscos de liquidez e de taxa de juros, associados a maior lucratividade (Paula, 1998).

Essa nova forma de atuação do sistema bancário decorreu, como assinalado no capítulo 5, de quatro fatores fundamentais: i) a grande dependência financeira oriunda do elevado grau de endividamento externo; ii) a decisão política de estatização da dívida externa (Resolução 432 e Circular 230)<sup>91</sup> e parte da dívida interna, através da qual o Estado assumiu parcela significativa dos passivos do setor privado, e.g., tomadores de empréstimos subsidiados do BNDES e mutuários do SFH, etc; iii) a conseqüente fragilização financeira do Estado; e, iv) a aceleração e mudança qualitativa do processo inflacionário. Como se viu na seção anterior, a inflação “normal” dos anos 60 e 70 deu lugar à “alta inflação” dos anos

---

<sup>90</sup> Como se observou anteriormente, as grandes empresas e as unidades familiares se tornaram liquidamente superavitárias, carreando uma grande massa de recursos para o governo, que havia se transformado no único grande agente deficitário.

<sup>91</sup> De acordo com a Circular 230, do Banco Central do Brasil, os recursos captados no exterior e não utilizados em operações de repasse poderiam ser convertidos em depósitos em moeda estrangeira no BCB, como alternativa à aquisição de LTN. Esses depósitos eram remunerados à taxa de juros Libor, com direito a dedução do imposto de renda, exceto o *spread* contratual. (Vide relatório anual do Banco Central do Brasil, 1974).

80 e 90, a qual não se transformou numa hiperinflação, graças à aceitação generalizada dos contratos monetariamente indexados.

É nesse ambiente de “alta inflação” que os bancos passaram a desenvolver as estratégias acima referidas. A predominância de negócios de natureza especulativa e curto-prazista dos bancos se justificou pelo seu caráter intrinsecamente *profit-minded* e *profit-seeking*, considerando principalmente os seus frágeis limites de segurança, tendentes a conduzi-los de sua tradicional postura *speculative financing* para a *Ponzi financing*, o que redundaria fatalmente em sua liquidação pelo Banco Central. Essa seria a razão minskyana pela qual estiveram sempre dispostos a procurar fontes alternativas de captação e aplicação de recursos, para manter (e de preferência elevar) seus *spreads* e seus lucros compatíveis com os riscos a serem assumidos, de modo a pelo menos garantir seu *market-share*.

Sob tal perspectiva, podem se destacar os seguintes aspectos (Paula, *ibid.*), Corrêa e Almeida Filho (2001), Carneiro (2002), Relatório Andima (2001). Primeiro, a postura financeira do sistema bancário privado sob a crise de alta inflação e recessão que caracterizou os anos 80. Diante do ambiente de altos e variados riscos, como se mencionou acima, houve uma tendência à estagnação das operações de crédito doméstico ao longo daquela década com exceção do forte espasmo verificado em 1986, ocasionado pelos impactos favoráveis decorrentes das expectativas otimistas geradas pelo Plano Cruzado. Com o virtual colapso do sistema financeiro da habitação, em novembro de 1986, a participação relativa dos bancos privados nas operações de crédito se reduziu ainda mais, porque o regime de “alta inflação” gerou um incentivo natural à expansão das operações de arrendamento mercantil. Dado o quadro de extrema incerteza, os bancos assumiram, como destaca Paula, independentemente de sua escala de preferência pela liquidez, uma postura de forte “preferência pela flexibilidade” na reacomodação de suas estruturas de portfólio, nas quais passaram a ganhar destaque as operações de tesouraria (*open market*, empréstimos interbancários, etc), as operações com moeda estrangeira (operações de câmbio, depósitos reajustáveis em moeda estrangeira, etc) e os repasses de recursos de agências financeiras oficiais.

A partir de 1987, o perfil das operações ativas se torna marcadamente doméstico, em vista da redução dos influxos de capital externo, que vai se prolongar até o final da década. Entretanto, com o advento do governo Collor, ocorreram dois fatos importantes,

que irão impactar o portfólio dos bancos: (a) o sequestro de ativos, convertidos em valores à ordem do banco central, o que inibiu dramaticamente as operações com títulos e valores mobiliários; e, (b) o início da reinserção externa da economia, sob as condições definidas pelas regras da globalização comercial, financeira e produtiva. Nesse sentido, o sistema financeiro retomou o processo de internacionalização interrompido pelo estrangulamento externo ocorrido em 1982.

De fato, nos extertores do governo Sarney, o sistema bancário foi incentivado a retomar a captação de recursos externos, ainda que de forma muito precária, dado o quadro de incertezas gerado pelo ambiente de instabilidade macroeconômica. Assim, reiniciou-se o influxo de dólares: i) via Resolução 1289/1987, que criou fundos de investimento de capital estrangeiro, através dos quais se permitiu a realização de aplicações financeiras de não-residentes; e ii) via Resolução 63, através do mercado de eurodólares, cujas condições de prazos e juros de captação eram bastante atraentes aos tomadores do mercado interno. Portanto, é em função da diversificação de passivos, especialmente operações com moeda estrangeira, que se pode justificar a recuperação das operações de intermediação a partir de 1989. As linhas externas de financiamento eram destinadas a lastrear operações de crédito à exportação e de arrendamento mercantil, que vão representar uma crescente expansão do grau de alavancagem dos bancos múltiplos privados.<sup>92</sup>

Nesse processo de diversificação de ativos deve-se acrescentar a expansão das operações com títulos da bolsa de valores (ações), a partir do final dos anos 80, através das quais os bancos perceberam a oportunidade de incrementar a rentabilidade de seus portfólios, ainda que relativamente com maior nível de risco. De fato, neste caso, tratava-se de uma diversificação operacional, na qual se procurava obter resultados mais de longo prazo, recaindo a preferência dos investimentos em ações de alta liquidez (*blue-ships*) de um grupo seletivo de empresas, públicas e privadas. Esses títulos tanto poderiam permanecer em carteira como serem utilizados como colaterais, ou ainda serem renegociadas especulativamente, visto que seus mercados secundários desfrutavam de grande fluidez.

Por outro lado, ainda com relação às suas atividades de gerenciadores de risco, os bancos procuraram se beneficiar do ambiente inflacionário, ajustando suas operações

---

<sup>92</sup> A alavancagem aqui é entendida como o percentual do patrimônio líquido em relação ao montante de operações ativas, deduzida a parcela correspondente às reservas patrimoniais e secundárias, isto é, moeda e quase-moeda Vide Reed e Gil (1994) e Paula (1998, p. 118).



passivas de tal modo que elas pudessem reduzir os riscos de descasamento com os seus portfólios (prazos, juros, liquidez, etc). Desse modo, diante do esgotamento dos importantes fluxos de depósitos à vista, em face dos elevados custos de oportunidade representados pela aceleração inflacionária, eles procuraram incrementar competitivamente outras tradicionais fontes de fundos (depósitos a prazo e de poupança). Nessa mesma linha de negócios, trataram de diversificar e ampliar suas operações, mediante a criação de novos produtos financeiros, ou a utilização mais intensa dos existentes através de uma nova roupagem, com destaque para a abertura de contas remuneradas, operações compromissadas no *open/over*, desenvolvimento da indústria de fundos, e.g., fundos de investimento de curto prazo, fundos de *commodities*, fundo de aplicações financeiras etc. Adicionalmente, deve-se registrar uma variada gama de outros depósitos exigíveis à vista (recursos transitórios), tais como: arrecadações diversas, cobranças, folha de pagamentos, etc.

A partir da efetiva reinserção externa no início dos anos 90, os bancos se lançam ativamente aos negócios de captação no mercado financeiro internacional (mercado de euromoedas e eurotítulos), que retomou a condição de importante alternativa de internalização de fundos, em face da violenta constrição de liquidez operada pelo Plano Collor. Evidentemente, esse esforço no sentido de diversificação da captação destinava-se a constituir *fundings* (direto e indireto) para as diferentes operações de portfólio, como acima aludido.

Em segundo lugar, há que se destacar o movimento de inovação tecnológica no sistema bancário iniciado ainda no final dos anos 70, o qual ganha impulso considerável a partir do Plano Cruzado. A partir daí, a maioria dos grandes conglomerados financeiros começou a perceber a necessidade de se iniciar um programa de ajuste, com o objetivo de reduzir custos e aumentar a eficiência competitiva do sistema. Nesse sentido, os principais bancos privados reduziram significativamente a sua força de trabalho, sendo que alguns iniciaram um processo de gestão computacional de redes, o que permitiu inclusive a eliminação de agências deficitárias. Essa estratégia tinha relação direta com a hipótese de êxito das políticas de estabilização. Por exemplo, quando o governo, através do Plano Cruzado, tentou debelar a inflação e estabilizar a moeda, houve uma clara percepção de que, em curto espaço de tempo, os ganhos inflacionários concentrados no *floating* viriam a

minguar dramaticamente, em face da imediata redução das taxas de juros dos títulos públicos e da conseqüente queda na rentabilidade das operações de tesouraria.

Em síntese, a intensa reciclagem nos quantitativos de pessoal associada a um considerável avanço tecnológico em termos de novos produtos e serviços, processos de *marketing* e estrutura organizacional, etc significa um importante processo inovativo, ainda que num padrão diferenciado em termos de ritmo, qualidade e quantidade. Nesse contexto, as grandes redes bancárias do setor privado priorizaram a informatização das agências e a sua interligação via sistema *on-line* com as respectivas matrizes, assim como a criação de postos avançados de atendimento (*automatic teller machines*), terminais de consulta, terceirização de tarefas, redução de serviços de retaguarda, etc. O objetivo, como se disse, era reduzir custos em geral, especialmente na área de pessoal e transportes, bem como ganhar maior segurança e eficiência competitiva no processo de atendimento diferenciado aos clientes e maior eficácia nas atividades de controles internos e externos (*accountability* e *compliance*), monitoramento e ranqueamento de clientes.

## 6.6 UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA SOBRE O COMPORTAMENTO E A EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO QUADRO DE INSTABILIDADE MACROECONÔMICA DO PERÍODO DE 1980-94

O período de 1980 a 1994 foi caracterizado por profunda instabilidade macroeconômica. A sua face mais visível foram as crises de ajustamento no balanço de pagamentos provocadas pela insolvência externa (1982-84 e 1986-1991). A isso se deve acrescentar a trajetória de contínua elevação de preços, somente interrompida por alguns breves momentos de fugazes êxitos por conta de programas heterodoxos de combate à inflação. Nessa longa trajetória, os espasmos relevantes na taxa de expansão do PIB (79-80; 1984-86; 1993-94) foram perdendo sua intensidade. Esses “**vôos de galinha**” denotam que os curtos períodos de crescimento econômico não resultaram de nenhuma singular estratégia de crescimento e, sim, do mero aproveitamento de capacidade ociosa destinada a atender transitórias fases de recuperação da demanda de bens de consumo e /ou exportações.

Coerentemente, a participação dos bancos múltiplos nesses efêmeros períodos de expansão se restringiu a limitados aportes de capital de giro, ao financiamento de bens de consumo duráveis e as operações de *leasing*. O crédito habitacional também deve ser considerado, cujo peso, porém, se reduziu significativamente, especialmente a partir da extinção do Banco Nacional da Habitação. Quanto ao investimento em bens de capital, em boa parte destinado a reposição de máquinas e equipamentos, a sua demanda continuou sendo basicamente sustentada pelo autofinanciamento e, em plano secundário, por recursos captados no exterior e por aportes de recursos dos bancos oficiais de crédito.

Não seria exagero, portanto, afirmar-se que a principal justificativa para a participação restringida do sistema financeiro nos programas de investimento desse período se deveu ao fato de que era bastante reduzida a demanda das firmas por financiamento direcionado para o mercado de crédito e/ou de capitais. De fato, num ambiente de instabilidade e alta volatilidade das expectativas quanto às variáveis determinantes dos preços de oferta e de demanda (Minsky, 1986), e considerando a forte possibilidade de incidência no “princípio do risco crescente” (Kalecki, 1985), não havia como as firmas e bancos eventualmente interessados se aventurassem em projetos de investimentos de longo prazo. As exceções eram localizadas em setores nos quais as unidades produtivas concentravam seus interesses em projetos agro-industriais associados a *commodities* agrícolas e minerais, dado o conjunto de incentivos e subsídios destinados a incrementar o seu elevado *drive* exportador.

Na hipótese da validade dessas considerações, é fácil perceber porque a atividades dos bancos voltadas para o crédito em geral se reduziram, em média, no curso desse longo período, especialmente em se tratando das tradicionais operações de curto prazo. A interface desse processo de desintermediação provocado pelo encolhimento da carteira de empréstimos se torna cada vez mais evidente quando se examina as estratégias de desenvolvimento do mercado financeiro, visando ampliar e diversificar as relações intra e interbancárias na esfera financeira. Dada a alta volatilidade das expectativas e o ambiente de crescentes incertezas, mesmo em relação a horizontes cada vez mais curtos, criam-se ou aperfeiçoam-se tecnologias destinadas a preservar a liquidez e a rentabilidade dos ativos gerados pela “indústria financeira”. Nesse sentido, não só os bancos se esforçam em ofertar novos produtos, ou velhos produtos com novos formatos, como também se intensifica a

velocidade de circulação da moeda indexada nos diferentes canais de reprodução da riqueza financeira. Todo esse esforço das instituições integrantes do sistema se concentra no objetivo de manter, e de preferência ampliar, sua participação relativa no estoque global riqueza.

No ambiente de alta inflação que caracterizou o período em questão, esse processo tendeu a se exacerbar pelo fato de que não havia garantia de que a moeda indexada cumprisse a função básica de preservar o valor real dos contratos. Nesse contexto, em que se reduzia o grau de confiança nos próprios indexadores oficiais da moeda, as decisões econômicas eram tomadas sob expectativas muito difusas em relação ao comportamento do nível de preços. Como resultado, amplificava-se o processo de dispersão dos preços relativos, cuja intensidade poderia a qualquer momento acarretar o caos no sistema econômico, conforme se viu em Carvalho (1990). Nessas circunstâncias, a posse de ativos reais se tornava a melhor defesa da riqueza patrimonial, mas o objetivo dos agentes não se resumia apenas nisto: havia que se buscar mecanismos pelos quais se conseguisse garantir o ritmo do processo de acumulação. Nesse ponto, os bancos eram os únicos canais considerados aptos e seguros, através dos quais os objetivos de liquidez e lucros podiam se conciliar, num ambiente em que a aversão ao risco chegara ao paroxismo.

As múltiplas tentativas de se debelar a alta inflação no curso do período em questão foram completamente malogradas. A existência de uma multiplicidade de indexadores que os diferentes agentes consideravam como mais apropriados para a defesa da sua riqueza e de suas posições relativas no mercado se constituíam, na realidade, num indicador do grau de desconfiança sobre o sistema oficial de indexação. Com isso, exacerbavam-se as incertezas e os temores de que, a qualquer momento, a moeda indexada deixariam de exercer o papel de coordenação das decisões contratuais, mesmo a partir do momento em que foi atrelada às variações na taxa de câmbio. Em face da velocidade com que mudavam os altos patamares de inflação, o padrão monetário ia perdendo praticamente todas as suas funções.

Nessas circunstâncias, como a moeda indexada não conseguia mais reduzir a volatilidade das expectativas e das incertezas quanto à sua capacidade de validar os contratos, a possibilidade de ocorrer a ruptura nos elos que os interligavam se tornava cada vez mais perceptível pelos *market-makers*. O esforço da política econômico-financeira do

governo residia precisamente em evitar tal ocorrência, pois isso significaria a completa desorganização dos mercados financeiros e, em conseqüência, se estabeleceria o caos econômico como salientado na análise pós-keynesiana de Carvalho. No início dos anos 90, apesar de se haver superado a ameaça de nova ruptura no *front* externo, subsistia a alta instabilidade macroeconômica interna, em face da persistente fragilidade financeira do Estado, associada à alta inflação e ao baixo nível de atividade econômica.

Esse é o contexto no qual se amplificava o comportamento tipicamente *profit* e *rent-seeking* dos agentes em geral, e do sistema financeiro em particular. Como salientado em linhas atrás, nesse ambiente de agudas incertezas, os conglomerados financeiros liderados pelos bancos comerciais conseguiam extrair o máximo de resultados por conta da sofisticação de técnicas negociais destinadas a sustentar o **gerenciamento prudencialmente especulativo de ativos e passivos**. É isso que, sob pena de abruptamente serem condenados ao colapso, explica o fato de haverem mantido o regular funcionamento do sistema de pagamentos e a relativa estabilidade dos fluxos de liquidez do sistema econômico.

Cabe observar que o vertiginoso aumento da participação do governo na poupança financeira no decorrer desse período se deveu estritamente ao crescimento da dimensão financeira da dívida pública interna e externa. Os grupos financeiros liderados pelos bancos comerciais e de investimento foram os mais importantes canais pelos quais, eles próprios, juntamente com os demais agentes do setor não-financeiro (empresas e unidades familiares), subordinaram o Estado e se apossaram de grande parte de suas receitas que, de outra forma, poderiam ser destinadas aos investimentos na base produtiva, como se verificou no período de 1950-70. O conflito distributivo alimentado pelo longo período de alta inflação sustentada pela moeda indexada produziu uma forte redução da participação relativa do Estado na economia real (*crowding-in*). Isso significa que todo o seu duplo esforço fiscal (redução real de despesas e aumento de receitas) se destinava a honrar o serviço da dívida pública, cujo estoque, porém, aumentava continuamente, incrementando os polpudos ganhos de *floating* na circulação financeira.

Disso se pode perceber que somente a partir do momento que a moeda indexada evidencia a sua fragilidade e, em conseqüência, a sua incapacidade de evitar uma ruptura geral nos contratos é que se concerta, de fato, um grande acordo destinado a debelar a

superinflação. Para tanto, seria indispensável criar uma nova moeda contratual que, necessariamente, eliminaria as fontes de ganhos inflacionários. Atingido esse objetivo, era essencial que ela fosse capaz de clarificar as regras sobre as quais se pudessem assentar as estratégias para a volta do crescimento econômico. É com esse propósito que, com o advento do Plano Real, se viabiliza institucionalmente a nova moeda contratual e as condições para a sua aceitação geral pela sociedade.

Em suma, durante o período de alta inflação, associada a ciclos de estagnação ou de baixo nível de atividade econômica, podem ser apontados vários fatores que determinaram a retração da postura do sistema financeiro pró-crédito em geral, e industrial em particular. Dentre esses fatores, se destaca, por um lado, a baixa propensão aos investimentos em bens de capital, ocasionada, por sua vez, pelo ambiente de pessimismo e incertezas decorrentes da alta contínua de preços e das taxas de juros, e, por outro lado, a tendência à concentração e estreitamento do mercado pelo lado da demanda. Por essas razões, embora tenha havido um substancial aumento da participação do sistema financeiro no PIB, mercê do elevado grau de desenvolvimento das relações na circulação financeira, os indicadores relativos ao crédito/PIB (geral e industrial) se reduziram consistentemente, na direta proporção do aumento da participação dos haveres não-financeiros no PIB.

#### Sumário e conclusão

À luz das análises realizadas neste capítulo, denota-se que, no curso do longo período de estagnação e da alta inflação, a economia mergulhou num processo de instabilidade muito forte, alternando rápidos espasmos de crescimento com prolongados períodos de crise recessiva, caracterizando aquilo que Hermann (2003) denomina de “*stop and go* assimétrico”, em que os curtos espasmos de “*go*” (“**vôos de galinha**”) dão lugar a interlúdios cada vez mais espaçados de “*stop*”. Nesse sentido, poder-se-ia afirmar que a inerente instabilidade que governa a trajetória da atividade econômica fugiu aos padrões normais da análise minskyana do ciclo, haja vista que não se registrou caracteristicamente o processo que distingue as fases de recuperação e euforia boomiana a que se sucede um período de queda no ritmo da produção e dos investimentos e acúmulo de estoques, tendencialmente conducente à fragilidade e à instabilidade financeira.

Na realidade, dados os condicionamentos das políticas de ajustamento e estabilização, os rarefeitos esforços de recuperação se davam para reduzir o nível de capacidade ociosa existente em alguns setores da economia, ou para aproveitar a elasticidade de oferta em outros, os quais eram, no entanto, rapidamente abortados em face das expectativas e das incertezas em torno das restrições impostas pelas recorrentes medidas de combate à inflação e de enfrentamento do desequilíbrio externo. Depreende-se, portanto que, excluindo-se alguns setores ligados à exportação, não houve tempo e nem condições de formação de um ambiente de “expectativas eufóricas” e de aumento de confiança de modo a incitar o *animal spirits* keynesiano e produzir uma expansão da demanda de bens de capital e de consumo, tanto por restrições de “preço de oferta” como de “preço de demanda”, conforme se alude na análise de Minsky. Em síntese, as taxas de juros eram altas, o crédito era escasso ou inexistente, e as condições de demanda no médio e longo prazo sinalizavam crescente pessimismo em face da alta inflação e da tendência cada vez maior de concentração da renda e conseqüente estreitamento do mercado consumidor.

Malgrado esse contexto dramaticamente adverso, o sistema financeiro conseguiu se ajustar e se expandir qualitativa e quantitativamente, o que evidencia que no Brasil os bancos têm sido capazes de desenvolver habilidades que lhes permitem enfrentar e superar proveitosamente quaisquer conjunturas. Mas, tal afirmação não deve ser conclusiva. Ao contrário, ela deve se revestir de cuidadosa qualificação. Nesse sentido, deve-se considerar que esse “desenvolvimento financeiro” se deu sob especiais características das políticas de intervenção do governo no campo monetário, fiscal e cambial, que permitiram ao sistema bancário compensar a perda de dinamismo das suas operações no segmento creditício pelas menos arriscadas e mais lucrativas operações de portfólio no mercado de títulos públicos e privados. Isso denota que, do ponto de vista da análise pós-keynesiana, os bancos e seus clientes rentistas se aproveitaram, com grande denodo e satisfação, dos subprodutos gerados pela fragilidade financeira do Estado, caracterizada pela prática continuada da finança *Ponzi* ao longo de todo o período.

Finalizando, no curso do longo do período superinflacionário que perdurou até 1994, o sistema bancário privado procurou tirar o máximo proveito diante de sua capacidade de obter ganhos em operações de crédito (empréstimos, operações cambiais e

de arrendamento mercantil, etc) e em operações de curto termo no mercado de títulos, especialmente aquelas associadas aos ganhos inflacionários através do mecanismo do *floating*. Porém, os banqueiros, enquanto empresários da indústria financeira, faziam-no sob uma postura que Keynes (1978) denominou de “reprimida intraquilidade”, na expectativa de que os desequilíbrios provocados pelo ambiente da alta inflação não poderiam sustentar-se indefinidamente, e que, em razão disto, o governo, como legítimo representante dos interesses da sociedade, não se manteria inerte e alheio diante da crescente gravidade do problema. Nesse sentido, compreendiam claramente que, para se evitar que a economia mergulhasse no caos, a questão se resumia apenas na decisão política quanto à natureza do programa de estabilização a ser adotado e ao *timing* mais adequado para a sua implementação. Nessas circunstâncias, tanto na escolha de seus negócios como na forma com que procuravam otimizar seus lucros, os bancos operavam sob a expectativa de que, em algum momento, teriam que reverter o seu modo de atuar no sistema econômico. Ou seja, eles seriam compelidos a operar em regime de preços e moeda estáveis, em cenários de maior previsibilidade para formação de expectativas e tomada de decisão. Enfim, os bancos teriam que se ajustar à nova realidade que estaria por vir, não tanto do ponto de vista inovativo, já que faziam-no desde os anos 80, mas principalmente na perspectiva de finalmente virem a cumprir o papel de atores fundamentais no processo de financiamento do crescimento econômico baseado no investimento de médio e longo prazo. Esse é o assunto a ser examinado no próximo capítulo.



## **7 ESTRATÉGIAS DE AJUSTE SOB O PLANO REAL. ABERTURA E MUDANÇAS RUMO À ESTABILIDADE E CONSOLIDAÇÃO DA ESTRUTURA FINANCEIRA DE BANCOS MÚLTIPLOS**

Neste capítulo se propõe analisar o comportamento e a evolução do sistema financeiro sob os condicionantes do Plano Real de Estabilização. O seu desenvolvimento se fará através de cinco seções. A primeira se destina a analisar os impactos do programa de estabilização sobre o sistema financeiro e as suas estratégias iniciais de ajuste. Na segunda seção, são examinadas as questões relativas à reestruturação e saneamento do sistema e ao processo de abertura financeira. Na terceira, analisa-se as posturas e estratégias de ajuste patrimonial na busca de novas oportunidades de negócios em ambiente de desinflação e ameaça de instabilidade financeira doméstica provocada por crises internacionais. Na quarta seção, aborda-se as questões relativas à mudança do regime cambial, à estabilização e consolidação do sistema de bancos múltiplos, e à postura dos bancos estrangeiros no curso do processo de abertura financeira. Finalmente, a quinta seção é destinada a uma breve análise dos principais aspectos sobre as inovações financeiras experimentadas pelo sistema no contexto da estabilização.

### **7.1 OS IMPACTOS DA QUEDA DA INFLAÇÃO SOBRE A ECONOMIA E A REAÇÃO INICIAL DOS BANCOS NO PÓS-REAL**

Diferentemente dos planos de estabilização anteriores, uma das mais fundamentais características do Plano Real residiu no esforço de se dar adequada transparência e prévio conhecimento aos agentes econômicos sobre o elenco de medidas anunciadas e concretizadas nas diferentes etapas de sua implementação. A par dos fundamentos e da coerência lógica de tais medidas, esse fator foi essencial para a conquista de credibilidade do novo programa de estabilização, o qual se tornou amplamente aceito e rapidamente assimilado pela maioria da sociedade. Assim, apesar de suas falhas iniciais, especialmente na área fiscal e cambial (Pastore e Pinotti, 1995), a inflação, como era esperado, se reduziu rapidamente. De seu patamar de quase 50% ao mês, em junho de 1994, a taxa de inflação medida pelo IGP-DI e pelo IPC-FIPE se reduziu, respectivamente, para 14,7% e 23,17% ao

ano, em 1995, com tendência de queda para 1996 (Relatório do Banco Central, 1996). Em consequência do otimismo natural da recuperação do poder de compra da moeda e do aumento de renda disponível induzido pela eliminação do imposto inflacionário, verificou-se um acréscimo significativo na demanda agregada por conta do súbito aumento do consumo. A reação do setor produtivo pôde ser concretizada graças à utilização de capacidade ociosa no setor industrial, o qual, por sua vez, experimentou forte expansão de demanda de máquinas, equipamentos e matérias-primas, em parte atendidas pelo rápido incremento das importações (Boletim do Banco Central, julho/1996). Destaque-se, no entanto, que esse incremento nos fluxos de demanda e oferta agregada somente se viabilizaram em função do prosseguimento da política de aprofundamento da abertura comercial e da inesperada apreciação cambial. A forma como a reação na demanda pôde ser satisfeita num primeiro momento, evitando pressões nos preços e a sensação de desabastecimento, é uma segunda característica do novo plano de estabilização, reputado como de fundamental importância para o seu êxito inicial.

Um segundo impacto do Plano Real decorreu da previsível remonetização de parcela significativa de recursos aplicados em depósitos indexados (contas-correntes remuneradas) e em fundos de curto prazo, com a consequente recuperação dos depósitos à vista. Em face da política monetária contracionista adotada para a sustentação da âncora cambial, entendida como condição essencial para a viabilidade sustentada do novo Plano, a taxa de juros básica foi mantida em patamar elevado, o que propiciou significativa expansão nos depósitos a prazo. De acordo com Barros e Almeida Júnior (*apud* Soares, 2002), os depósitos à vista e a prazo se incrementaram, respectivamente, em 165,4 % e 40% nos primeiros seis meses do Plano Real. Isso explica, do lado da oferta, um aumento expressivo na capacidade creditícia do sistema bancário em geral, especialmente dos bancos múltiplos privados. Ademais, como salientado acima, a inesperada apreciação cambial que se seguiu no primeiro ano de vigência do Plano reduziu fortemente os preços dos bens *tradables*, cuja demanda foi satisfeita pela rápida expansão do crédito direcionado para o consumo privado.

Na fase inicial do Plano Real, duas ordens de preocupações governavam as decisões das autoridades. Primeiro, era preciso evitar quaisquer pressões de demanda que pudessem justificar aumento de preços e, com isso, ressuscitar a memória inflacionária. Segundo, era

absolutamente indispensável que se neutralizasse quaisquer fatores que pudessem produzir riscos de contágio ou sistêmico no sistema bancário, a fim de que se garantisse a continuidade do Plano e se evitasse maiores custos econômicos e sociais em sua implementação. Como foi aludido no capítulo anterior, na fase pré-Plano, eram comuns avaliações e conjecturas sobre as dificuldades que o sistema financeiro poderia vir a enfrentar num ambiente de baixa inflação e moeda relativamente estável. De fato, não obstante as operações de crédito viessem mostrando tendência de recuperação a partir de 1992, embora com preponderância de operações extra-bancárias, por exemplo, as realizadas por empresas de *leasing* integrantes da estrutura dos multibancos (Soares, 2004), uma significativa parcela das receitas dos bancos provinham do *floating*, o qual necessariamente se reduziria a zero com a estabilidade da moeda.<sup>93</sup>

Nesse contexto, não obstante a importância da participação relativa das receitas provenientes de operações com títulos e valores mobiliários, operações interfinanceiras de curto e curtíssimo prazo e operações cambiais nos lucros dos bancos, tornava-se claro que eles seriam obrigados a incrementar suas atividades creditícias, visando, pelo menos num primeiro momento, a manutenção de suas respectivas posições de *market-share*. A maioria dos grandes bancos múltiplos logrou pleno êxito nessa direção. Porém, alguns deles, incluindo um número significativo de instituições de pequeno e médio porte criadas a partir da Reforma de 1988,<sup>94</sup> por já virem enfrentando problemas anteriores ao Plano Real, não puderam realizar os ajustes necessários em seus balanços, em face de múltiplos riscos a que foram submetidos (de crédito, de juros e de liquidez). De fato, como salienta Studart (2000), no decorrer dos três primeiros anos do Plano Real, houve uma forte depuração no sistema financeiro. Do universo de 271 bancos existentes em julho de 1994, 40 sofreram intervenção do Banco Central, 29 foram liquidados, 4 faliram, 6 permaneceram no programa denominado de Regime de Administração Especial Temporária (RAET), e apenas 1 continuou a operar. Convém salientar que no bojo desse processo de reconcentração bancária, 32 bancos foram reestruturados por iniciativa do Banco Central e,

---

<sup>93</sup> Ainda de acordo com Barros e Almeida Júnior (*apud* Soares, *ibid*), tomando-se a média do período de 1990-93, a preços de 1994, a receita do *floating* cresceu para 4% do PIB em 1994 (R\$ 19 bilhões), reduzindo-se para a metade em 1994, e praticamente a zero em 1995.

<sup>94</sup> Incluem nesse grupo: os bancos: Nacional, Econômico, Bamerindus, bancos estaduais e pequenos bancos múltiplos.

em seguida, incorporados ou vendidos, de acordo com as regras do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER).

Com base nesses números, denota-se que o Banco Central procurou se antecipar aos desequilíbrios que poderiam emergir da compreensível estratégia dos bancos de expandirem suas operações de crédito em base ao significativo incremento dos depósitos, como forma de compensar parcialmente as perdas do *floating*. Com efeito, logo após o advento do Plano Real, a alíquota do compulsório sobre depósitos à vista passou de 48% para 100%, e a dos depósitos em caderneta de poupança de 20% para 30%. Em simultâneo, foi imposto um recolhimento de 30% sobre os depósitos a prazo, incluindo a instituição de alíquota de 15% sobre operações de crédito. Tais medidas não foram, porém, suficientes para impedir que o crédito ao setor privado se elevasse em 58,7% no primeiro ano do Plano Real (Soares, 2004, p. 47). Em parte, isso pode ser explicado pela própria reação dos bancos na defesa de seus lucros, na medida que puderam adotar mecanismos naturais de defesa para se compensarem das perdas decorrentes da abrupta eliminação das receitas inflacionárias. Nesse sentido, a estratégia de auto-ajuste do sistema envolvia a busca de receitas através de dois importantes mecanismos tradicionais: a elevação de *spreads* nas operações de crédito e a generalização da cobrança de tarifas propiciada pela extensa gama de serviços bancários, de acordo com limites legalmente estabelecidos.

No tocante à estratégia de ajuste pelo lado das operações de crédito, obedeceu-se previsivelmente a lógica pós-keynesiana inerente ao comportamento dos bancos, presente especialmente em Keynes-Minsky (Paula *et al.*, 2001). Como se salientou, a reação dos bancos à demanda de liquidez foi imediata, a qual se originou da forte descompressão dos fluxos do consumo e da produção ocasionada pela estabilização de preços. O esforço dos bancos na direção da recomposição de seus portfólios se deu, então, num ambiente de forte expectativa de incremento de lucros, revelando por completo a lógica do seu comportamento *profit-seeking* e *profit-minded*.

Todavia, tal como descreve a abordagem minskyana da firma bancária, ao se disporem a compartilhar mais intensamente das expectativas de lucros que a economia empresarial possa estar vislumbrando no *boom* da atividade econômica, os bancos poderão estar incorrendo num processo de fragilização financeira. Tal ocorre basicamente pela redução das taxas de juros, que embutem os riscos inerentes aos negócios, pelo relaxamento

de limites de crédito e pela redução de redes de segurança, especialmente no que se refere a colaterais, etc. Vale dizer, ao se inserirem no ritmo e nos diferentes tipos de negócios que deságuam no *boom*, os bancos acabam se expondo em demasia, ou mesmo perigosamente, a diferentes riscos, inclusive os de ordem moral a que alude Keynes (1982, p. 121, 165).

Embora estivessem agindo dentro do contexto de um programa de estabilização, a postura tipicamente *speculative financing* - e, em muitos casos, *Ponzi financing* - adotada pelos grandes bancos privados poderia se estender por um período talvez de um, dois ou mesmo três anos, e, nesse caso, certamente provocaria a ruptura dos pilares da estratégia de debelar a inflação através do Plano Real. Assim, conquanto a autoridade monetária pudesse considerar correta, de *per se*, a decisão dos bancos de procurarem fazer o ajuste através do incremento das operações de crédito, tal representava um sério risco para o êxito do Plano, especialmente se se considerar a relativamente pequena experiência nesse tipo de negócio, e.g., na análise e avaliação de fichas cadastrais e de colaterais apropriados a cada tipo de operação. Isso era especialmente verdadeiro no segmento empresarial, ainda que limitado a horizontes de curto e médio prazo.

Em tais circunstâncias, o Banco Central temia que o excesso de otimismo que tomou conta da atividade bancária pudesse conduzir a um bolha de consumo, cuja explosão poderia se traduzir em graves problemas de inadimplência, como de fato veio a se concretizar no caso de alguns bancos. Dessa forma, constatado o ímpeto irrefreável dos bancos à concessão de crédito, mesmo diante das severas limitações impostas pelo aumento dos compulsórios, como referido anteriormente, a autoridade se viu compelida a impor novas restrições, agora de caráter mais administrativo e operacional. Dentre essas medidas podem ser citadas: limitação de parcela de financiamento no âmbito dos cartões de crédito, proibição aos fundos de previdência privada de concessão de empréstimos aos associados, proibição de formação de consórcios nos segmentos eletro-eletrônico, bem como aumento do limite de capital mínimo em face da adesão ao Acordo de Basiléia (1994).<sup>95</sup> Esse conjunto de iniciativas sinalizou, finalmente, uma clara advertência do Banco Central ao

---

<sup>95</sup> Segundo alguns autores, e.g., Cysne e Costa (1997), o aumento de inadimplência no sistema financeiro e as subseqüentes medidas de restrição creditícia poderiam ter sido evitados, ou pelo menos minimizados, caso o governo tivesse optado pelo ajuste fiscal. Isso, porém, contradiz o fato de que se reconhecia explicitamente que um dos fatores causadores da abrupta elevação da inadimplência residia na falta de experiência dos bancos na análise de risco de crédito, em face da longa convivência com os mecanismos geradores de transferências inflacionárias do setor não-financeiro para o sistema criador de moeda.

sistema bancário sobre a diversidade de instrumentos de política restritiva que tinha à sua disposição e que, nesse sentido, estaria disposto a tomar quaisquer outras medidas julgadas necessárias para restringir o crescimento da demanda, especialmente para se evitar a explosão do consumo privado e os seus impactos sobre a oferta agregada e o nível de preços.

Tal postura finalmente surtiu o efeito desejado, fazendo com que os bancos se tornassem mais cautelosos em sua estratégia de ajuste pelo lado do crédito. As dificuldades que surgiram a partir da Crise Mexicana, iniciada em fins de 1994, e do ataque especulativo ao Real, em março de 1995, exigiram, no entanto, que a autoridade tornasse a política monetária ainda mais contracionista, desta vez por via da elevação das taxas de juros. Como se verá mais adiante, esse elenco de medidas restritivas finalmente forçaram os bancos privados a se tornarem mais prudentes e avessos ao risco. Nesse sentido, eles voltam a adotar uma postura mais conservadora em suas operações, própria da fase caracterizada como *pós-boom*. Esse ambiente permitiu ao Banco Central iniciar, já no segundo semestre de 1995, um processo de flexibilização da política monetária, como se verá mais adiante.

Na realidade, não obstante haver sinalizado a sua disposição de persistir na política de contenção do crédito, o Banco Central estava consciente do rigor e dos impactos negativos das medidas sobre a atividade econômica e a estabilidade do sistema financeiro, sobre o qual estaria recaindo o ônus decorrente do êxito do programa de estabilização. Em particular, como salientado, alguns bancos de médio e grande porte, públicos e privados, já vinham apresentando problemas de financiamento na fase pré-Real, os quais se cristalizaram e se agudizaram, em função das elevadas perdas de *floating* e do aumento da inadimplência que se seguiu ao *boom* de crédito ocorrido no segundo semestre de 1994. Para agravar essa situação, constatou-se uma significativa redução do fluxo de operações interfinanceiras compromissadas (Paula *et. al.*, *ibid.*, p. 306), indício de que alguns bancos enfrentavam dificuldades para continuarem a se financiar no interbancário.

Com efeito, a ameaça de crise sistêmica exigiu a imediata intervenção do Banco Central em duas grandes instituições financeiras (Nacional e Econômico). Esse fato provocou um aumento generalizado de aversão ao risco, seguindo-se um processo de redistribuição de depósitos em direção a grandes bancos públicos e privados, caracterizando

um grave problema de “empocamento de liquidez”, com deletérias conseqüências de caixa para pequenos e médios bancos. Outras instituições multibancárias de grande, médio e pequeno porte também começaram a revelar sérios problemas de liquidez, em alguns casos provocados pela política monetária contracionista e, em outros, devido à falta de *expertise* na gestão de negócios bancários em ambiente de estabilidade monetária.

Como se salientou anteriormente, em função da necessidade de se conter a demanda global e de se sustentar a âncora cambial para garantir o êxito do programa de estabilização, a taxa de juros primária foi mantida em patamar elevado desde o início do Plano Real. Entretanto, uma vez superada a fase de pressões de demanda e a crise provocada pelo ataque especulativo ao Real (Relatório do Banco Central, julho/1996), e considerando, por outro lado, a questão do baixo crescimento econômico associado ao desequilíbrio do sistema financeiro provocado pelos constrangimentos no crédito e na liquidez, o Banco Central iniciou, no final de 1995, um processo de flexibilização da política monetária. Nessa linha de ação, os compulsórios começaram a ser abrandados juntamente com outras medidas de cunho operacional. Por seu turno, após uma elevação espasmódica no período de março a maio de 1995, e ainda que, em termos reais, se mantivesse muito elevada em razão dos problemas de balanço de pagamentos, a taxa de juros básica (selic) iniciou uma etapa consistente de queda, em razão do comportamento descensional do nível de preços.

A expectativa das autoridades monetárias era de que, no curto prazo, essas medidas tópicas de política monetária poderiam contribuir para melhorar o nível de atividade econômica em geral, e dos negócios bancários em particular. Todavia, numa perspectiva de mais longo prazo, o Banco Central acreditava que a solução estrutural para os problemas do sistema financeiro residiria na adoção de uma estratégia que contemplasse a implementação de programas de reestruturação e saneamento de segmentos específicos de bancos múltiplos (privados e públicos), capazes de contribuir para a melhoria do seu nível de eficiência e competitividade. Em síntese, os objetivos desses programas eram: (a) ajustar o sistema às novas condições impostas pelo Plano Real de Estabilização; (b) realizar uma reforma institucional no sentido de adaptá-lo ao processo de abertura e desregulação financeira; e, (c) criar as condições para o aprofundamento da sua inserção e sólida conexão com o sistema financeiro internacional. (Freitas e Prates, 2001, p. 96).

Dando conseqüência a essa estratégia, foi criado em novembro de 1995 o Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER)<sup>96</sup> e, posteriormente, o Programa de Incentivo à redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), sendo que as condições de acesso a este último foram definidas em 28.02.97. As implicações e resultados conseqüentes da adoção desses programas serão examinados na seção seguinte.

## 7.2 PROER/PROES: REESTRUTURAÇÃO, SANEAMENTO E ABERTURA DO SISTEMA FINANCEIRO

Como se referiu anteriormente, a ameaça de crise sistêmica ocasionada pelo agravamento da inadimplência doméstica e pelo ataque especulativo ao Plano Real foi o fator determinante da decisão do governo de desencadear um amplo processo de reestruturação e saneamento do sistema financeiro privado. Seguindo as abordagens de tradição neoclássica monetarista, e.g., Shaw (1973) e McKinnon (1973), fonte de inspiração da maioria das agências e organismos financeiros e comerciais internacionais (FMI, BIRD, BIS, OMC, etc), e em face das pressões de importantes banqueiros internacionais, o Ministério da Fazenda e o Banco Central solicitaram ao presidente da República, através da Exposição de Motivos nº. 311, de agosto/1995, autorização para a participação de bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional. A argumentação de caráter mais geral das autoridades econômicas era centrada na necessidade de se promover a abertura e desregulamentação do setor financeiro doméstico, com vistas à sua efetiva integração e participação nos fluxos financeiros internacionais. Em última análise, essa era entendida como a condição básica para incrementar e melhorar as condições de financiamento externo da economia brasileira.<sup>97</sup>

Todavia, a consecução de tal objetivo se tornara virtualmente impossível, visto que a Constituição Federal vedava a participação de bancos estrangeiros no SFB, até que lei complementar viesse a regulamentar o seu artigo 192. As autoridades consideravam, no

---

<sup>96</sup> Um sumário das principais linhas desse programa pode ser visto no Relatório Especial do BCB, sob o título “O Banco Central e os dois anos do Real” (1996).

<sup>97</sup> Na realidade, esta nova estratégia era uma continuidade do modelo de abertura financeira iniciada no Governo Sarney. Veja-se, por exemplo, Herman (2005): “Liberalização Financeira e Crise Cambial: A Experiência Brasileira no período 1987-1999”.



entanto, viável a possibilidade de novas entradas, ou aumento da participação do capital estrangeiro no SFB, haja vista o disposto no artigo 52 das “Disposições Constitucionais Transitórias”. Essa brecha dispunha que, afora os casos relativos a acordos internacionais e de reciprocidade, em circunstâncias consideradas de “(...) interesse do Governo Brasileiro”, poderia ser permitida a entrada e/ou a ampliação do capital estrangeiro no Sistema Financeiro Nacional.<sup>98</sup>

Dentre os fatores mais específicos, considerados altamente relevantes pelas autoridades no sentido de justificar a entrada do capital estrangeiro, alinharam-se os seguintes: (a) introdução e difusão de modernas tecnologias bancárias na prestação de serviços e nas análises de risco relacionadas com a concessão de crédito; (b) aumento dos influxos de recursos externos, mais estáveis e com maiores prazos de reembolso, destinados aos mercados de crédito e de capitais; e, (c) aumento do grau de integração financeira internacional. De acordo com Corrêa e Almeida Filho (2001, p. 222), tais fatores poderiam, na avaliação das autoridades, propiciar o aumento da concorrência no setor bancário, acarretando uma baixa geral nos *spreads* e nos custos de capital. Em particular, haveria maior agilidade operacional, segurança e transparência nos negócios, beneficiando residentes e não-residentes, tudo isso se traduzindo em aumento de eficiência competitiva na captação e alocação da poupança financeira.

Do ponto de vista macroeconômico, supunha-se que à medida que aumentasse a sua solidez e estabilidade, o sistema financeiro se tornaria menos vulnerável a choques externos, e, *ipso facto*, capaz de neutralizar seus impactos sobre a economia doméstica, especialmente aqueles produzidos pelo aumento da volatilidade dos juros e do câmbio. Em suma, dado o esperado aumento de escala e liquidez, o sistema financeiro finalmente poderia proporcionar redução de custos de capital e aumento nos valores e prazos dos empréstimos. Com isso, seriam incrementadas não só as operações de financiamento indireto, como, e principalmente, a crescente intermediação nas operações de mercado de capitais e derivativos, resultando na expansão estável da atividade econômica agregativamente considerada.

---

<sup>98</sup> Explicações detalhadas sobre como se tornou possível a entrada de novos bancos estrangeiros no SFN podem ser vistas em Freitas e Prates (2001), Puga (1999) e Relatório Econômico Andima (2001).

Essas suposições oficiais levavam em conta naturalmente a estabilidade duradoura da moeda, o potencial de crescimento do setor financeiro em relação ao PIB, em face do baixo grau de bancarização do sistema, e a criação de um arcabouço institucional capaz de permitir e incentivar a participação dos bancos estrangeiros no SFN. Esse arcabouço certamente se inseria na concepção de política econômica liberalizante destinada a dar sustentação ao Plano Real de Estabilização, particularmente num momento de claras evidências de que o sistema financeiro como um todo fora acometido de alta vulnerabilidade e turbulência, inclusive com ameaça de crise sistêmica (Freitas e Prates, 2001, p. 96). A propósito dessa linha de raciocínio, convém lembrar que, na avaliação dos *policy-makers* de então existiam dois sérios entraves ao desenvolvimento qualitativo do sistema financeiro. O primeiro se referia ao problema do baixo nível de *expertise* e de elevado grau de imprudência de um grande número de médios e pequenos bancos múltiplos privados, boa parte deles criados no bojo da reforma de 1988. O segundo residia na urgente necessidade de se promover uma depuração no sistema financeiro público estadual, se possível reduzindo-o a parcela diminuta no conjunto do sistema, pois esse segmento era percebido como um dos problemas mais graves da “desordem fiscal” e do descontrole monetário pré-Real. É nesse contexto, portanto, que o governo justificou a implementação de mecanismos de ampla reestruturação e ajuste do Sistema Financeiro Nacional, através do PROER e do PROES.

Dado o crescente número de bancos estrangeiros interessados em participar do processo de abertura financeira, o Banco Central estabeleceu uma restrição inicial na forma da cobrança de um “pedágio”, cujo valor foi definido com base na necessidade de capital mínimo exigido para cada tipo de instituição financeira. Esse “pedágio”, conforme salienta Freitas e Prates (*ibid.*, p. 97), era justificado como contribuição para a recuperação dos recursos públicos envolvidos no programas de reestruturação e saneamento financeiro. Posteriormente, a partir de 1999, em substituição ao mecanismo do “pedágio”, outras exigências de caráter mais pragmático foram estabelecidas, tais como, nível de *rating* internacional, aporte de capital e tecnologia, linhas de crédito externo, etc. Paralelamente a essas medidas, o governo restringiu a entrada de novas instituições estrangeiras, a fim de induzir que as existentes participassem de processos de aquisição, incorporação ou fusão,

em consonância com os objetivos de ambos os programas, especialmente no tocante à privatização de bancos públicos.

Denota-se, por esse conjunto de iniciativas, que a política do governo para o sistema financeiro não se limitava ao espectro de medidas visando neutralizar a ameaça de uma crise sistêmica capaz de por em cheque o programa de estabilização. Em verdade, a idéia norteadora incluía também um projeto abrangente de internacionalização da economia, através de um amplo programa de abertura comercial e financeira, incluindo desregulamentação de mercados, privatização de empresas estatais financeiras e não-financeiras, e aquisição, fusão e incorporação de empresas privadas nacionais pelo capital estrangeiro. Essas medidas eram consideradas importantes para a atração de investimentos externos (diretos e em portfólios), bem como, em paralelo, a automática transferência, absorção e difusão de tecnologias. Como se pode perceber, o objetivo dessas políticas transcendiam os limites do sistema financeiro. Ou seja, a proposta governamental tinha caráter mais global no contexto do plano de estabilização, pois visava aumentar a eficiência e tornar a economia internacionalmente mais competitiva.<sup>99</sup>

Logo após o advento do Plano Real, a possibilidade de choques adversos (internos e externos), como anteriormente descrito, se transformara em *timing* propício para se promover um amplo conjunto de medidas na direção da abertura financeira. Certamente, não se avaliou adequadamente o ritmo, as prioridades, as condicionalidades e as implicações envolvidas em tal programa, especialmente do ponto de vista das necessidades de financiamento de longo prazo. Afora as questões dos microfundamentos, como já se aludiu, a justificativa fundamental parece haver se assentado no crucial “interesse nacional”, traduzido na necessidade de se reforçar os pilares do Plano Real. Debelar definitivamente a inflação era considerado a máxima prioridade, em torno da qual havia certamente um elevado consenso no interior da sociedade. Se isso exigiu a abertura econômica no ritmo e na forma com que foi feita, trata-se de uma questão cuja avaliação continua em aberto, e, portanto, sem resultados conclusivos. Porém, essa discussão escapa dos limites a que se propõe este trabalho.

---

<sup>99</sup> A respeito da visão e estratégia governamental sobre esse assunto, vide Franco (1998): “A inserção externa e o desenvolvimento”.

Em função dos atrativos oferecidos aos bancos estrangeiros, no período de 1995 a 1998 ocorreu a entrada de 17 novas instituições estrangeiras, sendo que o número de bancos privados nacionais com controle de capital externo passou de 20 para 36. O número de bancos estrangeiros funcionando no país passou de 37 para 52, e o respectivo número de agências, de 360 para 2395. Em consequência, a participação estrangeira no SFN aumentou de 15,4% para 25,6% no período em questão. Outros indicadores revelam o aumento da participação dos bancos com controle estrangeiro no sistema financeiro doméstico no mesmo período, a saber: i) ativos: 8,4% para 18,4%; ii) depósitos: 5,4% para 15,1%; e, iii) participação das instituições de crédito na área bancária: 5,7% para 14,9%. (Puga, 1999, p. 428, 432; Corrêa e Almeida e Filho, 2001, p. 221).<sup>100</sup>

Em suma, apesar da ocorrência de várias crises externas na fase pós-Real (crise do México, Asiática e Russa), as iniciativas centradas no PROER e no PROES lograram pleno êxito, de acordo com a avaliação do Banco Central, na medida que conseguiram sanear o sistema financeiro e neutralizar choques adversos responsáveis pela emergência de crises bancárias. Essa observação estaria fundamentada no fato de que tais programas vieram a se constituir, juntamente com outras medidas que serão examinadas mais à frente, em importantes mecanismos de indução aos ajustes no gerenciamento mais eficaz de ativos e passivos, possibilitando, em consequência, a obtenção de novos e mais estáveis fluxos de receitas. De acordo com essa avaliação, o sistema ganhou condições para se tornar mais enxuto e mais robusto, do ponto de vista da qualidade dos ativos e de solidez patrimonial, especialmente considerando as exigências a que o mesmo foi submetido pelo Acordo de Basileia.

No período de 1994-98, o número de matrizes bancárias se reduziu de 273 para 233. Esse fenômeno ocorreu preponderantemente no segmento de bancos privados nacionais e públicos estaduais, porém, como salientado acima, tal se deu *pari passu* com o incremento nos ativos, depósitos, empréstimos e patrimônio líquido. (Puga, *ibid.*, p. 439). A análise dos principais fatores determinantes desse fenômeno de retorno ao processo de reconcentração bancária será desenvolvida na seção seguinte.

---

<sup>100</sup> Vide também Relatório Andima (2001, *op. cit.*): aumento da participação estrangeira no SFN, p. 32-33.

### 7.3 POSTURAS E ESTRATÉGIAS DE AJUSTE DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO PERÍODO DE 1994-98

Em sua perspectiva de longo prazo, a política econômica contemplava a estabilidade financeira e de preços como elemento-chave para a sustentação do crescimento econômico. Uma vez debelada a inflação e alcançada a estabilidade da moeda, acreditava-se haverem sido logradas as condições para o aprofundamento da inserção da economia no mundo globalizado das finanças, da produção e do comércio, a qual necessariamente teria que se guiar por parâmetros de eficiência e competitividade internacional. Com efeito, a abertura da economia à participação estrangeira, a liberalização e desregulação financeira e o desmonte das estruturas de monopólios do setor público eram considerados vitais para se entrar na rota do crescimento duradouro, sem a ameaça da volta da inflação (Franco, 1998).

Nesse sentido, toda a política do Banco Central voltada para o objetivo da estabilização teve impactos diretos e indiretos, induzidos ou não, no processo de fortalecimento e consolidação do sistema bancário em geral, e do privado em particular. De um lado, na função de autoridade reguladora e supervisora do sistema, o Banco Central tinha uma especial preocupação com o funcionamento adequado do sistema de pagamentos, procurando inclusive aperfeiçoá-lo e adaptá-lo às exigências de maior transparência contábil e segurança operacional. Por outro lado, a autoridade instou os bancos a aprenderem atuar em diferentes e complexos ambientes, inclusive sob ameaça de choques externos adversos, com vistas à sustentação do crescimento de seus negócios em regime de severa competição e estabilidade de preços. A propósito, basta lembrar que o sistema financeiro doméstico foi abruptamente submetido à competição de poderosas instituições financeiras internacionais, patrimonialmente mais fortes e tidas como tecnologicamente mais modernas, bem como o fato de que o mesmo seria, mais adiante, obrigado a satisfazer os requisitos decorrentes da adesão do Brasil ao Acordo de Basiléia (1994). O importante nisso tudo era reconhecer que a estabilidade financeira deveria ser considerada o fator fundamental para a garantia de funcionamento regular do próprio sistema de pagamentos e para o alcance de metas de maior eficiência competitiva, tanto interna como externamente.

Em síntese, as medidas saneadoras de caráter mais geral tomadas pelas autoridades, através do PROER/PROES, e outras, de natureza mais pontual, visando neutralizar as

conseqüências deletérias do crescente empoçamento de liquidez, conseguiram contornar a ameaça de crise sistêmica (Carvalho, 2005). Nesse processo, ao invés de se impor uma redução vertical do sistema financeiro privado, permitiu-se que o mesmo lograsse se depurar e ampliar sua participação relativa no SFB. As lições dos problemas pontuais observados no interior do sistema financeiro no curso dos dois primeiros anos do Plano Real<sup>101</sup> serviram como referência para que os grandes bancos múltiplos privados se tornassem mais cautelosos. Nesse sentido, procuraram reduzir seu grau de exposição ao risco, especialmente no tocante às operações de crédito, tornando-se mais propensos à liquidez e à flexibilização no gerenciamento de seus ativos e passivos, numa postura keynesiana tipicamente precaucionária (Paula *et al.*, 2001).

Dois fatores foram determinantes para a factibilização dessa postura. Em primeiro lugar, deve-se considerar os impactos da política econômica centrada na estabilidade de preços. O forte déficit em transações correntes, ocasionado pela sustentação da âncora cambial, e a manutenção, por outro lado, de taxas de juros elevadas para induzir o influxo de capital externo necessário para dar conseqüência a tal política, produziram crescente necessidade de emissão de títulos públicos, o que aumentou dramaticamente a dívida pública interna e externa. Em razão disso, sem prejuízo da manutenção das operações de crédito, os bancos puderam privilegiar o redirecionamento de parcela significativa de suas reservas para ativos altamente rentáveis e de plena liquidez. Tais recursos provinham do aumento dos depósitos à vista, a prazo e de poupança, os quais eram suplementados com a captação de recursos no mercado internacional de capitais (empréstimos, repasses e emissões de bônus). Essas fontes serviram também para lastrear operações cambiais vinculadas ao financiamento do comércio exterior, inclusive operações de arbitragem com taxa de juros.

Em segundo lugar, no curso do programa de estabilização, o governo intensificou a emissão de títulos com cláusula de correção cambial, a fim de eliminar riscos para os investidores e, com isso, garantir a rolagem de sua dívida. Por outro lado, essa iniciativa foi extremamente importante para o sistema financeiro, permitindo sanar graves problemas de vulnerabilidade externa de grandes bancos, na medida em que possibilitou a formação de um adequado *hedge*, frente ao descasamento de prazos entre passivos externos e os seus

---

<sup>101</sup> Vide “Banco Central e os dois anos do Real” (Relatório Especial, 1996, p. 48)

portfólios domésticos. Em paralelo, ela serviu para fomentar operações de arbitragem (especulativas) entre juros externos e internos pagos pelos títulos públicos sem qualquer risco cambial (Paula, *et. al.*, 2001), as quais, felizmente, se arrefeceram em função da redução de captação de recursos externos impostas pelos crescentes ataques especulativos ao Real decorrentes das crises asiática e russa (1997/98).

O processo de ajuste patrimonial dos grandes bancos privados no curso do plano de estabilização se completou, dessa forma, com a readequação de seus ativos e passivos, numa perspectiva de menor exposição ao risco, isto é, de maior preferência pela liquidez, aliada à exploração de oportunidades de maiores lucros. Tal deve ser creditado, no entanto, à estratégia da política de estabilização altamente favorável aos bancos, como se salientou anteriormente. Nesse contexto, eles conseguiram obter elevados retornos operacionais, tanto por via da elevação de *spreads*, especialmente nas operações com pessoa física, como nos ganhos provenientes das operações com títulos e valores mobiliários.

Além dessas operações de ajuste patrimonial, outra fonte responsável pela grande alavancagem da receita dos bancos foi a generalização da cobrança de tarifas pela prestação de serviços, as quais se tornaram capazes de cobrir crescentemente despesas administrativas e de investimentos em permanente, e.g., em automação e informatização bancária. A propósito, convém esclarecer que, em decorrência da alta inflação, grande parte dos custos administrativos dos bancos não era explicitada nos seus balanços graças aos excepcionais retornos provenientes do *floating*. A política deliberada de absorção desses custos fazia parte da estratégia de *marketing* dessas instituições voltadas para a manutenção e conquista de clientes, tanto em operações ativas como passivas. Todavia, desde os meados dos anos 80, um crescente número de bancos, em particular os da rede privada, já vinha implementando uma estratégia de redução de custos, especialmente na área de pessoal. De igual modo, já existiam programas permanentes de racionalização das operações de retaguarda e de simplificação do atendimento aos clientes, através de sistemas informatizados de crescente eficiência em termos de segurança e rapidez.

Vale salientar, a propósito, que desde então os bancos passaram a desenvolver modelos de alta precisão, através dos quais se podia determinar os custos de cada operação/cliente. Essa iniciativa partia da percepção dos banqueiros de que, uma vez se conseguisse estabilizar a moeda, tais custos teriam que ser obrigatoriamente explicitados e

repassados aos tomadores e à maioria dos médios e pequenos depositantes. Dada a grande variedade e intensidade de cobrança de tarifas, inclusive na prestação de serviços de assessoria e consultoria, a receita correspondente tem sido capaz de cobrir parcela significativa das despesas gerais e administrativas, ou mesmo financiando-as totalmente. Nesse caso, os *spreads* provenientes das operações de portfólio se transformam em fonte de lucros substanciais, os quais, deduzido os impostos e os dividendos, propiciam certamente elevado ritmo de capitalização do sistema em geral, em particular das grandes instituições.

Essa alteração na estrutura de prestação de serviços bancários veio a se inserir na lógica defendida pelo Banco Central de melhorar o grau de eficiência e competitividade do sistema, pois isso reflete os custos reais de cada instituição em particular. Com efeito, tomados como referência para fins de avaliação de desempenho dos grandes bancos privados, esses custos se transformam em indicador importante para outras instituições em seus respectivos processos de ajuste no curso do programa de estabilização. Ademais, do ponto de vista de eficiência competitiva, especificamente do lado da intermediação financeira, tornou-se interessante para o Banco Central acompanhar as possibilidades de diferenciação de produtos da indústria financeira com respeito à taxa de juros, em particular quando se referindo a custos efetivos de capital. Em outros termos, a redução persistente de custos adequadamente coberta por receitas tarifárias, em alguns casos até mesmo propiciando um excedente, poderia se traduzir numa correspondente redução de *spreads*, a qual poderia refletir-se positivamente numa política de redução de encargos, na forma de menores taxas efetivas de juros incidentes sobre os empréstimos.

Em resumo, no período de 1994-98, que corresponde à terceira e última fase do plano de estabilização da moeda (Plano Real) logrou-se debelar a alta inflação, no sentido que lhe empresta os pós-keynesianos, e.g., Carvalho (1990). Porém, essa fase foi marcada por crescentes desequilíbrios internos e externos (aumento da dívida pública, elevados déficits em transações correntes, baixo desempenho da atividade econômica, aumento do desemprego, etc.), os quais explicam e reforçam a instabilidade macroeconômica que o caracterizou. Entretanto, a estratégia de ajuste patrimonial adotada pelos grandes bancos múltiplos privados permitiu-lhes fazer uma transição relativamente tranqüila, com exceção de alguns casos isolados, de difícil solução, herdados do período inflacionário. Como exemplo, podem ser citados os bancos Nacional, Econômico e Bamerindus e um conjunto



de pequenas e médias instituições, cuja transformação em bancos múltiplos se deu sem os requisitos mínimos de sustentabilidade, isto é, ausência de escala, baixa capacidade de alavancagem, baixo nível de *expertise* negocial, etc.

Após a crise provocada pela rápida e excessiva expansão das operações de crédito, os bancos privados conseguiram explorar novas oportunidades de negócios, advindas da ampliação do grau de abertura comercial e financeira encetadas pela política econômica destinada a sustentar o Plano Real. Nesse sentido, em razão da adoção de uma postura mais prudencial (*hedge* e *speculative financing*), traduzida em menor exposição ao risco e maior preferência pela liquidez, características integrantes das abordagens de Keynes-Minsky, os grandes bancos múltiplos privados lograram redirecionar suas estratégias de gerenciamento de ativos e passivos, mediante a concentração do grosso de seus negócios em operações capazes de gerar bons retornos, e.g., operações cambiais e de portfólio em títulos públicos e privados.

Importa ressaltar, por fim, que a par de suas posturas defensivas, essas instituições conseguiram operar com redução consistente de custos e crescentes índices de capitalização, fatores que explicam a sua robustez e menor vulnerabilidade frente aos impactos das crises de 1997/98 e do choque cambial que se seguiu. Isso evidencia, do ponto de vista estritamente financeiro, a racionalidade e a eficácia microeconômica de suas estratégias, as quais vêm produzindo resultados significativos, tanto em ambiente de crise, como em regime de estabilidade macroeconômica caracterizado pelo *stop and go*. Este é assunto a ser examinado na seção seguinte.

#### 7.4 MUDANÇA DO REGIME CAMBIAL, ESTABILIZAÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DO SISTEMA E A POSTURA DOS BANCOS ESTRANGEIROS

As crises externas acima referidas provocariam severos impactos na economia brasileira, especialmente quanto à sua capacidade de manter o regime de câmbio administrado. Este era, de fato, o principal causador da contínua e artificial apreciação do Real, responsável direto pelo crescente e insustentável déficit em transações correntes. Nesse contexto, dadas as crescentes pressões especulativas sobre a possível desvalorização do Real em conjunto com a mudança do regime cambial, o Banco Central reforçou sua

política de defesa do balanço de pagamentos e da estabilidade do sistema financeiro, mediante ajustes discricionários na taxa de juros básica. Nesse sentido, no último quadrimestre de 1998, a autoridade monetária manteve a sua postura claramente pró-Bancos, ao elevar e sustentar a taxa selic no elevado patamar de 30/40% ao ano, sinalizando que um choque cambial poderia ocorrer, mas não como algo inevitável.

Com efeito, os bancos reforçaram suas posições de *hedge*, elevando suas aplicações na moeda norte americana e em títulos públicos e privados referenciados em dólar, objetivando com isso proteger seus clientes de riscos de juros e câmbio. Nessa linha de ação, negociaram grande quantidade de contratos futuros de DI e dólar na Bolsa de Mercadorias e Futuros, em coerência com uma postura de aversão ao risco e preferência pela liquidez, aliada, porém, à possibilidade de obterem polpudos ganhos com a desvalorização do Real. Segundo Corrêa e Almeida Filho (2001, p. 233), em dezembro de 1998 os ativos externos do sistema bancário ascenderam a US\$ 65,5 bilhões de dólares, os quais funcionaram, a um só tempo, como instrumento de *hedge* e fonte de elevados ganhos no período turbulento que caracterizou a mudança do regime cambial e a maxidesvalorização do Real.

Assim, a postura defensiva, e ao mesmo tempo especulativa, dos bancos permitiu que a solução do problema do *hedge* fosse acompanhada de substanciais ganhos em operações com títulos e valores mobiliários, cuja participação no total da receita ascendeu de 22,9%, em junho/98, para 34,6%, em junho/99. Esses ganhos se originaram da alta desvalorização cambial, combinada com a manutenção de elevadas taxas de juros dos títulos do governo, até o fim do primeiro semestre daquele ano. Denota-se, portanto que, mais uma vez, coube ao Banco Central e ao Tesouro arcarem com o pesado ônus de se evitar uma crise no sistema financeiro. Em essência, as medidas de política adotadas pelas autoridades se destinaram a beneficiá-lo, na medida que propiciaram significativo aumento de suas receitas e lucros, sob condições de baixo ou nenhum risco. Os bancos privados conseguiram, dessa forma, atravessar o período de crise, mantendo inalterada sua estabilidade financeira e logrando melhorar seus indicadores de rentabilidade e solidez patrimonial. Nesse contexto, cabe ressaltar a grande importância do *funding* externo dos bancos proveniente de diversas fontes, tais como: empréstimos, repasses de recursos via Resolução 63 e obrigações com títulos e valores mobiliários. Esses recursos eram

destinados ao financiamento do comércio exterior (adiantamentos, descontos de cambiais, etc.) e à realização de operações de tesouraria lastreadas em títulos e valores mobiliários.

As mudanças promovidas nas políticas cambial e monetária em 1999 foram extremamente benéficas à consolidação do modelo de abertura, privatização e desregulação do sistema financeiro. No âmbito do PROES houve avanços significativos no processo de privatização das instituições financeiras públicas estaduais, destacando-se a incorporação do Banco do Estado de São Paulo pelo Santander, e a aquisição do Banco do Estado do Paraná pelo Itaú. Na esfera dos bancos estaduais de desenvolvimento o avanço não foi menos significativo: 11 instituições foram transformadas em agências de fomento, destacando-se as de Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Pernambuco e Bahia.

O resultado final do processo de abertura financeira e privatização de bancos públicos se traduziu, como já salientado, numa mudança estrutural no sistema financeiro nacional. Após haver sido praticamente concluída a liquidação e alienação do sistema financeiro estadual aos bancos estrangeiros e privados nacionais, a estrutura financeira tomou uma nova e radical configuração, a qual vem definindo a forma como os bancos privados poderiam se inserir em um novo padrão de financiamento. Nesse novo padrão, o sistema é representado por uma nova estrutura, formada por um tripé composto pelos bancos privados nacionais, pelos bancos estrangeiros e pelos bancos oficiais federais. De outra perspectiva, se poderia dizer que, como aparentemente seria o desejo de importantes autoridades governamentais, o sistema financeiro privado ganhou condições para avançar no sentido da descompressão financeira, e, portanto, se habilitando a operar segundo a concepção neoclássica da firma bancária nos moldes da abordagem de Shaw-McKinnon.

Especificamente com relação aos bancos estrangeiros, a impressão inicial era a de que, em função de variáveis como, por exemplo, escala e poder de mercado, seu peso poderia se tornar preponderante e determinante das microdiretrizes destinadas a guiarem o sistema financeiro privado. No caso de confirmação dessa hipótese, esse segmento poderia se tornar capaz, inclusive, de ameaçar a capacidade de sobrevivência dos grandes bancos privados nacionais, mediante propostas agressivas de aquisição e/ou incorporação. Todavia, como até o momento tal não se confirmou, parece que a estratégia dos bancos estrangeiros - antigos e novos - reside na manutenção de uma convivência “pacífica” com os bancos

nacionais, com os quais vêm se interagindo positivamente na busca de aprendizado e compreensão da lógica do atual estágio de funcionamento da economia brasileira. Na verdade, ambos os segmentos compreendem que, pelo menos num horizonte que lhes permitam vislumbrar a continuidade da política econômica caracteristicamente ortodoxa, não lhes é interessante atuar num ambiente de acirrada competição visando ganhos incrementais de *market share*. Isso parece especialmente verdadeiro do ponto de vista dos bancos estrangeiros, que desejam também continuar se beneficiando dos imensos atrativos que o governo oferece, através de suas políticas fiscal, monetária e cambial.

Não obstante essa inesperada **estratégia de acomodação**, cabe a essa altura tecer rápidas considerações sobre a contribuição que os bancos estrangeiros teriam a oferecer para o desenvolvimento do SFB. Por exemplo, Freitas e Prates (2001, p. 100-3) construíram alguns indicadores de desempenho dessas instituições no Brasil,<sup>102</sup> através dos quais se evidenciam alguns fatos importantes sobre o aumento da participação estrangeira no sistema. Primeiro, a abertura financeira iniciada em 1995 não foi capaz de se traduzir em aumento de escala, eficiência e sofisticação da estrutura financeira de acordo com as expectativas das autoridades econômicas. Os mecanismos através dos quais se processou a vinda de um grande número de instituições financeiras estrangeiras foi, como se salientou acima, preponderantemente via aquisições ou controle de bancos privados e públicos nacionais, portanto sem nenhuma transferência imediata de novas tecnologias, *expertise* e aportes próprios de capital, que permitissem redução de custos, *spreads* e alongamento de prazos de intermediação financeira.

Segundo, durante os primeiros anos de sua instalação no Brasil (até 2000), os bancos estrangeiros estiveram preocupados em assimilar e se ajustar à cultura bancária local, especialmente à dos grandes bancos privados nacionais, sem perder de vista, porém, o objetivo essencial de se tirar o máximo proveito das grandes potencialidades de lucros oferecidas pelas operações com títulos e valores mobiliários.

Terceiro, os novos bancos estrangeiros acabaram se acomodando passivamente ao ambiente no qual se destacavam os demais grandes bancos múltiplos privados (nacionais e estrangeiros). Suas estratégias de gerenciamento de ativos e passivos foram

---

<sup>102</sup> Correspondem, nessa ordem, à composição percentual dos ativos e passivos dos bancos estrangeiros e à composição da carteira de crédito do sistema bancário, ambas no período 1998/2000, e à composição das despesas dos bancos estrangeiros, no período 1994-2000.

caracteristicamente conservadoras, direcionando seu *funding*, preponderantemente constituído por depósitos a prazo e recursos captados no exterior, para operações de baixo risco e alta rentabilidade, tais como: operações cambiais, de tesouraria, etc. Isso revela um relativamente baixo interesse pelas operações de crédito no mercado doméstico, as quais, apesar dos elevados *spreads*, não justificariam, na ótica desses bancos, riscos e custos de monitoramento que valessem a pena incorrer. Esse fato se torna tão mais evidente quando se percebe que, mesmo com a possibilidade de rápida ampliação da sua presença em amplas e estratégicas faixas do território nacional, como no caso das aquisições dos Bamerindus, Real e Banespa, três exemplos emblemáticos de elevados ganhos de escala e “*good will*”, não se lhes interessou explorar as potencialidades econômicas locais em termos de mercados e recursos humanos. Ao contrário, sua opção estratégica se concentrou em fazer ajustes com vistas à readequação das redes (reengenharia, *downsizing*, etc), ao invés de implantar processos inovativos em produtos e serviços, tecnologia e comunicação. Desse modo, coube aos bancos privados nacionais avançar nessa direção, premidos que foram pela suposta ameaça da concorrência estrangeira, conforme alardeado e acalentado pelo governo como justificativa para a abertura do SFB.

Com base nessas considerações, pode-se deduzir que o *leit-motiv* que justificou a vinda dos bancos estrangeiros foi a busca de lucros e expansão patrimonial, num horizonte caracteristicamente de curto prazo, sob a lógica financeira subjacente nos modelos de Keynes e Minsky, segundo a qual a firma bancária procura conciliar a busca incessante de lucros com a preferência pela liquidez. Nesse sentido, suas ações priorizaram, até o final dos anos 90, nichos tipicamente *rent e profit-seeking*, largamente concentrados na esfera da circulação financeira, e, portanto, em detrimento do potencial de alavancagem das operações de financiamento do investimento de médio e longo prazo. Confirmando essas ilações, os dados a respeito do desempenho dos bancos estrangeiros revelam que, com poucas exceções, apesar do seu intencionalmente baixo grau de alavancagem no segmento creditício, eles lograram resultados amplamente satisfatórios comparativamente aos concorrentes nacionais, inclusive em relação às suas matrizes (Freitas e Prates, 2001, p. 103; Relatório Andima, 2001, p. 68-73). Esse fato pode ser observado em seus balanços, envolvendo tanto resultados operacionais como extra-operacionais (operações extra-balanço, cobrança de tarifas de prestação de serviços, serviços de consultoria, etc).

Na realidade a abertura financeira, além de não contribuir para a melhoria do padrão de financiamento doméstico, implicou num aumento de vulnerabilidade externa. Na avaliação de Freitas e Prates, “(...) a abertura financeira não contribuiu para a superação da fragilidade estrutural do país: a inexistência de mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo.” (*Ibid.*).

Nesse sentido, os pontos principais da argumentação das autoras são os seguintes. Primeiro, os recursos externos canalizados pelos bancos estrangeiros se destinaram preponderantemente a incrementar investimentos em portfólio de títulos públicos e privados. Tal, porém, não resultou nem na melhora das condições de financiamento da dívida pública, nem na dinamização do mercado de capitais enquanto fonte de *funding* do financiamento de investimentos de médio e longo prazo.

Segundo, o êxito dessas instituições em termos de racionalização de custos e maior eficiência operacional não se transformaram em vantagens competitivas de modo a contribuir para a redução de juros dos empréstimos, alongamento de prazos de financiamento e cobrança de menores tarifas.<sup>103</sup> A explicação para isso residiria no fato de esses bancos haverem decidido operar basicamente na mesma linha de comportamento dos demais bancos domésticos, pois não seria de seu interesse, como ressaltado anteriormente, promover-se uma competição predatória, em claro benefício dos clientes em geral e dos tomadores de empréstimos em particular.

Por último, a contribuição dos bancos estrangeiros no tocante aos investimentos diretos através dos programas de privatização da infra-estrutura (energia, telecomunicações, etc) implicou num aumento de vulnerabilidade externa no longo prazo, tendo em vista o potencial déficit no balanço de serviços ocasionado pela remessa de juros, lucros, dividendos, *royalties*, etc., afora a questão da livre movimentação de fundos de natureza especulativa, em face da plena abertura da conta de capitais.

Considerando o acima exposto, depreende-se que, não obstante o aprofundamento e sofisticação do sistema financeiro doméstico, do ponto de vista das abordagens de Minsky e Gurley-Shaw, certamente aumentando a transparência e o grau de confiança da comunidade internacional em relação ao país, a mudança estrutural promovida através da abertura financeira iniciada em 1995 resultou numa mera redistribuição da estrutura de propriedade

---

<sup>103</sup> Esse fato é corroborado teórica e empiricamente por Hermann (2001 e 2003).

do sistema financeiro nacional, cujo mais importante reflexo tem sido um aumento real de poder de controle estrangeiro sobre a economia brasileira. A inserção financeira na economia globalizada significou, assim, a transferência de importante parcela de controle das decisões estratégicas de produção, investimento e comércio exterior, inclusive e especialmente quanto ao livre fluxo de capitais estrangeiros e os interesses que representam, raramente sintonizados com as necessidades de financiamento de longo prazo.

Por outro lado, de acordo o objetivo estratégico da política econômica do governo, as condições para inserção da economia brasileira no ciclo estável de crescimento teriam sido alcançadas no curso de 1999. Tais condições teriam se traduzido na estabilidade financeira e de preços, sustentada no novo regime de câmbio flutuante. A expectativa com relação à adoção desse novo regime de câmbio era de que se pudesse neutralizar, ou pelo menos reduzir, os impactos negativos de choques externos sobre o balanço de pagamentos. Adicionalmente, esperava-se viabilizar uma estratégia de política monetária focada no regime de metas de inflação, a qual foi efetivamente implementada no segundo semestre daquele ano.

A adoção do regime de metas de inflação foi acompanhada por algumas medidas de política financeira, com vistas à redução dos *spreads* bancários, tais como: redução de compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo e do imposto sobre operações financeiras e obrigatoriedade de os bancos fornecerem informações detalhadas aos clientes sobre encargos de juros (Lundberg e Bader, 2004). Todavia, o fator mais essencial para a retração dos *spreads* foi a trajetória de queda da taxa de juros básica iniciada nesse mesmo semestre, a qual se reduziu de um patamar de 20% para 16% no final do ano 2000 (BCB, Boletim de fev/2001).

Na ótica das autoridades econômicas, uma vez que essas medidas, juntamente com o ajuste fiscal, eram suficientes para garantir a estabilidade macroeconômica, o crescimento econômico estável e duradouro ficaria dependendo apenas da superação de gargalos de natureza microeconômica e institucional, com vistas a ganhos crescentes de eficiência e competitividade. Na medida que esses problemas fossem removidos, tal facilitaria o movimento de inserção e integração da economia brasileira no mundo globalizado, de modo que restaria como condição fundamental para a volta do crescimento priorizar-se as políticas destinadas a incrementar os investimentos de longo prazo. O conseqüente

alargamento da base produtiva e do crescimento da absorção doméstica ensejaria o aumento consistente da participação do país no comércio internacional, condição fundamental para que a economia se inserisse no círculo virtuoso da eficiência competitiva e do crescimento sustentado. Completando essa linha de raciocínio, assumia-se que, de acordo com o clássico modelo poupança-investimento, era crucial para a expansão dos investimentos a implementação de medidas de incentivo ao aumento da poupança doméstica e à reativação do influxo de capitais externos.

Nesse sentido, o papel do sistema financeiro privado, em especial no que se refere aos grandes bancos múltiplos, seria de primordial importância, pois juntamente com as empresas do setor produtivo deveriam se tornar os agentes incumbidos do estabelecimento da trajetória de crescimento, interrompida desde os fins dos anos 70. Ao governo, contrariamente ao verificado no longo ciclo de crescimento dos anos 50, 60 e 70, caberia um papel importante nesse processo, porém apenas o de garantir uma parcela dos investimentos em infra-estrutura básica (transportes, energia, etc), cuidar da criação e aperfeiçoamento de mecanismos regulatórios destinados a diminuir custos de transação, em essência o chamado custo-Brasil, e melhorar a eficiência econômica em geral através de ganhos em capital humano e na base tecnológica.

Todavia, apesar do contexto externo particularmente favorável, que vem se mantendo desde o início deste século, especialmente no que se refere à abundância continuada de liquidez internacional, associada a relativamente baixa volatilidade de câmbio e juros, persistem várias restrições ao alcance da meta de crescimento estável e em ritmo mais condizente com as necessidades da economia brasileira. Do ponto de vista dos determinantes financeiros, tais restrições se explicariam pelas notórias dificuldades de interação e convergência de interesses entre bancos e empresas, especialmente quando se trata da perspectiva da realização de investimentos de médio e longo prazo destinados a ampliar a base produtiva do país.

De fato, o sistema financeiro privado estaria, de *per se*, capacitado para responder a esses desafios. Primeiro, porque conseguiu satisfazer a dinâmica imposta pelas novas regras e orientações normativas das autoridades monetárias com o objetivo de enquadrá-lo aos parâmetros de convivência internacional, em particular no que concerne às regras de Basileia. Segundo, o sistema, cumpre a condição indispensável para o seu



desenvolvimento, consubstanciada na contínua modernização tecnológica e na incessante busca de vantagens competitivas, a fim de materializar o seu *desideratum*. Nesse sentido, como será visto a seguir, o sistema financeiro em geral e o privado, em particular, foi capaz de promover importantes inovações, algumas das quais consideradas como verdadeiras mudanças estruturais, que permitiram colocá-lo no mesmo grau de abertura e competitividade do sistema financeiro dos países desenvolvidos.

Na seção seguinte, serão examinados alguns indicadores do aperfeiçoamento institucional e tecnológico do sistema, tanto do ponto de vista do mercado de crédito e de capitais, como o de derivativos. Somente após essas considerações é que se pretende avançar na análise sobre se os bancos vêm desenvolvendo nos últimos anos estratégias capazes de propiciar a ampliação do padrão de financiamento de longo prazo da economia brasileira. E em caso afirmativo, examinar quais os possíveis entraves e limitações para a sua consecução.

## 7.5 INOVAÇÕES FINANCEIRAS E MUDANÇAS NO PERÍODO PÓS-REAL: PRINCIPAIS ASPECTOS

A partir de 1999, uma vez superados os impactos das crises financeiras externas, o Plano Real conseguiu finalmente estabilizar a moeda e afastar a ameaça de crise no sistema financeiro. Sob a nova política de estabilidade macroeconômica, assentada especialmente no regime de metas de inflação e do câmbio flutuante, os bancos se viram estimulados a construir novos arranjos na estrutura de gerenciamento de seus ativos e passivos, buscando incrementar suas operações de financiamento, tanto em termos de lucratividade, como de defesa contra os diferentes e crescentes riscos envolvidos. De um modo geral, tais inovações vêm se dando *pari passu* com as mudanças nos sistemas financeiros de países desenvolvidos, especialmente por parte de seus bancos globais, cujos movimentos são irradiados preponderantemente dos Estados Unidos e da Inglaterra, e quase sempre chancelados e recomendados por organismos internacionais (BIS, FMI, BIRD, etc).

Entre as inovações mais importantes, entendidas como mudanças estruturais no sistema financeiro (Carvalho, 1995; Plihon, 1992, 1998), pode-se destacar: (a) a globalização e a convergência das estruturas financeiras facilitadas pelo avanço das

tecnologias de informação e comunicação e pelo processo de desregulação e abertura dos mercados financeiros; (b) as novas alternativas de financiamento conectadas às operações de securitização/derivativos, com o objetivo de reduzir riscos e custos de transação; e, (c) o novo papel dos investidores institucionais, que igualmente permitem reduzir riscos e custos pelos ganhos de escala e gerenciamento mais profissional de portfólios. Todas essas mudanças estruturais são consideradas fatores diretamente responsáveis pela sofisticação, crescimento e integração dos sistemas financeiros em escala mundial, em cujo âmbito se tomam decisões que produzem os mais variados impactos nas políticas e estratégias nacionais de crescimento, especialmente no tocante ao processo de acumulação de capital e gestão do balanço de pagamentos nas economias emergentes.

No tocante à efetiva inserção e integração do Brasil no processo de globalização financeira, a mesma se deu a partir da abertura e desregulação do sistema financeiro nacional, como aludido na seção anterior. Cabe acrescentar àquelas considerações que o sistema de bancos múltiplos adotados no Brasil vêm seguindo a tendência internacional de se tornarem bancos universais, não no estrito formato do modelo alemão, mas no sentido de convergência do *modus operandi* dos bancos segmentados e especializados americanos com a universalização do sistema caracterizado pelo ‘*under one roof*’ (Carvalho, 1990).<sup>104</sup> Essa inovação permitiria viabilizar a coexistência harmoniosa e vantajosa das estruturas financeiras baseadas em mercado de crédito e de capitais, incluindo sofisticadas operações de derivativos e outras a cargo das instituições não-bancárias.

No que se refere à securitização e ao desenvolvimento do mercado de derivativos, vêm ocorrendo importantes inovações com vistas à maior segurança e liquidez. Não se trata propriamente da criação, *strictu sensu*, de novos produtos de captação e aplicação, haja vista que os tradicionais mecanismos utilizados pelos doadores e tomadores de recursos continuam como fonte primária de intermediação. Essencialmente, o sentido de tais inovações reside em criar e/ou desenvolver mercados secundários, que permitam garantir as condições para crescimento das operações de empréstimo e financiamento, primariamente geradas no processo de intermediação. Portanto, trata-se de um avanço do processo de securitização secundária dos mercados financeiros.

---

<sup>104</sup> Esta é uma expressão equivalente ao “*one stop banking*”, que na literatura de economia financeira é utilizada para designar o sistema de banco universal.

Para ilustrar o desenvolvimento das inovações financeiras no mercado de crédito doméstico, podem ser destacados alguns exemplos, pelo seu potencial de alavancagem de importantes segmentos da atividade econômica. Um primeiro caso se refere ao sistema financeiro imobiliário<sup>105</sup>, o qual se destina a incrementar a produção e a comercialização de imóveis residenciais e não-residenciais, e, como consequência, a criação de mercado secundário de créditos imobiliários via securitização de recebíveis. A inovação aqui se refere à criação das companhias de securitização de créditos imobiliários, instituições não-financeiras emitentes de certificados de recebíveis imobiliários. Esses títulos de crédito nominativos são lastreados em créditos imobiliários, os quais são regulamentados pela CVM, com vistas a ganhar transparência e liquidez, condição básica para a sua negociação em mercados secundários.

Um segundo caso refere-se à securitização de créditos bancários.<sup>106</sup> Trata-se da criação de mercado secundário para títulos representativos dos empréstimos realizados pelos bancos múltiplos ou instituições financeiras autônomas, visando desconcentrar riscos bancários, especialmente de crédito e liquidez. Para tanto, podem ser criadas “sociedades de propósito específico”, cuja finalidade se restringe à aquisição de créditos bancários com fundos obtidos através da emissão de títulos, e.g., ações e debêntures, lastreados nos próprios créditos adquiridos. Esses dois exemplos são emblemáticos para evidenciar que a inovação financeira através da securitização permite a alienação de direitos creditórios, na realidade um desenrolhe de parte da produção da indústria financeira, cujos objetivos aliam redução de riscos dos emprestadores e consequente aumento da capacidade creditícia do sistema financeiro.

No tocante às operações de intermediação originárias no próprio mercado de capitais, pode-se afirmar que não se registrou nenhuma inovação significativa em termos de novos instrumentos destinados a ativar a demanda e oferta de recursos (financiamento

---

<sup>105</sup> O Sistema Financeiro Imobiliário foi criado pela Lei 9.514/97 e operacionalmente regulamentado pela Resolução CMN 2.517/98. Uma importante inovação introduzida pelo sistema refere-se ao Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), que é um título nominativo escritural lastreado em créditos imobiliários, cujos emitentes exclusivos são as companhias securitizadoras de crédito.

<sup>106</sup> Por exemplo, a Resolução 2.907/2001, que regulamentou os fundos de investimento em direitos creditórios (FDIC) e os fundos de investimento em quotas (FI-FDIC). Em outra linha, foram criados os derivativos de crédito nas operações de arrendamento mercantil (Resolução 2.933/2002), e de empréstimo bancário (MP 2.160/2001), destacando-se neste último caso a cédula de crédito bancário (CCB) e o certificado de cédula de crédito bancário (CCCB). Vide Lundberg e Bader (2004, p. 40, 43) e Brasil: “Microeconomic Reforms and Long-term Growth (Brazil - Ministry of Finance, 2004, p. 47).

direto) no setor privado. A emissão e colocação primária de ações, debêntures, notas promissórias (*commercial papers*), securitização primária de recebíveis e a colocação de bônus nos mercados estrangeiros, referenciados em dólar e, mais recentemente, em real, continuam sendo os principais instrumentos de captação de recursos pelas empresas do setor produtivo. O processo inovativo tem sido mais no sentido de se oferecer novos formatos aos produtos existentes, ou mudanças pontuais de caráter institucional, que se traduzem num esforço continuado para o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de ações e debêntures e de outros títulos e valores mobiliários, tais como cotas de fundos de investimento e certificados de negociação com ouro. Essas mudanças têm sido implementadas através de iniciativas dos próprios agentes, ou do aperfeiçoamento dos mecanismos de regulação e supervisão a cargo das autoridades (CMN, BCB, CVM) e das instituições privadas de interesse coletivo ou corporativo, tais como CETIP, ANDIMA, ANBID, etc.

No caso específico do mercado de ações, o esforço tem se concentrado na criação de mecanismos visando ampliar e garantir os direitos dos acionistas controladores minoritários e dos detentores de ações preferenciais. O objetivo nesses casos consiste sempre em oferecer maior transparência, segurança e liquidez ao mercado secundário, condição essencial para se potencializar o *funding* de financiamento do investimento de médio e longo prazo, como será visto no próximo capítulo. Outra prioridade importante desse esforço vem consistindo no incentivo à abertura e democratização de capital, com vistas a dar um sentido mais racional à estrutura administrativa das grandes e médias corporações e, com isso, permitir a alocação mais eficiente dos recursos destinados a custear seus investimentos.

Nessa mesma linha de exposição, cabe destacar a generalização dos mecanismos destinados a globalizar os negócios no mercado de ações. Um importante exemplo foi a regulamentação da participação de investidores estrangeiros na Bolsa de Valores de São Paulo, através da criação dos *American Depositary Receipts (ADRs)* e de sua versão ampliada, os *Global Depositary Receipts (GDRs)*.<sup>107</sup> É importante observar, a propósito, que a participação indireta dos investidores estrangeiros na Bovespa, através de bancos de

---

<sup>107</sup> Detalhes sobre os objetivos desses papéis podem ser vistos em Aurélio (1999) e Fortuna (2006).

investimento altamente especializados, tem contribuído para melhorar o nível técnico do mercado doméstico de ações, estimulando, dessa forma, uma crescente participação dos próprios residentes nesse tipo de negócio. Outra relevante iniciativa residiu mais recentemente na definição de instrumentos para que as médias e até as pequenas empresas se sintam estimuladas a se financiarem através do mercado de capitais, seja através da emissão de recebíveis, ou através mesmo da sua integração ao mercado de ações. Esses fatos revelam, ainda que de forma muito tímida, uma tendência de o mercado de capitais se converter, finalmente, num importante instrumento de *funding* empresarial para alavancar investimentos de médio e longo prazo.

Ainda em relação ao desenvolvimento do mercado de capitais, releva ressaltar a melhoria na *performance* dos mercados de balcão (*over the counter*), relativamente aos negócios com títulos públicos e corporativos (certificados de depósitos bancários, debêntures, notas promissórias, etc). Em tais mercados, as negociações primárias e secundárias são formalizadas através de registros, que se fazem, conforme o caso, através da abertura de contas individualizadas no SELIC ou na CETIP, cujos procedimentos são tão ou mais avançados que os existentes nos países desenvolvidos. Essas entidades têm por objetivo garantir que os negócios se formalizem sob parâmetros de total transparência, segurança e confiabilidade, um requisito fundamental para o desenvolvimento dos mercados primários e secundários de títulos e valores mobiliários. A propósito, cabe destacar outro fator inovativo no processo de desenvolvimento dos mercados de balcão no Brasil, qual seja, a criação pela ANDIMA de mecanismos eficazes de informação relativamente à formação de preços, volatilidade dos ativos, desvios de conduta, etc. Com isso procura-se induzir os investidores em geral a participarem mais ativamente do mercado de títulos de renda fixa, tal como aludido acima, tanto em oportunidade de novos negócios, como em ganhos de eficiência, enquanto canal de vital importância no processo poupança-investimento.<sup>108</sup>

A terceira categoria de inovação e mudança estrutural no padrão de financiamento da economia brasileira reside no potencial de alavancagem dos investidores institucionais, tais como: fundos de pensão, fundos de investimento e companhias de seguros. As características mais importantes desses investidores dizem respeito à sua imensa capacidade

---

<sup>108</sup> Conforme Moraes: “O que falta ao mercado brasileiro de balcão” (Jornal Valor, edição de 16.01.2006).

de agregação de poupanças altamente pulverizadas, e a sua alocação em alternativas capazes de otimizar o *trade-off* risco/retorno. Dada a magnitude de sua escala operacional, os resultados de suas ações nos mercados de títulos produzem grandes impactos micro e macroeconômicos, mas em geral seus efeitos são estabilizadores. Isso se explica pelo fato de que esses investidores atuam pró-ativamente nos mercados, no sentido de reduzir seus graus de volatilidade, tanto pelo volume de recursos que gerenciam, como pelo nível técnico de suas decisões.

De fato, ainda que não possam eliminar a incerteza que envolve o ambiente em que tomam suas decisões, os sofisticados instrumentos analíticos utilizados por essas instituições lhes permitem prospectar as tendências do mercado e a formação de expectativas razoáveis sobre retornos esperados de seus investimentos. Assim, ao contrário dos investidores individuais (pessoas físicas e jurídicas), as suas carteiras são administradas com base nas características de custo e maturação de suas obrigações, como são os casos dos passivos contingentes de fundos de pensão e de seguradoras. Nesse contexto, as escolhas de alternativas de investimentos transcendem o horizonte de curto-prazo, o que constitui um potencial benefício para as empresas interessadas em captar recursos para a implementação de projetos de investimentos de longo prazo.

Uma das conseqüências do crescimento da capacidade pró-investimentos dos investidores institucionais reside no aumento da desintermediação financeira. Como resultado, reduzem-se o peso e a importância das instituições bancárias, especialmente dos bancos comerciais, os quais tendem a exercer funções com características cada vez mais similares às dos bancos de investimento.

Em síntese, a estabilidade financeira e de preços se tornou o fator determinante das transformações no sistema financeiro. Em particular, em função da eliminação do *floating* e da abertura financeira, tanto no mercado de crédito como no de capitais ocorreram inovações através de mudanças ou aperfeiçoamentos nos arranjos existentes antes do Plano Real. Esse processo evolucionário vem se caracterizando em novos mecanismos ou modelos de gerenciamento de ativos e passivos e na prestação de serviços, bem como nos instrumentos de regulação e supervisão financeira. As inovações estão se traduzindo em maior eficiência competitiva e no aumento da transparência e segurança nas relações financeiras. Todavia, ao contrário do que se poderia esperar, tudo isso vem se refletindo

favoravelmente apenas em certos segmentos do mercado de crédito e de capitais predominantemente de curto prazo, como será examinado no capítulo seguinte.

### Sumário e conclusão

As considerações feitas neste capítulo permitem afirmar que o sistema financeiro foi capaz de se adaptar às novas circunstâncias decorrentes da manutenção da inflação em patamares relativamente baixos. Temia-se que as funções básicas do sistema, especialmente do lado das instituições públicas federais e estaduais, viessem a se desestabilizar em decorrência do rápido estancamento da alta inflação. Em contraste, porém, fatores inesperados na implementação do plano de estabilização ocasionaram ou potencializaram a fragilidade financeira de um grande número de bancos privados, tornando-se imperativo a adoção imediata de amplas medidas de intervenção, com o objetivo de, a um só tempo, evitar a possibilidade de risco sistêmico e promover a privatização de amplos segmentos do sistema bancário. Nesse contexto, ocorreu um significativo avanço no processo de abertura do sistema ao capital externo, o qual resultou num rápido aumento da participação dos bancos estrangeiros, associado a um aumento de competitividade e eficiência alocativa nas relações financeiras, sem, contudo, propiciar um aumento da oferta de financiamento do investimento de longo prazo.

Na verdade, o conjunto dos grandes bancos múltiplos (nacionais e estrangeiros) foi favorecido com as diferentes políticas econômicas implementadas na fase pré e pós-estabilização da moeda, especialmente na questão dos juros e do câmbio, as quais permitiram viabilizar as suas estratégias de ajuste patrimonial, sob efetiva garantia de baixo risco e alta rentabilidade, num estranho ambiente em que foi possível conciliarem-se posturas especulativas com forte dose de preferência pela liquidez. Todavia, não obstante os impactos favoráveis dessas políticas aparentemente tranquilizadoras, o sistema bancário em geral, e o privado nacional em particular, se viu compelido a implementar outras estratégias de ajuste, voltadas, desta vez, para a redução de custos e para a busca de processos inovativos. O objetivo era a diversificação de seus portfólios em condições de maior eficiência microeconômica, de modo a incrementarem-se os lucros e pelo menos garantir os respectivos *market-share*.

Com relação ao mercado de capitais, a percepção é de que tem havido um avanço na melhoria das condições de negociação nos diferentes mercados de títulos e de derivativos, em termos de agilidade, segurança e transparência das operações, tanto nas bolsas de valores como nos mercados de balcão. Contudo, isso não tem sido suficiente para ampliar o processo de mobilização de recursos nos mercados primários, especialmente nos de ações e debêntures, em escala relevante e contínua do ponto de vista das necessidades de financiamento da expansão da capacidade produtiva. Nesse sentido, a conclusão é que o sistema galgou um estágio mais sofisticado em suas relações com os demais agentes da economia, porém, o seu comportamento continua com as mesmas características do período pré-Real.

Certamente, as principais justificativas para a persistência da baixa densidade das relações financeiras, tanto nos mercados de crédito como no de capitais, se originam de fatores econômicos e de falhas regulatórias, a que se adicionam os problemas relativos a posturas comportamentais inerentes à condição *profit-seeking* e *profit-minded* das instituições financeiras. Outras variáveis também explicam esse *status quo*, as quais se situam numa outra esfera, aparentemente alheia e descompromissada com as questões que dizem respeito à necessidade de melhoria do padrão de financiamento da economia brasileira. Esse tem sido o caso do Poder Judiciário.

O próximo capítulo se preocupa com a análise dessas questões, que estão diretamente ligados ao problema do financiamento na forma que ele vem sendo tratado ao longo desse trabalho, envolvendo especificamente o já longo período de estabilização monetária e financeira iniciado com a implementação do Plano Real.



## **8 RAZÕES DA PERSISTÊNCIA DO BAIXO DESEMPENHO DOS BANCOS PRIVADOS NO PROCESSO DE ACUMULAÇÃO DE CAPITAL NO PERÍODO PÓS-REAL**

O ano de 1999 é um marco histórico importante para se considerar concluído o Plano Real de Estabilização. Representa uma longa fase de experimentos de política econômica, que culmina com a consolidação do processo de abertura e desregulação financeira, a implantação do sistema de metas de inflação e a adoção do regime de câmbio flutuante. O resultado mais convincente desse processo reside na estabilidade da moeda e do sistema financeiro, ainda que em ambiente de grande volatilidade de expectativas quanto às flutuações da taxa de juros e do câmbio, ocasionadas pela persistência dos fortes déficits fiscal e do balanço de pagamentos. Não obstante esses focos de instabilidade macroeconômica, em 2000 o ambiente se tornou favorável à retomada do crescimento, porém sustentado quase que exclusivamente pelo consumo e pelas exportações, graças à utilização de capacidade ociosa na indústria e à temporária competitividade da taxa de câmbio.

Todavia, a taxa de crescimento de 4,4% verificada naquele ano logo se mostrou insustentável, em razão fundamentalmente das expectativas quanto à carência de investimentos produtivos em geral, especialmente nos setores de infra-estrutura (energia, transportes, etc) e de bens de capital. Nos três anos seguintes, a taxa de crescimento do PIB se retraiu fortemente, respectivamente para 1,3%, 1,9% e -0,2%, confirmando a observação de Hermann (2003) de que a trajetória da atividade econômica no Brasil vem se enquadrando desde os anos 80 num ritmo de “*stop and go* assimétrico”. Essa carência de investimentos, particularmente na ampliação da capacidade produtiva, se deve, em boa dose, ao insistente comportamento curto-prazista do sistema financeiro privado, revelada pela sua continuada indisposição de participar de negócios relacionados com financiamento de longo prazo na formação de capital. Avalia-se que, apesar desse clima de relativa estabilidade macroeconômica propiciado pelo Plano Real, fatores de natureza micro e macroeconômica e institucional têm contribuído no sentido de dificultar o estabelecimento de sólidas relações financeiras entre os bancos privados e as unidades produtivas, de modo que estas possam viabilizar investimentos no aumento de capacidade e, assim, alavancar

seus índices de desempenho. Nessa perspectiva, o objetivo deste capítulo é examinar a natureza desses condicionantes, e de que modo eles têm influenciado ou restringido a participação mais efetiva do sistema financeiro privado no processo de acumulação de capital.

O capítulo é desenvolvido através de cinco seções. Na primeira e na segunda seção procura-se analisar os fatores de natureza macro e microeconômica que mais recentemente vêm impedindo o aumento de eficiência do sistema. Nesse mesmo diapasão, a terceira seção é dedicada à análise das restrições institucionais, com destaque para o exame dos problemas gerados pela adesão ao Acordo de Basiléia. A quarta seção é direcionada para a análise da questão relativa à morosidade e ineficiência judicial e seus impactos negativos nas relações financeiras, especialmente no que diz respeito às operações de financiamento de longo prazo. Por último, na quinta seção procura-se fazer uma rápida abordagem em torno dos resultados mais recentes do desempenho do sistema financeiro nos mercados de crédito e de capitais, procurando-se com isso mostrar que, apesar dos avanços no processo de estabilidade macroeconômica, ele se mantém fiel ao objetivo de maximizar retornos sem prejuízo de elevada preferência pela liquidez.

## 8.1 FATORES MACROECONÔMICOS

### 8.1.1 Os problemas gerados no curso do Plano Real de Estabilização

O Plano Real de Estabilização logrou o seu essencial objetivo de rapidamente desindexar a economia e estancar o processo da alta inflação. Todavia, como era esperado, não seria plausível imaginar-se que, com a adoção da nova moeda contratual, os resquícios da memória inflacionária fossem automática e instantaneamente eliminados em todos os setores da economia. Não é objetivo deste trabalho analisar as razões em torno desse fato. Porém, vale ressaltar que dois fatores: (a) as incertezas inerentes à concretização da meta de estabilização em tão curto prazo, e (b) o fato de remanescer a dispersão de importante gama de preços relativos após a implantação do real, se destacam entre os principais responsáveis

pelo relativamente elevado *carrying-over* inflacionário<sup>109</sup> e de elevadas taxas de juros reais nos primeiros meses do programa de estabilização. Outras razões podem ser apontadas para justificar a manutenção do clima de instabilidade no processo de estabilização, como, por exemplo, o ataque especulativo à nova moeda em março/1995, interpretado pela autoridade monetária como a exacerbação das expectativas diante da possibilidade de uma substancial desvalorização do real no bojo de uma alteração do regime cambial. O fato concreto é que esses percalços iniciais do Plano Real obrigaram o Banco Central a elevar e manter a taxa de juros básica em patamares muito altos, principalmente considerando que a âncora cambial era o esteio principal do referido programa.

Há que se considerar, por outro lado, os impactos diretos da política monetária e fiscal sobre a atividade emprestadora dos bancos.<sup>110</sup> Esses impactos inibidores foram, respectivamente, produzidos pela continuidade da política de pesados compulsórios sobre a base de captação e pela volumosa carga fiscal incidente sobre as operações de crédito. Por outro lado, considerando que desde os choques ortodoxos/heterodoxos dos anos 80 os bancos mantêm uma postura de alta aversão ao risco e, em função disso, contabilizam (*ex-ante*) exageradas provisões para cobertura de expectativas de *default*, e ainda tendo em conta que são livres para oligopolisticamente arbitrar elevado percentual de margem líquida aos respectivos *spreads*, pode-se perceber o porquê dos elevados encargos incidentes nas operações empréstimo em geral, em particular aquelas direcionadas para o financiamento do consumo e outras demandas das famílias.<sup>111</sup>

Nessas circunstâncias, dado o desestímulo à expansão das operações de crédito e, considerando em especial, a elevação do risco de inadimplência em razão dos elevados encargos de juros cobrados dos tomadores, a estratégia de ajuste pró-crédito inicialmente adotada pelos bancos foi rapidamente reorientada para o retorno às operações desintermediadas, com destaque para operações com títulos públicos e com títulos

---

<sup>109</sup> Nos primeiros três meses do Plano Real a inflação média mensal foi de 4,3% medida pelo IPC-r e de 3,2%, pelo IPC-FIPE. (Banco Central – Boletim de julho/1966).

<sup>110</sup> Em 2003, o componente de maior peso na formação do *spread* bancário corresponde à margem líquida (27,56%) e ao risco de inadimplência (19,98%), que, juntos, perfazem 47,54%. Seguem-se o custo administrativo (26,37%), a cunha fiscal (20,81%), o custo do compulsório (5,04%) e o custo do FGC (0,24%). Fonte: Banco Central do Brasil, Economia Bancária e Crédito – Avaliação de 5 anos do Projeto Juros e *Spread* Bancário (Dezembro/2004). É ilustrativo ressaltar que a margem líquida de 2003 mostrou um crescimento em relação à média do período de 2000/2002, que foi de 26,65%.

<sup>111</sup> A respeito do comportamento do *spread* no Brasil no período de 1994-2003 e uma análise comparativa com o de outros países, veja-se Oreiro *et al.* (2005).

cambiais, inclusive negócios de arbitragem, conforme aludido no capítulo anterior. Nesse sentido, a prioridade máxima do sistema financeiro era diversificar mecanismos capazes de sustentar a sua estratégia de consolidação patrimonial no curso do programa de estabilização da moeda.

No final do 1º. semestre de 1995 a ameaça de crise sistêmica foi finalmente contornada, graças à tomada de medidas preventivas pelas autoridades monetárias, através de políticas macroeconômicas de estabilização nitidamente contracionistas e pró-sistema financeiro. Contudo, essas políticas produziram uma retração da atividade econômica, a qual, por sua vez, restringiu o entusiasmo inicial no sentido de uma mobilização em torno dos investimentos em bens de capital. Daí, a razão de se haver dado preferência às importações como alternativa de atendimento à expansão da demanda interna. Nesse sentido, até janeiro de 1999, quando ocorreu a ruptura do regime de câmbio administrado, o *core* da estratégia macroeconômica residiu na política monetária contracionista assentada na manutenção de elevadas taxas de juros. Esse era o ingrediente destinado a alimentar um elevado influxo de capital externo, considerado necessário para contrabalançar o crescente déficit em conta corrente e, ainda, incrementar o estoque de divisas em níveis julgados adequados para salvaguardar a autonomia cambial do país.

Essa política, no entanto, acarretou os conhecidos efeitos deletérios sobre o déficit governamental e a dívida pública, na medida em que foi responsável pela reconstituição do processo de fragilização financeira do Estado. Um de seus subprodutos foi o aumento da aversão ao risco dos banqueiros domésticos e estrangeiros. Como resultado, os sucessivos aumentos na taxa de juros não foram suficientes para evitar ataques especulativos ao Real, os quais acabaram decretando, em 1998, a crise cambial e a ruptura externa. O conseqüente *default* técnico somente pôde ser contornado mediante maciço aporte financeiro patrocinado pelo FMI, que, para tanto, impôs severas condicionalidades à política econômica, as quais acabaram agravando o quadro de instabilidade a que o país foi submetido. Em tal contexto, os desequilíbrios caracterizados pelos déficits gêmeos (fiscal e de balanço de pagamentos), obrigaram o governo a retomar a prática da finança *Ponzi*.

Fica evidente, portanto, que as macropolíticas (monetária, cambial e fiscal) escolhidas para estabilização financeira e de preços foram os fatores determinantes de um ambiente econômico hostil aos investimentos e ao crescimento econômico. Tais políticas

priorizaram a abertura comercial, financeira e produtiva, cujo resultado foi a aceleração do processo de internacionalização da economia brasileira, acarretando um elevado grau de fragilização financeira e dependência econômica do exterior.

Nesse contexto, as grandes inversões se concentraram na categoria de investimentos externos diretos direcionados para a compra de ativos existentes nos setores produtivo e financeiro, as quais, por definição, não implicam em expansão do estoque de bens de capital. No tocante aos novos investimentos, relativos à modernização e/ou ampliação do parque produtivo, a viabilização e implementação dos respectivos projetos permaneciam dependentes de reformas ou aperfeiçoamentos institucionais, destinadas a estabelecer e consolidar as condições gerais de participação empresarial. No caso específico das corporações estrangeiras, persistiram dúvidas quanto as condições de entrada, reprodução e saída do capital financeiro. Tratava-se de uma tarefa recheada de impasses, certamente difícil de ser completada num horizonte de curto prazo, como será examinado mais adiante.

Essas razões de natureza macroeconômica produziram um freio ao renascimento da demanda de bens de capital que, por sua vez, determinaram o comportamento desinteressado do sistema financeiro no financiamento de longo prazo nesse período. Em particular, e como fator principal, deve-se destacar, ainda que transitoriamente, o caráter político da estratégia de gestão da dívida pública e do câmbio, visando assegurar a continuidade do processo de estabilização de preços até 1988, cujos impactos do lado do setor financeiro levaram os bancos a concentrar seus negócios em operações cambiais e com títulos federais, com elevado senso estratégico na busca de lucros, liquidez e crescimento patrimonial.

### 8.1.2 Poupança externa e crescimento: visões contraditórias

Uma questão macroeconômica importante também relacionada com o nível de eficiência do sistema diz respeito ao papel da poupança externa, visto que para se constituir em *fundings* de investimentos ela exige a intensa participação das instituições financeiras. Ultimamente, esse assunto tem gerado controvérsias especificamente quanto às condições em que os fluxos de capital estrangeiro devem ser vistos como fator relevante para o financiamento do crescimento das economias em desenvolvimento. Na visão das correntes

filiadas ao *mainstream*, a poupança doméstica é fator essencial para a sustentação do processo de crescimento. Caso se revele insuficiente para financiar um dado fluxo de investimento, ela pode (e deve) ser complementada com recursos externos, tanto na forma de empréstimos e investimentos diretos como em portfólios. Desse modo, se há insuficiência de poupança interna, a poupança externa se traduz numa “restrição externa ao crescimento” (Amadeo e Montero, 2005) que convém superar. Dessa perspectiva, a taxa de crescimento considerada ótima dependeria do suplemento de fundos externos, os quais, porém, somente seriam estimulados a se internalizarem nessas economias sob específicas condições de livre movimentação e garantias de retorno adequado.

Todavia, essa visão tem sido contestada por autores heterodoxos, os quais argumentam que a poupança externa, enquanto contrapartida dos déficits em transações correntes, não se traduz necessariamente em fator de crescimento. Em certas circunstâncias, dado o livre movimento de capitais, os seus influxos podem contribuir para um consistente processo de apreciação cambial, o qual se torna diretamente responsável pelo agravamento do déficit em conta corrente e do desequilíbrio fiscal. Além disso, e aqui reside a questão essencial que se deseja abordar, argumenta-se que os bancos privados, especialmente os estrangeiros, tendem a direcioná-la para os setores mais rentáveis, os quais, porém, são tipicamente especulativos ou de curto prazo, inteiramente divorciados dos objetivos de crescimento de mais longo prazo. Nessas circunstâncias, dada a necessidade de se obter rápida amortização e/ou remuneração dos investimentos, ou mesmo em situações de aumento repentino do grau de aversão ao risco, ocorrem maciços repatriamentos ou realocação desses capitais, ocasionando graves problemas de instabilidade macroeconômica na economia receptora.

Procurando fundamentar empiricamente suas idéias, esses autores heterodoxos observam que os sistemas financeiros dessas economias são atrasados ou não possuem a profundidade, escala, reputação e credibilidade necessárias para mobilizar e internalizar os fluxos de fundos disponíveis no mercado financeiro internacional ao nível das exigências dos credores (bancos comerciais e de investimento, corretoras de títulos e valores mobiliários, etc). Assim, para a consecução dos objetivos do capital externo como assinalado acima, a primeira condição é que se tenha obtido junto ao FMI e outras instituições financeiras estrangeiras relevantes o “**certificado de garantia**” da estabilidade

macroeconômica, ainda que de caráter provisório. A segunda condição é que esses países iniciem ou ampliem o processo de abertura e desregulação de seus mercados, visando o incremento das relações comerciais e financeiras. Do ponto de vista destas últimas, na medida que se autoriza o estabelecimento de bancos estrangeiros no mercado financeiro local, avalia-se que, dentre outras vantagens, isso poderia acelerar o processo de influxos da poupança externa, nos seus diferentes níveis visando acelerar o ritmo de crescimento do estoque de capital.

Todavia, conforme observam Bresser e Nakano (2003) e outros autores não filiados ao pensamento dominante, e.g., Dani Rodrik, da Universidade de Harvard<sup>112</sup>, a argumentação favorável em torno da abertura e desregulamentação financeira iniciada nos anos 90 tem se revelado inconsistente, quando se observa os seus resultados concretos, especialmente do ponto de vista da colaboração externa em termos de fluxos líquidos de poupança e novos investimentos. No caso específico do Brasil, uma rápida análise da fase mais recente do desempenho da economia confirma isso facilmente.

De fato, superada a crise da alta inflação e alcançada a estabilidade macroeconômica de curto prazo através do Plano Real, a abertura da conta de capital se transformou numa fonte potencial de instabilidade de longo prazo. Os crescentes déficits em transações correntes gerados pelo programa de estabilização da moeda induziram significativos influxos de capitais na forma de investimentos diretos e em portfólios, os quais, como se aludiu anteriormente, foram direcionados para programas de aquisição de ativos fixos preexistentes, através do programa de desestatização, e para operações de curto prazo nos mercados secundários de capitais. Verifica-se, portanto, que a poupança externa não foi capaz de contribuir para o crescimento econômico. Ao contrário, como ressalta Bresser e Nakano, o influxo de capitais externos, induzido em boa parte pela política de taxas de

---

<sup>112</sup> Rodrik (2007) assinala que os fundamentos lógicos da liberalização financeira dos anos 90 residem no fato de que os países em desenvolvimento sofrem de escassez de capital para viabilizar suas múltiplas oportunidades de investimento. Nesse caso, a absorção da poupança dos países ricos, na forma de investimentos em portfólio, seria benéfica pelas seguintes razões: (a) incrementa a participação do investimento na taxa de crescimento do produto; (b) consegue amortecer os impactos no balanço de pagamentos decorrentes de flutuações cíclicas nos fluxos de comércio, inclusive nos termos de troca; e, (c) aumenta a confiança dos credores, mercê da disciplina imposta aos mercados financeiros domésticos pelos gestores do capital externo. Todavia, ao contrário do observado nos países que “rezaram pela cartilha liberalizante”, e.g., Brasil, Argentina e outros, o melhor desempenho em termos de crescimento foi das economias que se tornaram menos dependentes da poupança externa, cujo exemplo mais elucidativo tem sido a China.

juros elevadas, serviu para financiar os crecentes déficits no balanço de pagamentos e para a constituição de reservas, mas ensejou uma forte apreciação cambial, aumento de importações e redução das exportações. Como resultado, agravaram-se consideravelmente os déficits gêmeos (fiscal e do balanço de pagamentos), os quais se tornaram fontes potenciais de crises e instabilidade macroeconômica, visto que o conjunto da economia em suas relações de dependência com o exterior passou tipicamente da finança especulativa do início dos anos 90 para o financiamento *Ponzi*. Em face do sobreendividamento externo e da ameaça de *default*, a economia foi submetida a severos ajustes recessivos, interrompendo-se o clima interno de relativo otimismo em relação aos investimentos de longo prazo e revertendo-se gravemente os fluxos externos de capitais.

Esse quadro somente se altera a partir de 2003, quando se consegue estancar a trajetória desfavorável das contas externas em favor de substanciais superávits em conta corrente, fundamentalmente em razão do excepcional desempenho do balanço comercial, mercê dos reflexos da desvalorização cambial na virada do século e da melhoria dos preços de *commodities* agrícolas e minerais. Desse modo, superada a crise de 2002/2003, consolida-se a política de estabilização macroeconômica em torno de três pilares: regime de metas de inflação, câmbio flutuante e geração de superávits primários. Essa estratégia mantém como eixo principal a política monetária centrada em altas taxas de juros, a qual é responsável pela manutenção do baixo ritmo de crescimento observado desde 1995. Como resultado, ressurge o fenômeno da apreciação dos primeiros anos do Plano Real, o qual é alimentado pelo atrativo dos juros domésticos e pelo excessivo *market-friendly* dispensado aos investimentos em portfólio. De um modo geral, esse é o tratamento que as autoridades monetárias e regulatórias concedem à poupança externa, oferecendo-lhe incentivos e garantias para continuar se alocando eficientemente, porém inteiramente alheia às questões do crescimento de longo prazo.

As lições conclusivas das considerações sobre esse recorte mais recente da história econômica do Brasil podem ser resumidas em dois pontos: (a) a poupança externa não se converte necessariamente em fator positivo para acelerar a taxa de investimento das economias em desenvolvimento; e (b) a abertura e a desregulação financeira não têm sido capazes de, na perspectiva pós-keynesiana, mobilizar eficientemente a poupança externa no



sentido de convertê-la supletivamente em *funding* de investimentos de longo prazo. O sistema financeiro revela, pois, baixa eficiência nesse quesito.

## 8.2 FATORES MICROECONÔMICOS

A partir de 1994, a redução da taxa média de inflação para patamares inferiores a dois dígitos desnudou alguns problemas de ordem microeconômica no funcionamento do sistema financeiro. Nesse sentido, podem ser considerados os seguintes aspectos. Primeiro, o elevado grau de concentração bancária. Por exemplo, tomando-se o intervalo de 1995-2001 como uma amostra relevante (Belaisch, 2003), a participação dos dez maiores bancos múltiplos no sistema revela uma trajetória de crescimento em termos de ativos (64,4% para 70,3%) e de depósitos (75,1% para 76,6%), enquanto que em relação ao crédito houve uma leve redução (71,4% para 70,2%). Adicionalmente, convém registrar que, nesse mesmo período, o número de bancos múltiplos se reduziu de 184 para 135. Esses indicadores são fruto, em boa medida, das políticas desenvolvidas pelas autoridades regulatórias no sentido do fortalecimento e estabilização do sistema financeiro, cujos exemplos mais recentes foram o PROER e PROES.

Segundo, ainda de acordo com a análise de Belaisch, o comportamento do setor bancário é caracteristicamente oligopolista. Esse resultado é derivado do elevado grau de concentração, como se observou acima.<sup>113</sup> A explicação para isso também reside na forma de atuação do Banco Central, enquanto responsável por ambas as políticas de regulação prudencial e concorrencial do sistema (Rocha, 2001, p. 15; Freitas, 2000, p. 410). Aparentemente, haveria um *trade-off* entre ambas, no qual a autoridade tende, conscientemente, a favorecer a primeira. Nesse sentido, embora se tenha abolido algumas

---

<sup>113</sup> Ainda que se possa concordar com o autor quanto à situação particular do país, pesquisas recentes apontam que outros sistemas financeiros latinoamericanos importantes (e.g., Argentina e México) são mais concentrados que os do Brasil. Rocha (2001) realizou uma pesquisa sobre a evolução da concentração bancária no Brasil, abrangendo o período de 1994-2000, utilizando dois indicadores: i) a razão de concentração (RC), destinada a medir a participação relativa de números arbitrários de grandes bancos (e.g., 2, 5, 10 e 20 maiores) no sistema como um todo; ii) o índice de *Hirschman-Herfindahl*, que considera o quadrado da participação relativa de todos os bancos do sistema. Em ambos os casos, o índice de concentração tende a zero no caso teórico de o sistema funcionar em regime de concorrência perfeita, e, reversamente, a 1, se se tratar de uma estrutura de mercado monopolista. A conclusão essencial do estudo é de que, embora tenha se registrado um aumento de concentração no período, “(...) Os patamares absolutos do IHH (...) não são elevados na comparação internacional e parecem indicar que ainda existe espaço para a continuidade do movimento de consolidação bancária em curso no país.”

barreiras institucionais de entrada, tais como as cartas patentes, a estratégia de regulação prudencial implica na manutenção de elevada proporção de capital por unidade de ativo, decorrentes da adesão ao Acordo de Basiléia, como será examinado mais adiante. Considerando que, no caso do Brasil, a estratégia da autoridade regulatória na aplicação das regras de Basiléia pode ser considerada mais conservadora que em outros países, como foi o caso da elevação do coeficiente de capital mínimo de 8% para 11%, tal fato implica não só num desincentivo à expansão do crédito, como também se constitui numa efetiva barreira de entrada.

Ressalte-se, a propósito, que outros custos de ordem operacional e administrativa têm sido gradativamente absorvidos pelos bancos, em função dos sucessivos ajustes decorrentes da dinâmica do Acordo de Basiléia, cuja versão mais atual vem sendo denominada de Acordo de Basiléia II (Freitas e Prates, 2001; Lima, 2005; Carvalho, 2005).<sup>114</sup> Por fim, deve-se destacar os pesados investimentos correspondentes a novos processos de informação e telecomunicação, destinados a sustentar avanços inovativos em termos de produtos e serviços em escala globalizada, na busca de economias de escala e escopo (Rocha, 2001). Mais uma vez, percebe-se que as conseqüências dessas ações tendem a criar obstáculos à entrada de concorrentes no setor, reforçando, assim, a concentração e o poder de mercado dos grandes oligopólios financeiros.

Terceiro, outro fator importante ao nível microeconômico são os custos administrativos. Esses custos envolvem despesas com pessoal, informatização computacional, *marketing* e publicidade, comunicação, seguro, transportes, etc. A sua participação na formação do *spread* foi de 25% em 2001, mostrando, porém, tendência declinante (Koyama e Nakane, 2002; Oreiro *et. al.*, 2005). De um modo geral, os custos mais relevantes são os de pessoal e os de informática. Em função do contínuo ajuste na estrutura desses custos, em especial considerando a abertura do sistema aos bancos estrangeiros, as despesas de pessoal vêm se reduzindo consistentemente desde os meados

---

<sup>114</sup> Freitas e Prates (2001, p. 59-88) fazem uma análise descritiva dos problemas e propostas que emergiram desde o Acordo de Basiléia I (1988) até o ano 2000 na direção do Acordo de Basiléia II (2004). Na dinâmica desse processo destacam-se as novas diretrizes relativas à readequação de capital e os novos critérios internos de cálculo de risco de falência de clientes e de exposição ao risco dos bancos na concessão de crédito varejista e participação em operações de *project finance* e *equity finance*. Nesse estudo, as autoras dão especial relevância aos impactos dessas novas regras nos países periféricos relativamente a operações de financiamento internacionais. Considera-se, em especial, o aumento exponencial de custos resultante das novas regras e as falhas das agências de *rating* na avaliação de capacidade de pagamento dos devedores e o seu conseqüente enquadramento para fins de definição de *speculative grade* e *investment grade*.

dos anos 90, cuja participação nos custos totais caíram de cerca de 50% para cerca de 1/3 dos custos totais.(Belaisch, 2003).

Ainda com relação a essa restrição, há que se acrescentar os pesados “custos de transferência”, através dos quais os bancos exercem elevado poder de mercado. Esses custos são fontes de rendas informacionais e se referem à manutenção de contas e, portanto, à fidelização de clientes, de modo que os mesmos se sintam “presos” em face da “(...) dificuldade de transferir às instituições competidoras seu histórico cadastral e reputação.” (Nakane, 2003).

No tocante à abertura e desregulamentação financeira, deve-se ressaltar que, apesar do relativo aumento do nível de eficiência operacional do sistema, ainda não se verificaram os esperados reflexos em termos de redução de *spreads* e tarifas. A redução nos custos, como se salientou acima, tem sido considerada como um elemento normal da estratégia de incrementar os lucros, a fim de acelerar o ritmo de capitalização e, em particular, melhorar os indicadores frente às crescentes exigências decorrentes da adesão ao Acordo de Basiléia. No caso específico dos novos bancos estrangeiros, supõe-se que seu objetivo inclui, além do quesito rentabilidade, a exigência de mais rápida amortização do capital investido. Portanto, as inovações técnico-financeiras introduzidas pelos novos bancos estrangeiros não redundaram na esperada redução dos juros para os tomadores finais, cujos elevados patamares significam uma forte restrição ao investimento de longo prazo.

Resumindo, apesar dos avanços observados em termos de inovação em gestão organizacional e da melhoria na estratégia de regulação e supervisão, o sistema bancário permanece atuando sob uma estrutura bastante concentrada e oligopolizada. Isso faz com que parte significativa de seu custo total, ao qual são incorporados elevados percentuais de *over-heads* e margens líquidas, seja repassada aos tomadores de forma indiscriminada, sem preocupação com critérios de eficiência concorrencial e análise diferenciada de risco. Ressalte-se que, conforme será visto mais adiante, o próprio aparato de monitoramento e controle decorrentes do modelo de regulação prudencial contribui para sobrecarregar o *spread* e engessamento da taxa de juros dos empréstimos em patamares muito elevados e, em conseqüência, reduzindo significamente a eficiência marginal do capital.

### 8.3 FATORES INSTITUCIONAIS: PERSISTÊNCIA DE FALHAS NOS MECANISMOS DE REGULAÇÃO PRUDENCIAL E SUPERVISÃO

De um modo geral, deve-se entender o processo de regulação e supervisão no contexto da dinâmica do funcionamento dos mercados financeiros em escala mundial, a qual foi se tornando susceptível de rápidas transformações a partir dos anos 60, em sua maioria originária das características e do perfil dinâmico da estrutura do sistema financeiro norte americano. As questões envolvidas nesse processo decorreram da busca contínua de novos mecanismos de gerenciamento de ativos e passivos (Minsky, 1986) e, na sua interface, da necessidade de se definir instrumentos capazes de: (a) neutralizar ou minimizar externalidades negativas (risco de contágio e crises sistêmicas); e, (b) mitigar problemas decorrentes de informação incompleta e custosa e de Agente e Principal nos mercados financeiros (Stiglitz e Weiss, 1971; Stiglitz, 1990).<sup>115</sup>

Percebe-se, desse modo, que as inovações financeiras foram se desenvolvendo de acordo com a evolução do processo de mundialização financeira e do capital, no qual as finanças especulativas ganham extraordinária proeminência (Chesnais, 1998; Plihon, 1998; Carcanholo, 2001). Esse processo avança tanto em decorrência da aceleração do ritmo de acumulação financeira em escala global, como pela necessidade de proteção dos ativos envolvidos. Nesse sentido, trata-se de contornar os problemas gerados mais recentemente pela instabilidade expectacional provocada pela volatilidade no comportamento das taxas de juros e de câmbio, a partir das crises deflagradas na segunda metade dos anos 90.

No caso do Brasil, o aparato regulatório e de supervisão vem procurando se consolidar e se integrar às regras de gestão e controle vigentes no sistema financeiro internacional, cujo marco inicial são as Reformas dos meados dos anos 60. A partir daí, novos mercados e instrumentos financeiros foram criados para viabilizar o financiamento do setor público e privado, os quais se desenvolveram, porém, num ambiente característico de elevado grau de repressão financeira e de uma trajetória ascendente de inflação (Shaw,

---

<sup>115</sup> Há um conflito latente entre as funções de gestão monetária e de prestamista de última instância. Em casos de insuficiência de liquidez no sistema bancário, a autoridade é obrigada a intervir para evitar, por exemplo, que uma recessão se degenere num processo de fragilização e instabilidade financeira. Um dos objetivos da regulação prudencial reside justamente em reduzir a frequência e o peso das intervenções discricionárias da autoridade, a fim de resolver problemas de crise de liquidez dos bancos, em face da ameaça de risco sistêmico, capaz de por em cheque a estabilidade do sistema de pagamentos e da própria economia como um todo. Vide Freitas (2000, 2005) e Hermann (1998).

1973; McKinnon, 1973; Banco Mundial – Brasil: Sistemas Financeiros, 1985). Nesse contexto, utilizou-se até a vigência do Plano Real a estratégia de regulação e supervisão baseada no tradicional sistema de “controle direto”, que consiste na definição de regras prudenciais e a sua posterior verificação através de inspeção ou auditoria *in locu*, visando avaliar o seu correto cumprimento por parte das instituições financeiras. O objeto do monitoramento são os balanços contábeis, através dos quais se procura mensurar e avaliar os índices de liquidez e solvência, provisões para créditos duvidosos, grau de alavancagem e de concentração de riscos, adequação de colaterais, etc.

É evidente que, por mais que se tenha aperfeiçoado os mecanismos de mensuração e avaliação de desvios normativos e operacionais, essa estratégia nunca se revelou plenamente eficaz. Por uma razão simples: a prioridade da autoridade regulatória reside (ainda) em verificar fatos que já aconteceram num dado ambiente de negócios, em cuja legitimidade e segurança não pôde intervir previamente. Em seus relatórios de inspeção ou de auditoria pode-se recomendar desde punições brandas até as mais severas, tais como: advertências, multas, intervenção e/ou liquidação. Mas, em muitos casos esses recursos são atenuados, em função de diferentes fatores que incluem desde o grau de influência política dos banqueiros sobre o governo até as questões relacionadas com risco moral e de contágio associados à doutrina “*too big to fail*”.

No início dos anos 90, reforça-se o processo de abertura e integração, favorecido, por um lado, pelo fato de o país haver deixado a condição de inadimplente perante o sistema financeiro internacional e, por outro, pela abundância de liquidez no mercado de eurodólares e pela maior disposição ao risco dos investidores. Assim, o programa de privatização ensejou a criação de fundos específicos destinados a canalizar recursos externos interessados na aquisição de ativos a serem alienados. Ao mesmo tempo, os bancos foram autorizados a captar recursos através da Resolução 63, mediante a colocação de *commercial papers*, *notes* e bônus no mercado de eurodólares. Para contornar riscos cambiais, criaram-se também novos instrumentos de negociação de ações de empresas domésticas na bolsa de valores estrangeiras, sob a denominação de *american depositary receipts* e *global depositary receipts*. Em paralelo, foram aprovados diversos mecanismos destinados a garantir e facilitar a conversibilidade e o repatriamento do capital estrangeiro, com menores custos de transação e risco cambial.

Dada a estratégia e as características do Programa Real Estabilização e as crises financeiras e cambiais que o envolveram, esse processo de abertura e desregulamentação tanto na conta de transações-correntes como e, principalmente, na conta de capitais, se aprofunda significativamente, facilitado novamente pela abertura do mercado financeiro aos bancos estrangeiros, cujo processo e implicações foram analisados no capítulo anterior. No período pós-Real, já sob regime de câmbio flutuante, diversas regras e procedimentos foram ajustados e aperfeiçoados, e outros diversos mecanismos foram criados visando eliminar os controles sobre o movimento de capitais. O objetivo central dessas iniciativas foi completar a abertura da conta de capitais, a fim de que a política monetária, centrada na meta de taxa de juros, pudesse fazer o ajuste do balanço de pagamentos com o menor nível de ruído possível. Destaque-se que tal meta não se concretizou plenamente, haja vista que ainda não se chegou a um razoável nível de consenso sobre a plena conversibilidade da moeda doméstica e, ainda, porque se procura resguardar o poder do Banco Central de intervir no mercado de câmbio, se e quanto julgar necessário.

Os responsáveis pela implementação do Plano Real tinham consciência dos problemas que seriam gerados a partir da estabilização da moeda e da perda das receitas inflacionárias. Temia-se que os indicadores de solidez de grandes conglomerados financeiros (públicos e privados) perdessem seu significado diante do esvaziamento de fluxos de receitas. De fato, isso ficou logo evidente e, para contornar os problemas decorrentes da rápida reorientação da estratégia de ajuste patrimonial com ênfase para as operações de crédito, o Banco Central elevou a taxa de compulsório para 100% e, como medida de efeitos menos drásticos, mas de profunda repercussão na estratégia de alavancagem dos bancos, determinou o cumprimento da regras decorrentes da adesão ao Acordo de Basiléia, cujas conseqüências serão abordadas no final desta seção.

Posteriormente, em face de haver sido concretizada, ainda em 1994, a profecia segunda a qual o crédito experimentaria uma grande expansão em decorrência da rápida estabilização da moeda, e considerando a ameaça de crise sistêmica no início de 1995, criou-se novos compulsórios (Rocha, 2001). Esses instrumentos foram, porém, logo flexibilizados em face do seu rigor depressivo, considerando que os efeitos do ataque ao Real haviam se dissipado e que os bancos procuraram assimilar os sinais contrários à expansão excessiva do crédito, emitidos pelo Banco Central. Com efeito, superadas essas

dificuldades iniciais, passou-se ao processo de aprofundamento da abertura e desregulamentação financeira, visando aumentar a concorrência no setor, mediante o aumento da oferta de crédito a juros mais baixos e o enquadramento do sistema financeiro nos critérios internacionais de eficiência alocativa, cujos resultados nesse sentido foram, porém, malogrados, conforme salientado anteriormente.

Embora se considerasse superada a fase de turbulência financeira no primeiro ano de vigência do Plano Real, as autoridades monetárias e regulatórias tinham a clara percepção de que a almejada estabilidade financeira no contexto de abertura exigia a adoção de medidas de cunho estrutural. Nesse sentido, o PROER e o PROES foram acoplados à estratégia de regulação e supervisão, que já vinha sendo implementada desde a fase pré-Real,<sup>116</sup> cujo objetivo era sanar diversos problemas operacionais, alguns dos quais potencialmente geradores de risco de liquidez, de crédito e de mercado.

Ainda no tocante à estratégia de regulação prudencial, outras iniciativas importantes foram tomadas, tais como a criação do fundo garantidor de crédito (1995) e da central de risco de crédito (1997). A primeira se destina a cobrir perdas, no caso de insolvência, até o limite de vinte mil reais, dos titulares das contas de depósitos e aplicações em letra de câmbio, letra imobiliária e letra hipotecária, inclusive nos casos de recursos captados no exterior. A segunda é um mecanismo destinado à mensurar e avaliar o potencial de risco de crédito, do ponto de vista da capacidade de pagamento do tomador e da concentração de risco em carteira.

Em suma, denota-se que houve uma paulatina melhoria no modelo de regulação e supervisão financeira, o que certamente poderia favorecer as relações financeiras, especialmente as direcionadas ao financiamento de bens de capital. Todavia, contraditoriamente, como se verá a seguir, as pesadas limitações impostas pela nova estratégia de regulação em decorrência da adesão ao Acordo de Basileia se converteram num fator de desestímulo, e até mesmo de impedimento, para que os bancos privados reorientassem seus portfólios mediante incremento das operações de crédito em geral, particularmente aquelas voltadas para os investimentos de longo prazo.

---

<sup>116</sup> Trata-se da estratégia que compreende, conforme a gravidade da situação, a adoção de medidas drásticas de saneamento financeiro, através das quais as instituições podem entrar em regime de intervenção, de administração temporária ou, no limite, em regime de liquidação extra-judicial (Lima, 2005). Conforme esse autor, no período de julho/94 a agosto/2006 cerca de 100 instituições foram submetidas a regimes especiais, sendo que 26 se enquadravam como instituições bancárias.

### 8.3.1 Conseqüências da adesão ao Acordo de Basiléia: limitações à expansão das operações de crédito

Concretamente, a adesão ao Acordo de Basiléia significa a adoção de uma nova estratégia de regulação, através da qual torna-se obrigatória a aplicação do coeficiente de capital mínimo para alavancagem das operações ativas dos bancos. No caso do Brasil, a aplicação das regras desse Acordo foi aprovada pela Resolução 2099/94, do Conselho Monetário Nacional, estabelecendo que: i) para cada 100 unidades do ativo ponderadas pelo risco eram necessárias 8 unidades de patrimônio líquido ajustado, disso resultando um coeficiente máximo de alavancagem da ordem de 12,5; ii) os ativos passaram a ser classificados em quatro categorias de risco, sendo o mínimo de zero, para as operações com títulos públicos, e o máximo de 100%, para as operações de empréstimos e financiamentos e aplicações em títulos privados, tais como ações e debêntures, mercados futuros, etc. Na prática, isto significa dizer que a alavancagem do ativo em títulos federais não requeria qualquer incremento no passivo não-exigível, e, ao contrário, as operações intermediadas ou desintermediadas ou mesmo extra-balanço, requeriam pesados aumentos de capital.<sup>117</sup>

Tecnicamente, seria difícil para os bancos ajustarem seu patrimônio líquido mediante aumento de capital *pari passu* com o ritmo de crescimento de suas operações ativas. Ademais, como ressalta Soares (2004), a elevação do capital fora do contexto temporal desejado pelos banqueiros poderia acarretar o achatamento do índice de lucratividade (retorno sobre o capital próprio) e, portanto, reduzindo a parcela de lucros destinados aos acionistas.

À margem dessas considerações percebe-se que adesão ao Acordo de Basiléia, em particular o modo como foi aplicado pelas autoridades monetárias relativamente aos graus de risco arbitrado nas diferentes operações ativas, induziu os bancos a uma política de recomposição de seus portfólios, em prejuízo das operações de crédito em geral, e do setor empresarial, em particular. Nesse sentido, as operações com títulos públicos federais se tornaram prioritárias em suas estratégias de alavancagem, não obstante sejam consideradas

---

<sup>117</sup> Em junho de 1997, o Banco Central, conservadoramente, elevou o coeficiente de 8 para 10, e dois meses depois para 11, reduzindo significativamente o grau máximo de alavancagem previsto no Acordo de Basiléia.



relativamente menos lucrativas que as operações de crédito. Por outro lado, os bancos passaram a privilegiar o crédito às pessoas físicas, cujos *spreads* são nitidamente superiores aos dos empréstimos às empresas do setor produtivo, incluindo as operações de repasse.

Seria plausível concluir, portanto, que uma das causas do deslocamento das operações de empréstimos e financiamentos em geral - aí incluídos os aportes de médio e longo prazo destinados à aquisição de bens de capital -, para as carteiras de títulos foi a encampação das regras do Acordo de Basileia. Considerando, por outro lado, que no bojo desse processo o Banco Central estabeleceu o aumento de capital mínimo para as instituições financeiras, percebe-se que as conseqüências dessa política foram claramente desfavoráveis para o sistema financeiro nacional, em especial para os pequenos e médios bancos múltiplos.

Outra conclusão nesse sentido pode ser extraída do fato de que, comparativamente com os bancos nacionais, as instituições estrangeiras sempre foram mais capitalizadas, as quais poderiam, por conta disso, ganhar vários pontos de diferença em sua capacidade de alavancagem, o que as colocaria em rápido predomínio no mercado financeiro nacional. Todavia, a análise desse problema foge do escopo deste trabalho, cabendo apenas destacar que os bancos estrangeiros preferiram se acomodar ao *status quo*, certamente considerando que as margens líquidas superassem as expectativas de retorno do capital investido, *vis-à-vis* o grau de risco a que estavam dispostos a assumir em função da aplicação das novas regras de regulação.

Em suma, os grandes conglomerados financeiros privados, com as importantes exceções dos bancos Nacional, Econômico e Bamerindus e de alguns grandes bancos públicos estaduais, conseguiram se livrar do trauma associado aos possíveis grandes desequilíbrios em seus balanços decorrentes da eliminação do *floating*. Apesar das grandes crises cambiais de 1997/98, cuja superação, com a adoção do regime de câmbio flutuante, determinou o fim do esforço de estabilização do Plano Real (Paula e Alves Júnior, 2004), o sistema bancário consolidou a sua estrutura patrimonial, a qual se caracteriza por uma segmentação eminentemente dual: (a) operações intermediadas, caracteristicamente voltadas para os tradicionais segmentos de unidades empresariais e familiares; e, (b) operações desintermediadas com títulos e valores mobiliários em geral. Como se verá mais adiante, estas últimas vêm se notabilizando, a partir de 2004, por algumas incursões

importantes, tanto nos mercados primário de ações e de debêntures, como nos mercados secundários de recebíveis, tais como fundos de direitos creditórios e cédula de crédito bancário.

#### 8.4 MOROSIDADE E INEFICIÊNCIA JUDICIAL

As análises desenvolvidas nas seções anteriores procuraram mostrar que fatores econômicos e institucionais vêm influenciando negativamente as decisões em torno da participação do sistema financeiro privado no padrão de financiamento da economia brasileira. Todavia, nessa linha de argumentação, outros aspectos de ordem jurídico-institucionais devem ser considerados, quando se tenta dar uma explicação mais completa para justificar o baixo nível de eficiência do sistema financeiro privado, uma vez que eles não podem ser desvinculados dos próprios fatores econômicos, ainda que tratados de sua ótica específica.

Em qualquer economia capitalista, o ordenamento jurídico sobre o qual se assentam as regras contratuais é crucialmente importante no processo decisório em geral, e nas relações financeiras, em particular. Em se tratando do sistema bancário, esse fato ganha conotação especial, tendo em vista a natureza especial da firma bancária, cuja característica mais singular é a de que opera com recursos que, como ressaltou Minsky, são submetidos a um contínuo processo de refinanciamento. Nesse contexto, a disposição do banqueiro de acolher pleitos de empréstimos, bem como a taxa de *spread* que decide cobrar nessas operações, depende de uma série de variáveis, as quais se relacionam com o estado das expectativas e o grau de confiança de que os correspondentes repagamentos ocorrerão de acordo com as regras contratuais acordadas. É necessário, portanto, que essas “regras do jogo”, cuja função primordial é regular os direitos e obrigações contratuais, sejam estáveis, transparentes e plenamente exeqüíveis.

Todavia, no mundo real, diante dos casos concretos de inadimplência dessas regras contratuais, sempre existe a possibilidade de não recebimento integral dos empréstimos: i) em função do risco de crédito derivado da incompletude dos contratos, em sua tarefa de prevenção de fatos ou fenômenos incertos; e, ii) pela ineficiência no funcionamento do poder judiciário. Esse segundo caso pode decorrer tanto da morosidade processual

(Fachada, *et al.*, 2003)<sup>118</sup>, quanto pela interpretação subjetiva das leis, especialmente considerando sua opacidade no tratamento de casos específicos, o que é sempre possível quando se trata das regras do direito organizado segundo o sistema do *common law* vigente nos países anglo-saxões, freqüentemente adotado pelo poder judiciário brasileiro (Pinheiro, 2003).

Em sua abordagem sobre o aparato jurídico e suas implicações com o atual modelo de crescimento econômico no Brasil, esse autor argumenta que o poder judiciário exerce um papel crucial em dois aspectos essenciais: garantir o direito de propriedade e o cumprimento das regras contratuais. O argumento se desenvolve segundo a clássica visão de maximização de funções-objetivo aplicada ao campo institucional do direito, segundo a qual “A utilidade esperada de recorrer à justiça depende, positivamente, do valor líquido que se espera receber e, negativamente, da variância desse ganho, que reflete a incerteza quanto a ganhar ou perder a disputa e ao tempo [que irá decorrer] até que uma decisão seja tomada”. A utilidade do judiciário como mecanismo de resolução de conflitos dependeria, assim, de uma série de variáveis que poderiam ser sumariadas: (a) nos custos processuais e de oportunidade a incorrer; (b) na agilidade, imparcialidade e previsibilidade decisória da autoridade judicial; e, (c) no valor monetário atribuído à ação em litígio. Nesse sentido, dada a impossibilidade de se fazer uma adequada ponderação dos custos e prováveis ganhos, os agentes poderiam se sentir estimulados a adotar outras alternativas para a solução de conflitos, nos quais se vissem envolvidos. Ou, no limite, desistirem de iniciar uma “causa judicial” visando o reconhecimento daquilo que julgassem ser os seus direitos.

Pinheiro compactua com a tese esposada por técnicos do Banco Central do Brasil de que uma melhoria nas condições de crédito depende em larga escala do aperfeiçoamento da estrutura jurídica. E isso somente pode ser conseguido se for possível torná-la mais eficiente, tanto do ponto de vista das relações contratuais ao nível individual, como nas implicações ao nível agregado, especialmente através de mudanças nas posturas decisórias e no tempo gasto no julgamento e conclusão dos processos que dizem respeito a amplos setores da atividade econômica. No mercado de crédito, em particular, argumenta-se que altas taxas de juros dos empréstimos são em parte o reflexo dos riscos jurídicos

---

<sup>118</sup> Neste trabalho os autores fazem uma análise dos impactos da inadimplência e da morosidade judicial na execução das garantias sobre o *spread* bancário no Brasil, incluindo algumas sugestões para se atenuar os riscos jurídicos envolvidos nas atividades de empréstimo.

incorporados nos contratos de mútuo. Isso implica em reduzir os fluxos de investimento em função do alto custo de capital, o que acaba cerceando o crescimento econômico em ritmo mais elevado.<sup>119</sup>

Estendendo a análise, pode-se aduzir que se tratando de crédito de médio e longo prazo destinado ao financiamento de bens de capital, os riscos são necessariamente maiores e mais diversificados, incluindo risco de liquidez e de taxa de juros. As alternativas que normalmente são adotadas para mitigá-los, isto é, aumentar o grau de proteção ao prestador em face da incompletude e opacidade dos contratos, poderiam ser as seguintes: i) a repactuação periódica da taxa de juros; ii) a exigência de colaterais em níveis qualitativamente adequados, que se julga poderem ser executados se se configurar o não cumprimento integral das obrigações contratuais; e, iii) a contratação de seguro de crédito, às expensas do mutuário.

De fato, os contratos, mesmo que bem formalizados, podem não prever situações adversas para os credores, como, por exemplo: (a) contestação da legitimidade de obrigações; (b) em decorrência, recusa do pagamento da dívida nas bases originalmente contratadas; e, (c) ocorrência de situações de falência do devedor, provocadas por fatores endógenos ou exógenos ao processo de gestão empresarial. Em tais circunstâncias, na ausência de um corpo jurídico estável e bem definido, ou diante da ineficiência do poder judicial, ou, ainda, de casuísmos em suas decisões em razão de fatores políticos, econômicos e sociais, aquilo que poderia ser considerado apenas uma possibilidade de perda do credor contratual se transforma em vultosos prejuízos, capazes de comprometer a capacidade emprestadora da instituição financeira, e até mesmo a sua continuidade no mercado.

Essas considerações permitem concluir que o fator jurídico tem um peso importante nas decisões de concessão de crédito, especialmente quando se trata de projetos de investimentos de médio e longo prazo. Todavia, como o risco é parte integrante do negócio, em qualquer economia capitalista, além das tradicionais redes de segurança, como salientado acima, os bancos procuram “precificar” antecipadamente sua possibilidade de ocorrência, incorporando à taxa de juros do empréstimo um “*plus*” correspondente ao seu

---

<sup>119</sup> Em seu trabalho, Pinheiro alinha um amplo espectro de evidências recentes sobre as vicissitudes associadas ao desempenho do poder judiciário e os impactos do direito nas decisões judiciais.

grau particular de aversão ao risco em cada específica operação. Esse acréscimo implicaria em elevar significativamente a taxa de *spread*, e, portanto, a taxa de juros dos empréstimos, a qual impactaria negativamente os preços de oferta e de demanda, segundo a terminologia Keynes-minskyana. Nessas circunstâncias, isso teria por efeito reduzir a escala de eficiência marginal do capital, e, por via de consequência, desestimulando ou inviabilizando os investimentos em perspectiva.

No caso do Brasil, pode-se assumir que esse fator jurídico teve (e ainda tem) peso considerável, tanto no mercado de crédito como no de capitais, dadas algumas singulares características do processo de evolução do sistema econômico, e do seu setor financeiro, em particular. Nesse sentido, podem ser citados os seguintes aspectos: i) crises recorrentes de instabilidade econômica e político-institucional; ii) idiosincrasias provocadas pelas Leis de Usura e da Correção Monetária, crescente desconfiança na moeda indexada, indefinição quanto ao papel do Estado e dos mercados no sistema econômico, etc, além de problemas mais específicos associados a *moral hazard* (Keynes, 1982). É evidente que, afora os fatores ligados à herança histórico-institucional (North, *apud* Gala, 2003, p. 90), num quadro como esse não seria possível definir-se uma convenção estável a que se refere Keynes, destinada a estabelecer regras e crenças confiáveis em torno do funcionamento do sistema econômico e do sistema financeiro, em particular, seja no estilo do “direito comum” seja segundo o corpo mais rígido do “direito normativo” (Freitas, 1997).

O desenvolvimento financeiro mais recente tem se dado *pari passu* com a adoção de mecanismos endógenos ao mercado, e.g., securitização e derivativos, seguros de *performance*, etc. Nesse contexto, avalia-se que as recentes alterações no regime de garantias contratuais e na Lei de Falências poderão contribuir eficazmente para a expansão das operações de crédito de mais longa duração. Por seu turno, reconhecendo a gravidade do problema relativo à “morosidade judicial” no processo de cobrança e recebimento das dívidas contratadas, o Banco Central vem implementando, desde 1999, várias medidas no sentido de reforçar a segurança jurídica dos contratos.<sup>120</sup> O objetivo consiste em reduzir os impactos da ineficiência e demora no processo decisório judicial que, na sua avaliação,

---

<sup>120</sup> O resumo dessas medidas consta no apêndice da nota técnica “Sistema Judicial e Mercado de Capitais no Brasil”, de autoria de Fachada *et. al.* (maio/2003).

refletem uma postura pró-devedores, e, em consequência, reduzindo o potencial da atividade emprestadora nos diferentes setores da economia.

## 8.5 O COMPORTAMENTO RECENTE DO SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO NO MERCADO DE CRÉDITO E DE CAPITAIS

Como resultado da consolidação do Plano Real, da estabilização do sistema financeiro e dos avanços inovativos a partir do ano de 2000, criaram-se as condições necessárias para o desenvolvimento das relações financeiras nos mercados de crédito e de capitais. Contudo, esse processo sofreu um certo descompasso, em função do clima de instabilidade e volatilidade de expectativas associadas a crises internas e externas sumariadas em três singulares acontecimentos: “apagão energético” (2001), eleições (2002) e *default* argentino (2003). Tendo em vista que a mudança de governo era o fator de maior peso na formação de expectativas dos diferentes segmentos do mercado, somente após a realização das eleições em 2002 e a confirmação plena das “regras do jogo” e, mais, o necessário ganho de credibilidade das novas autoridades econômicas, é que se observa um movimento de diversificação e aprofundamento do sistema financeiro. Nesse contexto, apesar do conservadorismo da autoridade monetária, que voltou a fixar a taxa básica de juros em altos patamares, visando o atingimento das metas de inflação e o controle das contas externas, o sistema financeiro vem procurando expandir suas operações ativas e passivas em várias direções, sempre estabelecendo vasos de comunicação entre os mercados de crédito e de capitais. As estratégias dos bancos objetivam a um só tempo: (a) não perder de vista os limites previstos nas regras de Basileia; (b) minimizar riscos de crédito e de taxas de juros; e, (c) conciliar objetivo de lucro e crescimento patrimonial, com diferentes escalas de preferência pela liquidez

### 8.5.1 Operações do mercado de crédito

Confirmando o acima exposto, o saldo das operações de crédito se elevou de R\$ 418,2 bilhões, em 2003, para R\$ 607 bilhões, em 2005, indicando um avanço na relação crédito total/PIB de 26,2% para 31,2%. (Relatório Anual do Banco Central/2005). Essa

relativa melhoria de desempenho do sistema se deu em função do incremento nas linhas de crédito livre, que elevou a sua participação no PIB de 16% para 20,7%. Embora tenha havido também uma melhoria qualitativa no crédito direcionado, como se verá mais adiante, este ampliou a sua participação no PIB em apenas 0,2% (10,2% para 10,4%). Por outro lado, confirmando uma tendência revelada nos dois anteriores, registrou-se um crescimento, em 2005, mais rápido dos bancos privados (nacionais e estrangeiros), em torno de 25%, contra 16% dos bancos públicos, sendo aqueles responsáveis por 65% do crédito total. Tanto no segmento do crédito livre como no direcionado, os setores mais beneficiados foram o da pessoa física (financiamento de bens de consumo duráveis, empréstimo em consignação e financiamento imobiliário) e o ramo de outros serviços (empresas de cartões de crédito e concessionárias de serviços públicos, notadamente comunicação e energia). Apesar de continuar absorvendo a maior parcela dos empréstimos, o crédito empresarial registrou um incremento de apenas 11%, certamente como reflexo da apreciação cambial e dos elevados encargos incidentes nas linhas de capital de giro. Os recursos destinados a esse setor se destinaram a atender as tradicionais operações de curto e médio prazo, tais como: desconto de títulos, financiamento de vendas e de estoques, folha de pagamento, e operações cambiais (exportação e importação).

Dada a relevância de políticas específicas voltadas para incrementar o quociente crédito total/PIB, como indicador importante do crescimento da atividade econômica, cabe aduzir algumas considerações adicionais sobre as operações de crédito em geral e o consignado e o crédito habitacional em particular. A análise dos dados do Banco Central sobre o desempenho mais recente do mercado de crédito (Relatório de Economia Bancária e Crédito/2005) revela que a estratégia comercial dos bancos privados (nacionais e estrangeiros) continua voltada para o atendimento da demanda de financiamento para a aquisição de bens de consumo duráveis, de residências e arrendamento mercantil, bem como o crédito pessoal.

A grande “novidade” responsável pela rápida alavancagem das operações de crédito reside no ressurgimento, a partir de 2004, do crédito consignado, num movimento inicialmente mais intenso no âmbito dos pequenos e médios bancos. Na verdade, trata-se de uma tradicional linha de crédito, voltada especialmente para funcionários públicos, que ao sabor de circunstâncias muito favoráveis, é ressuscitada pelos bancos como uma forma de

alavancar suas operações em condições de menor risco de crédito e maior estabilidade no fluxo de receitas.

O forte desempenho mais recente dos empréstimos em consignação, que ressurgem com o advento do Plano Real, se deve ao fato de haver sido criados vários estímulos governamentais, tanto do lado da demanda como da oferta. Do lado da demanda, ampliou-se consideravelmente o mercado pela extensão do benefício aos aposentados e pensionistas do INSS e aos empregados de empresas privadas regidos pela CLT. Do lado da oferta, destacam-se, dentre outros, a fixação de teto de taxas de juros, redução de compulsórios sobre os depósitos a prazo e do percentual de risco com conseqüente redução do comprometimento de capital próprio dos bancos, simplificação operacional e redução de exigências cadastrais, possibilidade de cessão da carteira de crédito inter-bancos, etc. Cabe registrar que os incentivos oferecidos pelo governo visam a redução do *spread* bancário, tendo em vista que esse tipo de crédito reduz visivelmente o risco de inadimplência e, portanto, melhorando a liquidez do sistema. Nesse sentido, é razoável supor-se que parte dos empréstimos concedidos nessa faixa se destina à liquidação de obrigações anteriormente contraídas sob altos encargos de juros, sujeitos, portanto, a dificuldades de repagamento, o que reforça o argumento.

Com relação ao crédito habitacional, em particular no tocante ao crédito direcionado, tem havido uma melhora no ritmo das contratações, especialmente considerando a estabilidade da moeda e a relativa redução dos tetos de taxas de juros, possibilitando a contratação de empréstimos de longo prazo para pagamento em prestações fixas. Outra razão que justifica os redobrados esforços dos bancos nesse segmento creditício reside na fidelização de clientes no longo prazo, cujos impactos se traduzem em poderosos multiplicadores de fluxos de receitas, considerando em particular as amplas possibilidades de operações cruzadas. Por fim, alie-se o fato de que, relativamente aos recursos da caderneta de poupança, a autoridade fixa um limite mínimo de 65% para financiamento de habitações de acordo com as regras do sistema financeiro da habitação, podendo o restante ser aplicado em imóveis não-residenciais e em operações de faixa livre, cujos retornos são potencialmente bem mais expressivos.

O *funding* das operações de crédito em geral provém tanto de operações normais de de captação dos bancos (depósitos à vista, a prazo e de poupança), do mercado monetário



(operações interbancárias) e do mercado de capitais (debêntures, ações, fundos de investimento, recebíveis, letras de câmbio, notas promissórias, etc). Relativamente a este último, vem se observando um aprofundamento financeiro notável, embora ainda muito distanciado das operações de longo prazo relacionadas com o investimento na formação de capital. Esse assunto será examinado a seguir.

### 8.5.2 As inovações no mercado de capitais

Como se destacou no capítulo anterior, ao longo dos últimos 5 anos vem se verificando um movimento inovativo no mercado financeiro no sentido de se ampliar os canais de financiamento ao setor privado, tanto a nível de endividamento (*debt financing*) como de abertura de capital e novas emissões (*equity financing*). Nesse contexto, manifesta-se a importância das inovações financeiras de caráter estrutural, ou seja, a securitização primária e secundária e o ativo papel desempenhado pelos investidores institucionais. O objetivo geral é ampliar e ajustar a oferta de recursos às necessidades dos diferentes demandantes. No caso particular do mercado de crédito, o que se deseja é ganhar maior velocidade operacional, a fim de se reduzir riscos de crédito, de liquidez e de juros, o que resulta no aumento da lucratividade para um dado volume de empréstimos.

Do ponto de vista de *funding*, as emissões primárias de debêntures têm se destacado como forma preferida pelas empresas de financiamento. Dadas as características desses títulos, mais especificamente em termos de prazo, tributação, custos e garantias, as sociedades de arrendatamento mercantil se destacam como as principais emitentes. Seguem-se as empresas dos setores de exportação, importação e prestação de serviços, dentre outras.

A partir de 2004, o fluxo de fundos captados no mercado primário de ações aumentou sensivelmente, em função da abertura de capital de empresas consideradas “emergentes”, quase todas de médio porte integrantes dos ramos de transportes, telecomunicações, informática, perfumaria, etc. Todavia, essas operações têm visado a captação de recursos destinados prioritariamente à liquidação de dívidas provenientes de empréstimos bancários e da emissão de debêntures, e em outros casos para a constituição de capital de giro em nível compatível com a elevação do grau de alavancagem

operacional. Outras emissões ou colocações têm sido feitas através do mercado de balcão, as quais se destinam apenas a transferir o total ou parte das ações de determinados acionistas (controladores ou não) existentes antes da abertura de capital. Denota-se, portanto, que em geral essas emissões via operações de *underwriting* ou de balcão não se inserem em estratégias empresariais na busca de recursos para a realização de novos investimentos destinados ao aumento de capacidade.

Em 2005, o saldo total das emissões primárias realizadas no mercado de capitais, envolvendo debêntures, ações e *commercial papers*, foi da ordem de R\$ 48,5 bilhões, registrando-se um incremento da ordem de 200% em relação ao ano anterior. Esse desempenho se deveu basicamente ao crescimento do mercado de debêntures, cujas emissões corresponderam a 86% do fluxo global das captações.

Com relação aos demais segmentos do mercado de capitais, cabe destacar a evolução das operações de securitização. Em primeiro lugar, destaca-se a securitização (secundária) de créditos primariamente gerados pelos bancos múltiplos, ou não. Esses pacotes de crédito correspondem a recebíveis provenientes de empréstimos consignados à pessoa física, para aquisição de bens-duráveis e semi-duráveis e de imóveis residenciais, bem como os destinados a exportações performadas, ou não, e operações com cartões de crédito.

Em segundo lugar, destacam-se as operações de securitização primária correspondente a emissão de certificados de recebíveis pelas empresas, que abrange praticamente todo o espectro de financiamento à produção e serviços. Embora esses fundos ainda sejam relativamente custosos, dado o baixo nível de concorrência decorrente do reduzido número de instituições especializadas na sua estruturação, as empresas emitentes podem reduzir consideravelmente os custos financeiros, *vis-à-vis* as alternativas tradicionais de empréstimo bancário. Inclusive a carga de impostos incidentes, visto que nessas operações, além da não incidência de IOF, o CPMF é pago de única vez. Com isso, pode-se aumentar a utilização de capacidade e o grau de competitividade, tendo em vista a redução de custos fixos e de transação, inclusive flexibilizar-se prazos e custos junto aos clientes. Esses recebíveis correspondem a duplicatas, contratos de fornecimento, cheques-pré, cambiais, etc. Nesse caso, trata-se de securitização primária lastreada nos fluxos de caixa das empresas.

Em geral, essas emissões são colocadas através de fundos de investimentos em direitos creditórios (FDIC), sob controle e gestão de instituições financeiras (bancos múltiplos, instituições financeiras autônomas e sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores imobiliários). O objeto desses fundos, criados por iniciativa das empresas interessadas a partir de uma prévia avaliação de *rating* por companhias especializadas, consiste na aquisição dos recebíveis correspondentes a direitos plenamente consolidados. Mais recentemente, tais aquisições têm sido lastreadas em produção ou exportação ainda não integralmente performadas, porém, sob garantias que compreendem seguros de *performance*, coobrigações, fiança bancária, etc. Assim, uma vez constituídos, os FDIC se habilitam a emitir um determinado número de cotas, que são comercializadas junto a investidores institucionais (nacionais e estrangeiros), especialmente qualificados segundo as regras da Comissão de Valores Mobiliários.

Do ponto de vista da mera prestação de serviços, os bancos vêm atuando desde 1999 no segmento de securitização de recebíveis empresariais. Estes recebíveis correspondem a direitos creditórios oriundos de operações de venda a prazo, abrangendo negócios com bens móveis e imóveis e prestação de serviços.<sup>121</sup> Trata-se de uma alternativa através da qual as empresas antecipam o retorno de suas vendas através de uma operação desintermediada, que se torna possível mediante a criação e estruturação de uma sociedade de propósito específico (SPE), cujo estatuto lhe confere absoluta autonomia operacional e um prazo predeterminado de duração. O seu objetivo se restringe à aquisição dos recebíveis da empresa que tenha dado origem à sua criação, cujos recursos são obtidos através da colocação de debêntures de maturidade compatível com os ativos a serem adquiridos. A gestão das atividades da SPC é exercida por um banco, a quem se delega a função de agente fiduciário. Os bancos vêm se interessando crescentemente por essas operações, pois além das receitas diretas (taxas, comissões diversas, etc), eles contam com a possibilidade de conquistar e fidelizar uma massa significativa de novos clientes.

O exposto nesta seção permite fazer uma importante observação no sentido de que, apesar dos avanços em termos da consolidação macroeconômica e institucional, os bancos privados se mantêm fiel ao seu histórico comportamento rentista curto-prazista, ou seja,

---

<sup>121</sup> Os certificados de recebíveis foram criados em 1997, mas suas operações foram efetivamente iniciadas somente após a sua regulamentação através da Instrução CVM 281/98.

concentrado em portfólios escassamente relacionados com o investimento em formação de capital. A inovação em termos de aprofundamento das relações financeiras reside no fato de que essas estratégias têm sido objeto de importantes e sofisticadas operações de securitização.

#### Sumário e conclusão

Neste capítulo, procurou-se mostrar como fatores de ordem econômica e institucional continuam influenciando o comportamento avesso do sistema financeiro (bancos comerciais, bancos de investimento e, a partir de 1988, bancos múltiplos) às atividades de financiamento voltadas para o investimento de longo prazo. Tais fatores não são inteiramente novos. Talvez tenham ganhado uma configuração mais explícita, em razão do novo ambiente de estabilidade monetária e financeira.

Com a mudança do padrão monetário, o que se pode perceber claramente é que o Plano Real de Estabilização logrou uma forte queda da inflação, mas esta persistiu inicialmente em patamar muito elevado. Contudo, esse fator não foi impeditivo de uma rápida remonetização de ativos financeiros de curto prazo e de uma certa indiferença do público quanto ao custo de oportunidade de se manter saldos médios significativos na forma de depósitos à vista, o que poderia ser explicado, em parte, pelas razões explicitadas por Keynes quando analisa a demanda precaucionária de moeda. Nessas circunstâncias, e considerando em particular a perda de receitas inflacionárias, os bancos se viram tentados a rapidamente se reorientarem para o crédito privado (mais uma vez, destinado a atender a demanda de bens de consumo duráveis e de capital de giro empresarial). Todavia, logo são contidos pela política monetária contracionista, em face de crise cambial e da ameaça de risco sistêmico. Dadas as altas taxas de juros pagas pelos títulos do governo, aliada à boa rentabilidade das operações cambiais e de arbitragem, os bancos novamente reorientam sua estratégia para o *liability management* curto prazo.

Posteriormente, com a adoção do câmbio flutuante e a conclusão da etapa de abertura e desregulação financeira iniciada sob o Plano Real, o sistema financeiro se consolidou num contexto de razoável grau de estabilidade. Todavia, apesar de haver melhorado o seu nível de eficiência e competitividade, em face da abertura financeira e da

estratégia de regulação prudencial e de supervisão, subsistem fatores que os induzem à acomodação no atual processo de reprodução e acumulação financeira, especialmente no que se refere às regras de Basileia. Esses problemas explicam, pelo lado da oferta, o relativo desinteresse pelas operações de crédito, em particular as de longo prazo. Do lado dos empreendedores potencialmente tomadores de crédito, os fatores restritivos provêm fundamentalmente dos elevados *spreads* incorporados nas taxas de juros bancárias, as quais, enquanto custo de capital, impactam crucialmente os preços de oferta e de demanda mynskianos. Outras causas mais específicas do desinteresse dos bancos pelo financiamento de longo prazo são de ordem microeconômica e institucional, as quais também ajudam a explicar a incidência de tais *spreads* no custo dos empréstimos e a estrutura deficiente do mercado de capitais, enquanto fonte alternativa de financiamento industrial.

Em conclusão, ao longo do período em consideração, as análises indicam que persiste um espectro de fatores claramente determinantes da escassa participação do sistema financeiro privado no processo de acumulação de capital. Essencialmente, esses fatores são interligados e se originam de problemas relacionados: (a) com as políticas macroeconômicas (de ajustamento e/ou de estabilização); (b) com fatores microeconômicos, refletidos em parte no grau de concentração responsável pelo forte poder de mercado; (c) com as deficiências do marco regulatório do sistema financeiro; e, (d) com a estrutura jurídico-legal do país. A par do comportamento característico dos bancos comerciais e de investimento, tais fatores explicam o descompasso entre desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico intensivo em industrialização, mesmo considerando o já longo período de razoável grau de estabilidade macroeconômica.

## CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do desenvolvimento deste trabalho procurou-se mostrar uma forte preocupação com o problema do financiamento do crescimento econômico no Brasil baseado na formação de capital. Durante um quarto de século (1955-1980), a economia experimentou ciclos vigorosos de expansão industrial, especialmente com o Plano de Metas e o II PND. Todavia, do ponto de vista mais geral, as análises confirmam a hipótese subjacente deste trabalho de que, tanto na fase de elaboração como de implementação desses Planos, o sistema financeiro privado não assumiu posição que tem sido observada nos modelos de crescimento e ajustamento industrial, seja nos países tradicionalmente mais desenvolvidos, seja nas economias de industrialização mais recente. Naqueles países, as estruturas financeiras se desenvolveram com diferenciados graus de intervenção do governo, as quais, de acordo com as peculiaridades econômicas e histórico-institucionais de seus respectivos mercados, deram respostas decisivas para a consecução de políticas de desenvolvimento industrial.

No caso do Brasil, uma das explicações para tal problema reside no fato de que, em suas relações com outros atores importantes, o sistema financeiro privado - lócus privilegiado da estrutura financeira - não conseguiu se identificar caracteristicamente nem como sistema baseado em crédito, nem como sistema baseado em mercado de capitais, conforme visto na abordagem institucional zysmaniana. Com efeito, na medida que sua evolução se norteou por decisões alheias à essência da economia empresarial e, o que é mais grave, muitas vezes inconseqüentes do ponto de vista da lógica econômica, visando quase sempre a obtenção de resultados na ótica do curto prazo, esse importante segmento do sistema financeiro deixou de se conformar como instrumento crucial para viabilizar as estratégias de acumulação de capital. A propósito, vale ressaltar que, *mutatis mutandis*, o nosso modelo de desenvolvimento sempre se revestiu de contornos preponderantemente *company-led growth* no estilo norte americano, o que, em tese, deveria facilitar o fortalecimento da dinâmica dos negócios entre banqueiros e empresários envolvidos com o processo de formação de capital.

As análises sustentam a hipótese central relacionada com o objetivo deste trabalho, segundo a qual fatores econômicos e institucionais condicionaram o desenvolvimento do sistema financeiro privado e influenciaram a sua limitada participação no padrão de acumulação de capital. Esses fatores exerceram clara influência para a sedimentação de um perfil curto prazista e rentista dos bancos comerciais e de investimento e, desse modo, foram também caracterizados como responsáveis pelo seu baixo grau de eficiência, tal como definida pelos pós-keynesianos. Nesse sentido, foi possível identificar as circunstâncias e as condições em que se estabeleceu a forte correlação desses fatores: (a) com as políticas de crescimento, de estabilização de preços, de ajuste no balanço de pagamentos e de gestão da dívida pública; e, (b) com o desenvolvimento da estrutura financeira e com as estratégias de regulação e supervisão implementadas pelas autoridades monetárias e regulatórias e com o arcabouço jurisdicional.

Relativamente aos fatores condicionantes do processo de desenvolvimento do sistema financeiro, expresso no seu singular comportamento e em suas estratégias de crescimento, pode-se alinhar os seguintes pontos.

Primeiro, as políticas pontuais de contenção do crédito ao setor privado nos anos 50 e a teimosia governamental de sustentar politicamente a Lei de Usura em meio à escalada inflacionária restringiram o potencial de aprofundamento do sistema financeiro, na medida em que, ao contrário do observado na análise dos ciclos mynskianos, desestimularam os negócios e a introdução de inovações nos mercados de crédito e de capitais em pleno *boom* industrial. Com efeito, dado o padrão de financiamento adotado pelo Plano de Metas, o sistema se manteve estruturalmente subdesenvolvido, incapaz de se posicionar como instrumento-chave de sustentação da trajetória de crescimento de longo prazo. Constatado esse fato, o governo resolveu tomar a iniciativa de modernizá-lo, através da adoção de uma estrutura institucional inspirada fortemente no modelo norte americano (Reformas de 1964-65). Um dos objetivos centrais dessas Reformas foi a criação de bancos de investimento, os quais deveriam se constituir em instituições de financiamento industrial segundo o modelo tradicional da economia de mercado, a fim de evitar o crescente peso do sistema financeiro estatal no padrão de financiamento da economia brasileira, como observado até 1964. Todavia, mesmo com a adoção do mecanismo da correção monetária visando contornar os óbices da Lei de Usura e, desse modo, preservar o valor real dos contratos e fortalecer os

mecanismos de poupança-investimento de longo prazo, a atividade emprestadora do sistema financeiro privado se desviou daquele objetivo e se concentrou em operações de financiamento de capital de giro empresarial e de bens de consumo duráveis.

Segundo, como o modelo de segmentação e de especialização adotado pelas Reformas restringiu a capacidade operacional dos bancos comerciais, tais instituições, aproveitando os estímulos do governo, decidiram, sob sua liderança, acelerar e aprofundar a estratégia de concentração e conglomeração bancária, o que resultou na formação de grandes *holdings* financeiras com elevado poder de mercado. Isso foi possível graças à política de incentivos do governo, que tinha como alvo proporcionar aos bancos a redução de seus custos fixos, canal pelo qual se poderia reduzir os juros dos empréstimos em escala compatível com a queda da inflação. Porém, os bancos insistiram na estratégia de ampliação da rede de agências, muitas das quais deficitárias, dando consecução ao objetivo central de aumentar o *market-share* e o fortalecimento do seu poder de mercado.

Terceiro, como reflexo da estratégia do “Milagre” focada no crescimento acelerado via aumento do endividamento externo e interno, este tornou possível através da mudança estrutural no modelo de gestão e financiamento da dívida pública, os conglomerados lograram no período de 1968-73 notável expansão operacional, através de uma grande diversificação de portfólios, nos quais se destacavam as operações com título do governo, captação e repasse de empréstimos externos e financiamento do comércio exterior.

Quarto, por essa época, conquanto estivesse em plena fase de expansão e diversificação de negócios, e a despeito de um posicionamento governamental francamente favorável ao fortalecimento e diversificação do modelo de conglomeração financeiro-industrial, ele não se mostrou suficientemente motivado para se incorporar ao padrão de financiamento do II PND, a não ser como linha auxiliar de repasses de recursos captados no exterior e de fundos das agências oficiais de crédito. Por outro lado, no que concerne às suas principais linhas de negócios, o sistema procurou tirar o máximo proveito dos impactos das políticas econômicas de contenção da reaceleração inflacionária e de geração de divisas destinadas à cobertura do déficit em transações correntes. Nessa direção, os conglomerados financeiros privados procuraram avançar a estratégia de diversificação de ativos e passivos (*liability management*), cujos interesses passaram a se concentrar cada vez mais na circulação financeira, em operações de curta maturidade. Essa tendência se



intensifica fortemente a partir do final dos anos 70, em função de choques externos adversos e das políticas ortodoxas/heterodoxas de intervenção no mecanismo da correção monetária e do câmbio. Nessas circunstâncias, a grande volatilidade das expectativas nos mercados financeiros e a crescente desconfiança nas políticas de intervenção do governo se tornam diretamente responsáveis pelo estrangulamento externo de 1982 e pela falência fiscal do Estado. Com efeito, o governo passa a praticar tipicamente a finança *Ponzi*, em razão dos constrangimentos externo e fiscal, sendo obrigado, não obstante o elevado grau de liquidez de seus títulos, a oferecer taxas de juros cada vez mais altas aos *market-makers* para rolar a sua dívida na circulação financeira. As altas taxas de juros provocam dois efeitos simultâneos: elevam o custo de capital, deprimindo a demanda de financiamento de bens de capital, e estimulam os grandes conglomerados financeiros à realização de negócios com títulos públicos, em detrimento das operações de crédito na circulação industrial.

Quinto, as estratégias frustradas de estabilização de preços empurram a economia para crises de instabilidade macroeconômica decorrentes dos desequilíbrios interno e externo, os quais são amplificados pelos patamares cada vez mais elevados de estagflação. Nessas circunstâncias, a moeda indexada não consegue transmitir segurança quanto à validade intertemporal dos contratos e, como conseqüência, a moeda legal perde praticamente todas as suas funções. O perfil rentista e curto-prazista dos bancos privados segue-se por toda a década de 80 e os primeiros quatro anos da década de 90. No curso desse período, apesar das fortes crises de estabilização e ajustamento, o sistema financeiro privado integrado pelos grandes e médios conglomerados consegue se manter estável e hígido, graças especialmente às receitas inflacionárias. Em parte, isso é resultado do seu processo de consolidação institucional sob a forma de bancos múltiplos, em cujas estratégias de crescimento se colocam na postura típica *speculative financing*, porém associada a elevado grau de aversão ao risco. Denota-se com isso que, apesar das inovações organizacionais de caráter institucional e em produtos e serviços no longo período da alta inflação, o sistema se mantém essencialmente com a mesma estrutura dos anos 60, porém funcionalmente mais consolidado, mais internacionalizado e cada mais propenso às operações de curto prazo. Nesse contexto, ao contrário do *trade-off* pós-keynesiano inerente à postura da firma bancária, ele consegue conciliar baixo risco com relativamente maior

lucratividade e liquidez, num processo que se poderia denominar de **gerenciamento prudencialmente especulativo de ativos e passivos**. Com efeito, não obstante o elevado potencial de instabilidade gerado pelas tensões inflacionárias, o sistema consegue operar com elevados índices de rentabilidade e elevar a sua participação relativa no PIB.

Sexto, com o êxito inicial da política de estabilização do Plano Real na segunda metade dos anos 90, os bancos múltiplos se sentiram estimulados a participarem de um ciclo virtuoso de retomada do crescimento industrial. Todavia, os percalços surgidos no decorrer do programa de estabilização macroeconômica, especialmente os provenientes de crises financeiras externas, impediram uma eventual tomada de posição dos banqueiros nesse sentido. Por outro lado, em função das elevadas taxas de juros para sustentar as âncoras monetária e cambial, e do conseqüente agravamento dos “déficits gêmeos” (fiscal e transações correntes), os bancos lograram grande êxito em suas estratégias de ajuste, particularmente no tocante à reestruturação de seus portfólios de curto prazo. Nesse contexto, pôde-se perceber também que os maiores conglomerados privados nacionais conseguiram se tornar mais competitivos e se fortalecer frente às ameaças subjacentes ao processo de abertura do mercado financeiro à participação de bancos estrangeiros através do PROER/PROES. Vale ressaltar, no entanto, que esse avanço competitivo do sistema foi de caráter essencialmente microeconômico no sentido que lhe empresta a visão da ortodoxia neoclássica. Com efeito, na perspectiva pós-keynesiana, não se registrou ganhos significativos de eficiência, quer no nível micro ou macroeconômico, particularmente no tocante ao aumento da oferta de fundos para investimentos produtivos, à redução dos custos de capital e à fragilidade financeira frente a choques externos adversos.

Por último, embora o Plano Real tenha finalmente logrado a estabilidade monetária e financeira na virada do século, esta se mantém surpreendentemente atrelada à política monetária restritiva, indutora da persistência na prática de altas taxas de juros nos mercados de crédito e de títulos. Nesse contexto, dado o avanço institucional na direção da firme garantia de cumprimento dos contratos, como sinalizou o novo governo empossado em 2003, os bancos estrangeiros (novos e velhos) se integraram decididamente ao ambiente financeiro, que, como se disse, continua propício à obtenção de altos lucros com elevada preferência pela liquidez, numa clara evidência do seu comportamento desinteressado e excessivamente conservador no trato das questões de interesse da economia empresarial.

Em suma, o desenvolvimento e a consolidação do sistema financeiro privado liderado pelos bancos comerciais e de investimento se deram em ambiente de recorrentes crises de instabilidade econômica e institucional, sob as quais lograram se ajustar através de posturas tipicamente keynesianas, porém fortemente concentradas em portfólios menos arriscados e de maior liquidez. Nesse contexto, ainda que tivessem que se submeter às diretrizes e limites de políticas governamentais, especialmente no segmento monetário-creditício, essas instituições procuraram atuar de acordo com as regras de livre mercado, porém guiados por estratégias conservadoras, em posturas *speculative e hedge financing*, caracteristicamente direcionadas para o horizonte de curto prazo. Na perspectiva pós-keynesiana, isso revela uma contradição do ponto de vista da evolução das economias industrialmente desenvolvidas, nas quais os bancos, isoladamente ou na forma de sindicatos, alavancam posições de longo prazo e, portanto, aumentam o seu grau de exposição ao risco, em ambiente de incerteza, na busca de maiores lucros e poder de mercado.

Com respeito à segunda questão relacionada com o objetivo deste trabalho, ou seja, a investigação de como especificamente esses mesmos fatores se traduziram em restrição à participação mais efetiva do sistema financeiro privado no financiamento de posições em bens de capital, as análises evidenciam que aspectos de natureza econômica foram muito importantes ao longo de todo o período abrangido pelo trabalho. Todavia, a partir da implementação e consolidação do Plano Real, os fatores institucionais têm ganhado peso e transparência crescentes.

Em primeiro lugar, os aspectos econômicos derivam dos resultados e implicações das diferentes estratégias de crescimento e de programas de estabilização econômica mencionados anteriormente. Nos períodos de inflação sob controle e elevado ritmo de crescimento, o sistema financeiro privado teve escassa participação no financiamento do investimento de longo, em razão de a política econômica haver priorizado a aceleração da taxa de crescimento através da plena utilização da capacidade instalada na indústria de bens duráveis herdada do Plano de Metas e do máximo aproveitamento da poupança externa. Destaque-se que, neste segundo caso, a estratégia de endividamento foi implementada independentemente de se estabelecer prioridades visando a alocação mais racional e eficiente dos recursos do ponto de vista do crescimento de longo prazo. Sobreleva ressaltar

que nesse período observou-se um claro desvio funcional dos bancos comerciais e de investimento, em relação ao previsto pelas Reformas de 1964-65, descaracterizando gravemente o espírito que as norteou.

Quando, a partir de 1973, se torna necessária uma vigorosa expansão dos investimentos em bens de capital, os bancos privados preferem não alavancar empréstimos para os empreendimentos de longo prazo, especialmente considerando que a autoridade monetária lhes oferecera alternativas muito atraentes de investimentos em portfólio no amplo mercado de títulos federais, através do qual o governo passou a se financiar crescentemente. Isso revela que o modo como se processou a gestão fiscal a partir dos anos 70, aliado às facilidades concedidas aos bancos para a captação de fundos no exterior, influenciou decisivamente para que os mesmos direcionassem seus negócios para operações de crédito de curto prazo, e outras envolvendo a negociação com títulos públicos e privados nos mercados monetário e de capitais. Nesse contexto, o aspecto mais essencial a destacar foi o crescente encurtamento do prazo de negociação com títulos federais, as quais passaram a ser realizadas predominantemente através de operações compromissadas por um dia, cujos encargos na forma de elevadas taxas de juros acabavam alimentando a inflação e o déficit do Tesouro Nacional. A partir do prenúncio de crise no balanço de pagamentos, claramente agravada pelo 1º. Choque do Petróleo, as decisões no ambiente econômico foram contaminadas por incertezas e expectativas cada vez mais voláteis. Com a inflação em alta e o conseqüente arrocho na política monetária, o sistema financeiro privado se torna, a partir dos meados dos anos 70, indutor e facilitador da reprodução do capital, em larga escala na circulação financeira.

A partir dos anos 80, o fato mais essencial a destacar diz respeito à paulatina desorganização da economia, em decorrência da lenta e inexorável destruição da moeda, causada pelo crônico processo inflacionário e pela adoção generalizada do paliativo da correção monetária como medida destinada a neutralizar os deletérios efeitos sobre as diferentes classes econômicas e sociais, particularmente nas relações que dizem respeito ao financiamento dos investimentos de longo prazo. Ao invés de se debelar a inflação no bojo das Reformas de 1964/65, optou-se pelo mecanismo da indexação, na crença de que era capaz de garantir, em quaisquer circunstâncias, adequada proteção ao valor real dos contratos. Assim, altos patamares de inflação e juros e queda contínua (real e potencial) da

demanda agregada se combinaram para gerar incertezas e deprimir o estado de confiança nas expectativas de longo prazo. Nesse sentido, as análises apontam claramente que a instabilidade monetária e de preços foi um fator crucialmente limitador da eficiência micro e macroeconômica do sistema financeiro privado.

Com a implementação do Plano Real, esse quadro foi lentamente revertido, visto que só a partir do ano de 2000 logrou-se uma relativa estabilidade monetária e financeira, associada, porém, a uma forte instabilidade no ritmo de crescimento econômico e a um quadro de expectativas ainda muito desfavorável em relação ao ajuste fiscal e à capacidade de o governo honrar tempestivamente os compromissos da dívida pública. As análises apontam que as altas taxas de juros (reais e nominais) praticadas especialmente pelos bancos privados decorrem do alto custo primário do dinheiro e de elevados *spreads*. Estes últimos, por sua vez, se explicam: (a) por altos custos de transação provenientes da constituição de volumosas reservas compulsórias e de grandes provisões para cobertura de riscos operacionais; (b) dos altos custos de gestão, especialmente os encargos administrativos de pessoal; e, (c) de altas “margens de juros líquidas” exigidas pelos banqueiros, como forma de rápida capitalização e/ou amortização relacionada com aquisições, incorporações, fusões, etc., as quais decorrem do grau de concentração e oligopolização do sistema. Em suma, apesar da melhoria nos indicadores tradicionais de microeficiência, os juros dos empréstimos em geral continuam muito altos, supostamente em função do potencial de instabilidade do ambiente macroeconômico. Nesse contexto, os projetos de investimento de longo prazo em perspectiva se mantêm engavetados, pois o custo do capital prevalecente inibe uma parceria mais forte entre banqueiros e “empreendedores”. Este é certamente o principal indicador da relativa ineficiência dos bancos privados, principalmente considerando que, em essência, o modelo brasileiro é caracteristicamente *market-led-growth*.

Em segundo lugar, no que concerne aos fatores de ordem institucional, as análises apontam que os mesmos têm correspondência direta com decisões de política macroeconômica mencionadas anteriormente e, mais especificamente, com a histórica inadequação e/ou rigidez da estrutura financeira implantada através do sistema liderado pela SUMOC, e posteriormente com as Reformas de 1964/65. Neste último caso, denota-se que as estratégias de regulação e supervisão do sistema financeiro têm sido deficientes ou

incompletas, apesar dos avanços mais recentes. Em particular, chamam a atenção as regras do Acordo de Basiléia I, conservadoramente implantadas pelo Banco Central a partir de 1994, as quais desincentivam as operações de crédito e estimulam a canalização da poupança financeira para o mercado de títulos públicos. Outra questão institucional crucialmente importante refere-se aos aspectos relacionados com o arcabouço jurídico e a estrutura de poder encarregada de sua operacionalização. Tais vetores têm sido considerados como restrições sumamente graves do ponto de vista da transparência e confiabilidade na execução de processos judiciais envolvendo inadimplência de obrigações e regras contratuais, tanto nas operações de empréstimo como nas operações com títulos e valores mobiliários.

Concluindo, pode-se afirmar que os fatores ora alinhados exerceram clara influência na determinação do comportamento curto prazista e rentista dos bancos privados, bem como pela sua baixa eficiência na questão do financiamento do investimento de longo prazo. Isto confirma a hipótese central que norteou este trabalho e mostra que, na mesma linha do nosso argumento inicial, o sistema financeiro privado continua se comportando sob o manto de forte preferência pela liquidez, porém solidamente direcionado para, na perspectiva do curto prazo, extrair o máximo de resultados em quaisquer circunstâncias que prevaleçam no ambiente econômico. Isso coincide, em parte, com as características fundamentais da firma bancária pós-keynesiana, conforme salientado especialmente em Keynes-Minsky. O que se torna estranho, porém, particularmente do ponto de vista desses dois autores, é o seu limitado apetite para se envolver com negócios que, em última análise, significaria assumir conjuntamente o “*animal spirits*” empresarial, como é o caso do financiamento de plantas industriais. Tal revela a sua face historicamente conservadora do ponto de vista do “risco do negócio”, mas ao mesmo tempo indica a sua perspicácia e especial disposição de otimizar resultados. Tanto em circunstâncias em que as expectativas dominantes eram caracteristicamente da “economia da euforia”, como em prolongados ciclos de instabilidade econômica, fragilidade financeira do Estado e restrição ao crescimento de importantes segmentos empresariais, como tem sido o caso do Brasil nos últimos 25 anos.

### À guisa de considerações finais em torno de uma proposição

De acordo com a visão convencional, a superação desse conjunto de problemas consistiria na obtenção de efetiva estabilidade macroeconômica e no adequado reordenamento institucional, envolvendo aspectos jurisdicionais e de regulação e supervisão do sistema financeiro, requerendo-se, na maior parte desse processo, a plena autonomia da autoridade monetária e regulatória. Nessa ótica, a questão do aumento da participação direta e indireta do sistema financeiro privado no financiamento do investimento intensivo em capital dependeria de ajustes na política fiscal, de modo a compensatoriamente reduzir-se o peso do setor público no PIB e aumentar-se a participação do setor privado, e de aperfeiçoamentos nos mecanismos de supervisão e de regulação prudencial.

Nessas circunstâncias, de acordo com o pensamento dominante, resolvida a questão fiscal, a estabilidade macroeconômica dependeria de um ambiente solidamente baseado em expectativas (implicitamente racionais) e estáveis, o que tem relação direta com a postura do Banco Central, em particular com a sua reputação, credibilidade e competência. A questão microeconômica seria resolvida através de medidas pontuais destinadas a aumentar o grau de eficiência competitiva nos mercados financeiros. Por fim, no que concerne ao problema jurisdicional, este deveria ser inserido na perspectiva de mais longo prazo, dada a sua correlação com fatores histórico-culturais e políticos.

Entretanto, no que se refere às expectativas, o que se tem observado concretamente é o oposto, isto é, elas têm sido muito voláteis em razão do regime de finanças globalizadas, com o agravante de que quase sempre são determinadas por choques adversos que escapam ao poder de predição e controle das autoridades nacionais. Quanto ao aumento de competitividade entre as instituições financeiras, apesar do esforço do Banco Central nesse sentido, existem fundadas razões para se duvidar do seu alcance, haja vista que o sistema opera num regime de oligopólio, no qual importantes decisões são tomadas em sistema de conluio, com o claro objetivo de evitar a desestabilização de seus fluxos de receitas e lucros e, assim, garantir o seu poder de mercado e *market-share*, pelo menos ao nível existente. No tocante ao quesito da regulação e supervisão financeira, concorda-se que não seria uma restrição capaz de ser removida “*once for all*”, haja vista que se trata de um

processo que envolve fatores de extrema complexidade, cuja análise e encaminhamento, como mostram as evidências históricas mais recentes, e.g., as discussões em torno do Acordo de Basiléia II, devem ser enquadrados na dinâmica do *liability management* mynskiano ou da “destruição criadora” schumpeteriana aplicada às finanças globalizadas.

Essas considerações permitem aquilatar o grau de complexidade do problema do financiamento da acumulação de capital e o nível de exigências requerido para o envolvimento dos bancos privados no processo, levando-se em conta especialmente o que as análises realizadas neste trabalho apontam a respeito do comportamento dessas instituições em suas estratégias negociais. Isso leva a supor que os bancos privados tendem a manter as suas posturas e objetivos que os têm caracterizado historicamente, independentemente de reorientações e mudanças conjunturais na política econômica, a não ser que se implemente mudanças estruturais destinadas a envolvê-lo efetivamente com as questões do crescimento econômico sustentado. Nessa perspectiva, considera-se pertinente, à luz da visão pós-keynesiana, alguns comentários exploratórios sobre a possibilidade de um eventual rearranjo no atual modelo privado de financiamento, visando ajustá-lo às necessidades de longo prazo. As análises desenvolvidas neste estudo permitem alinhar os seguintes pontos.

Em primeiro lugar, uma mudança de postura frente ao problema do financiamento da acumulação de capital dependerá de um novo arranjo na estrutura financeira, que reposicione, de forma voluntária ou induzida, a estratégia de atuação do sistema de bancos privados. Nesse sentido, o objetivo seria alterar o seu arcabouço funcional, inclusive com a criação de outras instituições de crédito industrial, de modo a integrá-lo efetivamente no padrão de financiamento de longo prazo, porém, sem violação dos princípios fundamentais que governam a economia empresarial.

Não é objetivo deste trabalho sugerir propostas concretas de remodelação do sistema financeiro. Mas, o que se tem em mente sobre um eventual arranjo nesse sentido é que ele deve ser construído na perspectiva de um projeto nacional de desenvolvimento econômico, abarcando o horizonte de pelo menos uma geração, através do qual se delimitasse o papel e os interesses dos principais atores envolvidos no processo, ou seja, as empresas, os banqueiros e o governo. Caberia a este último exercer a tarefa de ordenador e



coordenador natural das políticas e estratégias destinadas a garantir uma trajetória consistente de crescimento baseado na acumulação de capital.<sup>122</sup>

Nesse sentido, imagina-se um modelo que, aproveitando a experiência de outras economias ao mesmo tempo respeitando-se as características econômicas, institucionais e culturais do país, indicasse as condições de melhor aproveitamento do potencial da “indústria financeira” existente no interior da estrutura dos multibancos. Trata-se de um amplo espectro de funções financeiras que podem (e devem) ser diversificadas e integradas, visando atender seletivamente as demandas empresariais, de acordo com políticas setoriais de desenvolvimento industrial.

Em tal arranjo seriam consideradas, por exemplo, linhas de produtos e serviços, inovações tecnológicas, estruturas empresariais diferenciadas, arranjos produtivos, prazos de gestação de projetos, encargos de juros, colaterais, prioridades em relação aos mercados interno e externo, etc. Do lado da oferta, deve haver um esforço no sentido de se otimizar as alternativas de *funding* existentes no mercado doméstico, especialmente no segmento de investidores institucionais, visando obter ganhos crescentes de escopo e escala e reduzir a dependência da poupança externa, especialmente do capital especulativo interessado em resultados de curto prazo. Isso pressupõe necessariamente um rearranjo do sistema financeiro e a adoção de instrumentos, privados e/ou públicos, capazes de assegurar *hedge* eficaz aos capitais envolvidos.

Em segundo lugar, essa estratégia de crescimento de longo prazo, concebida através da presunção de forte participação do sistema financeiro privado, requer um ambiente favorável aos investimentos. Isto implica dizer que as expectativas e o estado da confiança com relação ao potencial de demanda futura e aos fatores tecnológicos estejam indicando uma elevada eficiência marginal do capital *vis-à-vis* os retornos esperados dos ativos na circulação financeira. Nesse sentido, a condição preliminar requer que a política econômica assegure: (a) a manutenção da estabilidade monetária e financeira; (b) um ajuste fiscal visando zerar rapidamente o déficit nominal; e, (c) uma política ativa de juros e de câmbio pró-crescimento da demanda agregada com forte *drive* exportador. Em paralelo, o

---

<sup>122</sup> Esse ponto de vista se fundamenta, entre outras razões, nas observações de Keynes sobre a conveniência de o Estado participar do processo de acumulação de capital, bem como no fato de que, segundo ele, seria arriscado “(...) abandonar à iniciativa privada o cuidado de regular o volume corrente de investimento.” Keynes (1982, p. 248).

funcionamento eficiente desse modelo exige um esforço permanente de maior racionalidade do arcabouço institucional, envolvendo o aparato de regulação e supervisão do sistema financeiro, o sistema legal e as estruturas do poder judiciário.

Finalmente, deve-se atentar para uma questão fundamentalmente de natureza econômica, que repousa na diferença de enfoque entre o pensamento incorporado no *mainstream* e a visão pós-keynesiana sobre como se dá o processo de financiamento de longo prazo de uma economia capitalista moderna. No primeiro caso se coloca a visão convencional apoiada firmemente: (a) na “hipótese de poupança prévia”, como condição *sine qua non* para a expansão dos investimentos; (b) no pressuposto de que os mercados desregulados e liberalizados tendem a funcionar de modo estável e eficiente. Como se observou em diferentes partes deste trabalho, essa postura tem se mostrado equivocada quando se trata de países em desenvolvimento, que enfrentam problemas de financiamento da expansão do seu parque industrial. Com efeito, no caso do Brasil, não obstante ter-se alcançado uma relativa estabilidade macroeconômica, e malgrado os avanços inovativos mais recentes no campo financeiro e institucional, a estrutura de bancos múltiplos institucionalizada em 1988 não tem conseguido criar mecanismos que lhes permitam participar ativamente das complexas e arriscadas atividades de financiamento da acumulação de capital.

No segundo caso, contrapondo-se ao saber convencional, alinham-se os pressupostos fundamentais da teoria pós-keynesiana do financiamento do investimento. Em seus traços mais fundamentais, essa teoria se baseia no mundo real das decisões econômicas, no qual a demanda e a oferta de liquidez associada ao investimento de longo prazo se concretiza em ambiente em que predomina um clima favorável de expectativas e confiança, capazes de estimular os empresários e seus banqueiros a assumirem posições menos líquidas no mercado de ativos. Nessas circunstâncias, e desde que se implemente uma política monetária favorável aos investimentos na formação de capital,<sup>123</sup> os bancos

---

<sup>123</sup> A política monetária de Keynes e dos pós-keynesianos concede preferência às operações de mercado aberto, visando manter a taxa de juros de curto prazo em níveis baixos e estáveis, de modo a se correlacionarem positivamente com as taxas de longo prazo. Isso permite o cálculo comparativo do preço de demanda e de oferta dos bens de capital (Minsky, 1975) e, portanto, influencia o comportamento empresarial frente ao investimento de longo prazo. Nesse sentido, os pós-keynesianos sustentam que mudanças nas taxas de juros não afetam diretamente as decisões de investimento em bens de capital, e sim as decisões de recomposição de portfólio. Com efeito, a decisão de se alocar ou realocar fundos em títulos financeiros ou em

comerciais podem se sentir estimulados a realizar operações de *finance* (financiamento e/ou refinanciamento) lastreadas na criação de moeda-crédito, cujas etapas de maturação correspondem a um aumento cumulativo de produção, renda e poupança. Esta, por sua vez, é susceptível de se transformar (*ex-post*) em diferentes alternativas de *funding* dos investimentos, desde que venha a ser mobilizada pela ação eficiente das instituições atuantes nos mercados de capitais organizados, e.g., bancos de investimento e outras instituições congêneres. Isso pressupõe que tais instituições tenham adquirido habilidades para operar com sofisticados instrumentos financeiros, através dos quais os doadores últimos de recursos (investidores) acabam assumindo posições de longo prazo como credores e/ou beneficiários finais no processo de acumulação de capital.

O modelo *finance-funding* do investimento acima descrito corresponde aos padrões observáveis nas economias desenvolvidas, em particular nos Estados Unidos e na Inglaterra. Entretanto, essa concepção pós-keynesiana pode ser estendida visando a sua adaptação às peculiaridades de economias em desenvolvimento, tomando-se como referência as diferentes estruturas financeiras analisadas por Zysman. No caso do Brasil, por exemplo, caso prevaleçam as rígidas disposições normativas do Banco Central, no sentido de se manter o impedimento de os bancos comerciais avançarem recursos para atender a demanda *finance*, o modelo poderia se concentrar nos bancos de investimento, os quais proveriam a liquidez necessária no período de gestação dos investimentos e, em seguida, eles próprios se encarregariam de operacionalizar os mecanismos de *funding*, através de qualquer das modalidades de *underwriting*. Ainda com foco nos bancos de investimento, outra alternativa residiria em assumirem diretamente o *funding* dos investimentos, através de operações de empréstimo de longo prazo.

Evidentemente, em todos esses casos, pressupõe-se a conexão das carteiras comercial e de investimento dos bancos múltiplos, de modo que a primeira reúna condições de fornecer liquidez à segunda nos casos de eventuais descasamentos de prazos de ativos e passivos envolvidos no processo de *finance-funding*. Pressupõe-se também o acesso aos canais externos de financiamento, que poderiam ser utilizados por esses bancos múltiplos

---

ativos reprodutíveis somente será tomada se o retorno esperado dos ativos na circulação industrial for superior às taxas de juros que remuneram as aplicações na circulação financeira.

como forma de complementar a poupança doméstica, no caso desta se revelar insuficiente ou relativamente mais cara *vis-à-vis* os fundos estrangeiros.

Importa considerar, por último, que uma questão fundamental subjacente a esse modelo reside em se privilegiar o sistema financeiro privado como lócus mais adequado para o atendimento das demandas empresariais associadas aos projetos de expansão industrial. Essa assertiva é válida tanto do ponto de vista dos recíprocos interesses que governam as posturas dos bancos e das empresas numa economia monetária de produção, como do ponto de vista da destinação prioritária de fundos públicos, os quais, como ressalta Studart,<sup>124</sup> podem propiciar maior retorno econômico e social se direcionados para investimentos em infra-estrutura, desenvolvimento de recursos humanos e tecnológicos, etc, indispensáveis para a garantia da própria continuidade da estratégia de crescimento baseada na acumulação de capital.

Todavia, caso o sistema financeiro privado se mantenha disfuncional ou com baixa eficiência nesse processo, restaria ao governo a opção de, em outras bases, reconstruir e reforçar o sistema nacional de bancos de desenvolvimento. Uma sugestão nesse sentido poderia considerar, por exemplo, uma proposta de ampliação e fortalecimento do arco existente de bancos regionais de desenvolvimento sob a natural liderança do BNDES. Seguindo o critério pós-keynesiano de eficiência, esse novo sistema poderia assegurar a satisfação da demanda por *finance* e *funding* relativamente aos investimentos na formação de capital, de modo a superar o longo período de semi-estagnação vivenciado pela economia brasileira.

---

<sup>124</sup> Studart (2005, p. 351) assinala que: “(...) é desejável que mecanismos privados domésticos de financiamento de longo prazo sejam desenvolvidos. Isso permitiria que as instituições financeiras públicas deixassem de ser financiadoras de grandes conglomerados privados e passassem a prover maior acesso ao financiameto de setores que são, por falhas de mercado, excluídos pelos setores financeiros privados.”

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, M. P. Crise, Crescimento e Modernização Autoritária: 1930-1945. In: *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. ABREU, M. P. (Org.). Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- AKYÜZ, Y. Financial liberalization: the key issues. *Unctad Discussion Papers OSG/DP/56*, March 1993.
- ALDRIGHI, D. M. *Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Teorias e a Experiência Coreana*. São Paulo, IPE/USP, 1997.
- ALMEIDA, J. C. G. Um Estudo sobre as Financeiras no Triênio 1965-67. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 6, n°. 17, p. 189-201, mai/ago.1980.
- ALMEIDA, J. S. G. & BELLUZZO, L.G. M. Enriquecimento e Produção: Keynes e a Dupla Natureza do Capitalismo. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes a economia contemporânea*. PAULA, L. F. R. & SICSÚ, J. (Orgs.). Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- ALMEIDA, J. S. G. A Crise no Mercado Paralelo de Letras: Causas e Conseqüências sobre a Reforma Financeira de 1964-66. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 11, n°. 33, Jan./Mar. 1985.
- ALVES, D. O. & SAYAD, J. O Plano Estratégico de Desenvolvimento. In: LAFER, B. M. - *Planejamento no Brasil*. São Paulo, Editora Perspectiva, 1973.
- AMADEO, E. & MONTERO, F. Crescimento Econômico e a Restrição da Poupança. In: *Economia Brasileira Contemporânea*. GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.). Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- AMADO, A. M. A Questão Regional e o Sistema Financeiro no Brasil: Uma Interpretação Pós-Keynesiana. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 27, n°. 3, p. 417-40, setembro-dezembro/1997.
- ANDIMA. O Novo Perfil do Sistema Financeiro. Rio de Janeiro, *Relatório Econômico Andima*, 2001.
- ANDREZZO, A. F. & LIMA, I. S. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. São Paulo, Pioneira, 1999.

- AURÉLIO, M. M. Poupança Externa e Financiamento do Desenvolvimento. In: Pereira, F. (Org.) *Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro*, Brasília, IPEA, 1999.
- BAER, M. *A Internacionalização financeira do Brasil*. Petrópolis, RJ, Vozes, 1986.
- BAER, M. *O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1993.
- BAHRY, T. R. & PORCILE, G. Os ciclos de endividamento da economia brasileira no período 1968-1999. Rio de Janeiro, *Revista de Estudos Contemporâneos*, 8 (1): 5-32, jan./jun. 2004.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim mensal: julho/1996, fevereiro/2001 e abril/2002*.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *O Banco Central e dois anos do Real (1996)*.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Economia Bancária e Crédito, 2004 e 2005*.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatórios anuais: 1973, 1974, 1996, 2002, 2005*.
- BANCO MUNDIAL. *BRASIL: análise dos sistemas financeiros*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1985.
- BARROS, J. A. L. *Operações de Mercado Aberto – A Experiência Brasileira*. Brasília, Banco Central do Brasil, 1975 (mimeo).
- BATISTA, J. C. A Estratégia de Ajustamento Externo do II PND. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 7, nº. 2, abril-junho de 1987.
- BELAISCH, A. Do Brazilian Banks Compete? *IMP Working Paper*, 03/113, May 2003.
- BELLUZZO, L. G. A. Plano Real: do sucesso ao impasse. *Economia Aplicada*, Rio de Janeiro, v. 3, Número Especial, 1999.
- BIDERMAN, C. *et. al. Conversas com Economistas Brasileiros*. São Paulo, Editora 34, 1997.
- BLINDER A. & STIGLITZ, J. E. Money, Credit Constraints, and Economic Activity. New York, *The American Economic Review*, vol. 73, Number 2, May 1983, p. 297-302.
- BOUZAN, A. *Os Bancos Comerciais no Brasil: Uma Análise do Desenvolvimento Recente (1965/71)*. São Paulo, Federação Brasileira de Bancos, 1973.
- BRASIL. *II PND (Plano Nacional de Desenvolvimento)*. São Paulo, Sugestões Literárias, 1975.

- BRASIL. *Microeconomic Reforms and Long-term Growth*. Ministry of Finance (Secretariat for Economics Policy). Brasília, December, 2004.
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. *Inflação e Recessão: a Teoria da Inércia Inflacionária*. São Paulo, Brasiliense, 1991.
- BRESSER PEREIRA, L. C. E NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? – *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 23, nº. 2 (90), abril-junho/2003.
- BRITO, N. B. O. & PAIVA, F. A. Bancos de Investimento: Evolução e Estrutura Financeira. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 13, nº. 38, p. 29-49, jan./mar. 1987.
- BULHÕES, O. G. Teoria e Prática do Capital. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 8, nº. 22, p. 83-7, jan./abr. 1982.
- CANUTO, O. & FERREIRA JR., R. Assimetrias de Informação e Ciclos Econômicos: Stiglitz é Keynesiano? *Revista ANPEC*, Niterói, vol. 1, 1998, p. 327-351.
- CANUTO, O. & LAPLANE, M. Especulação e Instabilidade Financeira na Globalização. *Economia e Sociedade*, Campinas, (5), 1995, p. 31-60.
- CANUTO, O. Mercado de ativos e macroeconomia aberta: um enfoque keynesiano. In: *A Nova Economia Internacional*, Rio de Janeiro, Campus, 1998, p. 347-371.
- CARCANHOLO, M. D. Desregulamentação e Abertura Financeira: Repercussões sobre a Autonomia de Política Econômica e as Crises Cambiais. *Economia, Ensaios*, Uberlândia, vol. 15, nº. 2, 2001,
- CARNEIRO, R. & MIRANDA, J. C. Os Marcos Gerais da Política Econômica. In: *Política Econômica da Nova República*. Carneiro, R. (Org.). Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986.
- CARNEIRO, R. Crise, Ajustamento e Estagnação: A Economia Brasileira no Período 1974-89. *Economia e Sociedade*, Campinas, nº. 2, Agosto de 1993.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento e Crise*. São Paulo, Editora Unesp, IE Unicamp, 2002.
- CAROSSO, V. P. Investment Banking in América: A History. *Harvard University Press*, Cambridge, Massachussets, 1970.
- CARVALHEIRO, N. *Bancos Comerciais no Brasil – 1964-1976: Crescimento e Concentração*. São Paulo, Dissertação de Mestrado (mimeografado), FEA/USP, 1982.
- CARVALHO, C. E. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 13, nº. 1 (49), janeiro-março/1993.

- CARVALHO, F. J. C. Alta Inflação e Hiperinflação: Uma Visão Pós-Keynesiana. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 10, nº. 4 (40), outubro-dezembro/1990.
- CARVALHO, F. J. C. *Basel II: a critical assessment*. Institute o Economics/Federal University of Rio de Janeiro, 1 st. Draft, Feb 2005.
- CARVALHO, F. J. C. Financial Inovation and the Post Keynesian approach to the “process capital formation”. *Journal Post Keynesian Economics*, winter 1995/96, v. 18, nº. 2.
- CARVALHO, F. J. C. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléa. In: *Regulação Financeira e Bancária*, SOBREIRA, R. (Org.). São Paulo, Atlas, 1995.
- CARVALHO, F. J. C. *Keyne’s Concepts of Finance and Funding, and Structural of the Financial System*. UFRJ, 1995 (Série Textos para Discussão).
- CARVALHO, F. J. C. O Sistema Financeiro Brasileiro: a modernização necessária. In: *Novo-Desenvolvimentismo: um projeto nacional de desenvolvimento com equidade social*. SICSÚ, J. ET. AL. (Orgs.). Manole, Rio de Janeiro, 2005.
- CARVALHO, F. J. C. Políticas Econômicas para Economias Monetárias. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. PAULA, L. F. R. & SICSÚ, J. (Orgs.). Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- CASTRO, A. B. & SOUZA, F. E. P. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1985.
- CHESNAIS, F. A mundialização financeira e a vulnerabilidade sistêmica. In: *Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. CHESNAIS, F. (Org.). São Paulo, Xamã Editora, 1998.
- CHICK, V. A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, vol. 1, (15), 1994, p. 9-23.
- CHICK, V. *Macroeconomia Após Keynes*. Trad.: BOECHAT, J. C. & CAMARINHA, D. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 1993, p. Cap. 12.
- CINTRA, M. A. M. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). *Economia e Sociedade*, Campinas, (10): 111-39, jun. 1998.
- COENTRO FILHO, A. A Controvérsia dos Conglomerados Financeiros: O Caso Brasileiro. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 6, nº. 18, p. 293-303, set./dez. 1980.



- CONJUNTURA ECONÔMICA. *Estudo especial: Bancos de investimento – desempenho nos 3 últimos anos*. Rio de Janeiro, v. 27, nº. 9, set. 1973.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. *Estudo Especial: Bolsas de Valores – passado e perspectivas*. Rio de Janeiro, 28 (11): 89-92, Novembro de 1974.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. *Estudo Especial: Fundos, programas e linhas especiais – crédito seletivo*. Rio de Janeiro, v. 27, nº. 11, nov. 1973.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. *Mercado de ações – instável no 2º. semestre*. Rio de Janeiro, v. 26, fev. 1972.
- COPAG (COMISSÃO ECONÔMICA DO GOVERNO). *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 5, nº. 4, 1985.
- COPELAND, T. E. – Rate of Return. In: NEWMAN, P. *et. al. The New Palgrave Dictionary of Money & Finance* (Editors).USA, 1994.
- CORRÊA, V. P. & ALMEIDA FILHO, N. Mudanças Fundamentais na Estrutura de Financiamento Brasileira nos Anos 90: Alteração de Propriedade e Continuação da Lógica Especulativa. *Economia, Ensaios*, Uberlândia, vol. 15, nº. 2, 2001.
- COSTA, F. N. *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*. São Paulo, Makron Books, 1999.
- COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. M. Política Econômica, inflexões e crise: 1974/81. In: *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*. BELLUZZO, L.M. G. & COUTINHO, R. (Orgs.). Campinas, Unicamp, IE, 1998, v. 1.
- COUTINHO, L. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucessos e desastres. In: *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. FIORI, J. L. (Org.), Petrópolis, RJ, Vozes, 1999.
- CRUZ, P. D. C. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos 70. In: *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio Sobre a Crise*. BELLUZZO, L. G. M. & Coutinho, R. (Orgs.), Campinas, Unicamp, IE, 1998, , v. 2.
- CRUZ, P. D. C. Notas sobre o financiamento a longo prazo na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas (3): p. 65-80, dez. 1994.
- CURADO, M. L. *Rigidez Comercial, Movimentos de Capital e Crise Cambial*. Campinas, 2001 - Tese de Doutorado, Instituto de Economia (Unicamp).
- CYSNE, R. P. & COSTA, S. G. S. Reflexos do Plano Real sobre o sistema bancário brasileiro. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 51(3): 325-46, jul./set. 1997.

- CYSNE, R. P. Reforma financeira – aspectos gerais e análise do projeto de lei complementar. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 13, nº. 3 (51), julho-setembro/1993.
- DAVIDSON, P. *Financial markets, money, and the real world*. Edward Elgar Publishing, Inc. – UK, 2002.
- DAVIDSON, P. *International Money and the Real World*. London, 2a. edição, Macmillan Academic and Professional Ltd., 1992.
- DEQUECH, D. Incerteza num Sentido Forte: Significado e Fontes. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. PAULA, L.F. e SICSÚ, J. Rio de Janeiro, Campos, 1999.
- DORNBUSCH, R. & REYNOSO, A. Fatores financeiros no desenvolvimento econômico. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 43, nº. 4, p. 471-95, out./dez. 1989.
- DUFFIE, J. D. Modigliani-Miller Theorem. In: NEWMAN, P. *et al.* (Ed.). *The New Palgrave – Money and Finance*, USA, 1994.
- DYMSKI, G. & POLLIN, R. Hyman Minsky as Hedgehog: The Power of the Wall Street Paradigm. In: FAZZARI, S. & PAPADIMITRIOU, D. B. (Ed.): *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, New York, M. E. Sharpe Inc., 1992, p. 27-61.
- EARLEY, J. S. Joseph Schumpeter: A Frustrad “Credistis”. In: DYMSKI, G. & POLLIN, R. (Ed.) – *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*. The University Michigan Press (USA), 1993, p. 337-52.
- EPEA/MPCE (BRASIL). *Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais (1947-Março 1964)*. Rio de Janeiro, Maio/1966.
- FACHADA, P. *et al.* Sistema Judicial e Mercado de Crédito no Brasil. In: *Banco Central do Brasil, Notas Técnicas, nº. 35*, Brasília, maio/2003, p. 1-21.
- FAMA, E. F. Banking in the theory of finance. In: Thomas Mayer (Ed.) - *Journal of Monetary Economics - Monetary Theory*. Edward. England, Elgar Publishing Company. 1990, p. 333-351.
- FAZZARI, S. Keynesian Theories of Investment and Finance: Neo, Post, and New. In: FAZZARI, S. M. & DIMITRIOU, D. B. (Ed.). *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*. M. Charpe, Inc., 1992, p. 121-132.

- FAZZARI, S. M. & VARIATO, A. M. Asymmetric information and Keynesian theories of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring 1996, vol. 16, n°. 3.
- FENDT, R. Mercado Aberto e Política Monetária. Rio de Janeiro. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Edição especial, 1977.
- FERREIRA, E. F. O. Desenvolvimento do Mercado de Títulos Públicos Federais no Brasil. In: *Política Monetária e Dívida Pública*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- FORTUNA, E. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro, Qualymark, 2005.
- FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 18, n°. 3 (71), julho-setembro/1998.
- FREITAS, C. P. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, (8): 51-83, jun. 1997.
- FREITAS, M. C. P. A Evolução dos Bancos Centrais e Seus Desafios no Contexto da Globalização Financeira. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, p. 397-417, Julho-Setembro 2000.
- FREITAS, M. C. P. E PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. *Economia e Sociedade*, Campinas, (27): 81-11, dez. 2001.
- FREITAS, M. C. P. Racionalidade da Supervisão e Regulação Bancária: Uma Interpretação Heterodoxa. In: SOBREIRA, R. (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*, São Paulo, Atlas, 2005.
- FREITAS, M.C. P. & PRATES, D. M. As Restrições das Novas Regras do Comitê da Basileia sobre as Condições de Financiamento dos Países Periféricos. *Economia, Ensaios*, Uberlândia, Vol. 15, n°. 2, 2001, Uberlândia, Instituto de Economia.
- FURTADO, C. *Análise do Modelo Brasileiro*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1975.
- FURTADO, C. Estado e empresas transnacionais na industrialização periférica. *Revista de Economia Política*, Vol. 1, n°. 1, janeiro-março/1981.
- GALA, P. A Teoria Institucional de Douglas North. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 23, n°. 2 (90), abril-junho/2003.
- GALVÊAS, E. *Sistema Financeiro e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1985.
- GOLDENSTEIN, L. *Repensando a Dependência*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1994.

- GOLDSMITH, R. W. Brasil 1850-1984: *Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação*. São Paulo, Editora Harper & Row do Brasil Ltda, 1986.
- GREENWALD, B. & STIGLITZ, J. E. New and Old Keynesians. *Journal of Economics Perspectives*, vol. 7, nº. 1, 1993a, p. 23-44.
- GREENWALD, B.C. & STIGLITZ, J.E. – Financial Market Imperfections and Business Cycles. *The Quarterly Journal of Economics*, February, 1993b.
- GREENWALD, B.C., STIGLITZ, J. E WEISS, A. Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations. *The American Economic Review*, vol. 74, nº. 2, p. 194-355, 1984.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. *Money in a Theory of Finance*. Baltimore, USA, The Lord Baltimore Press, 1960.
- GURLEY, J. G. & SHAW, E. S. Financial Aspects of Economic Development. *The American Economic Review*, Vol. 45, nº. 4, Set. 1955, p. 515-538.
- GUTTMANN, R. As mutações no capital financeiro. In: *A Mundialização Financeira*, CHESNAIS, F. (Org.). São Paulo, Xamã Editora, 1998.
- GUTTMANN, R. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. New York, M. E. Sharpe, 1994, p. 19-43.
- HERMANN, J. A experiência argentina de liberalização financeira nos anos 90. *Economia Aplicada*, Rio de Janeiro, V. 5, nº. 2, 2001.
- HERMANN, J. Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: *Agenda Brasil*, São Paulo, Ed. Manole, 2003.
- HERMANN, J. Liberalização financeira e crise cambial: a experiência brasileira no período 1987-1999. In: SOBREIRA, R. - *Regulação financeira e bancária*. São Paulo, Atlas, 2005.
- HERMANN, J. Risco sistêmico nos sistemas financeiros modernos: interpretação teórica e análise dos mecanismos de controle. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 52 (3): 463-494, Jul./Set. 1998.
- HOWELLS, P. E BAIN, K. *Economia Monetária, Moedas e Bancos*. In: STUART, C. P. F. (Trad.). Rio de Janeiro, LTC - Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 2001.
- JAFFEE, D.M. & RUSSELL, T. Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, nº. 4, November, 1976, p. 651-63.

- KALECKI, M. *Crescimento e Ciclo das Economias Capitalistas*. MIGLIOLI, J. (Org. e Trad.) – São Paulo, Hucitec, 1977.
- KALECKI, M. *Teoria da Dinâmica Econômica*. ALMEIDA, P. (Trad.). São Paulo, Nova Cultural, 1985.
- KEYNES, J. M. *Inflação e Deflação*. KUNTZ, R. & ALMEIDA, P. (Trads.). São Paulo, Abril Cultural, 1978.
- KEYNES, J.M. A Teoria da Taxa de Juros (1937). In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.) - Coleção Grandes Cientistas Sociais. São Paulo, Ática, 1984.
- KEYNES, J.M. A Teoria Geral do Emprego (1937). In: SZMRECSÁNYI, T. (Org.) – Coleção Grandes Cientistas Sociais. São Paulo, Ática, 1984.
- KEYNES, J.M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. CRUZ, M. R. (Trad.), São Paulo, Atlas, 1982.
- KEYNES, J.M. *Treatise on Money (1930)*. London, MacMillan, Cambridge University Press, 1979.
- KOYAMA, M. K. & NAKANE, M.I. *Banco Central do Brasil - Notas Técnicas, nº. 19*, abril/2002.
- LAFER, C. *Planejamento no Brasil. Observações Sobre o Plano de Metas*. In: LAFER, B. M.(Org.). São Paulo, Editora Perspectiva, S.A., 1973.
- LAGO, L. A. C. A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre: 1967-73. In: ABREU, M. P. (Org.). *A Ordem do Progresso – Cem anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- LAGO, L. A. C. *et. al.* *A Indústria Brasileira de Bens de Capital*. Rio de Janeiro. *Editora da Fundação Getúlio Vargas*, 1979.
- LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV (june 1997), pp. 668-726.
- LIMA, G. T. Evolução Recente da Regulação Bancária no Brasil. In: SOBREIRA (Org.) - *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo, Atlas, 2005.
- LONGO, C. A. O Plano Collor em Perspectiva. In: FARO, C (Org.) - *Plano Collor: Avaliações e perspectivas*. Rio de Janeiro, LTC – Livros Técnicos e Científicos Ltda, 1990.

- LUNDBERG, E. L. & BADER, F. L. C. *Banco Central do Brasil – Economia Bancária e Crédito – Avaliação de 5 anos do projeto Juros e Spread Bancário no Brasil*, dezembro/2004, p. 31- 47.
- MARTONE, C. L. Análise do Plano de Ação do Governo (PAEG). In: LAFER, B.M. - *Planejamento no Brasil*. São Paulo, Editora Perspectiva, S. A., 1973.
- MATOS, O. C. Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidências de Causalidade. In: *Banco Central do Brasil – Trabalhos para Discussão* (49), Setembro/2002.
- MAYER, T. *et. al. Moedas, Bancos e a Economia*. Rio de Janeiro, Campus, 1993.
- McKINNON, R. I. *A Moeda e o Capital no Desenvolvimento Econômico*. Rio de Janeiro, Interciência, 1973.
- MEIRELLES, A. J. A. *Moeda e Produção*. São Paulo, Mercado de Letras, 1998.
- MENDONÇA NETTO, H. Reflexões sobre o Processo de Modernização do Mercado Acionário no Brasil. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 4, nº. 11, p. 169-81, maio/agosto 1978.
- MENDONÇA NETTO, H. Tendências da Política Regulatória do Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, 1(3)373-87, set./dez. 1975.
- MINSKY, H. P. *Can “It” Happen Again?* New York, M. E. Sharpe, Inc., 1982
- MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. New York, Columbia University Press, 1975.
- MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven and London, Yale University Press, 1986.
- MIRANDA, J. C. & TAVARES, M. C. Brasil: estratégias da conglomeração. In: FIORI, J. L. (Org.) - *Estado e Moeda no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis, RJ, Vozes, 1999.
- MISHKIN, F.S. *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. STUART, C. P. F. (Trad.). Rio de Janeiro, LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A, 2000.
- MONTORO FILHO, A. F. *Moeda e Sistema Financeiro no Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1982.
- MORAES, A. N. P. “O que falta ao mercado brasileiro de balcão” - *Jornal Valor* (Caderno de Finanças), edição de 16.01.2006.

- MORAES, P. B. Política Monetária e oferta de crédito durante o Plano Cruzado. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, 44(1): 21-33, jan./mar. 1990.
- MOREIRA, R. M. A Concentração Bancária e a Conglomeração Financeira. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 10, n.º. 32, p. 303-14, out./dez. 1984.
- MOURA, A. R. A abertura financeira externa: um breve relato da experiência brasileira. *Revista de Economia Política*, São Paulo, vol. 1, n.º. 1, janeiro-março/1981.
- NAKANE, M. I. Concorrência e Spread Bancário: Uma Revisão da Evidência para o Brasil. – *Banco Central do Brasil, Juros e Spread Bancário no Brasil – Avaliação de 4 Anos do Projeto*, Dezembro 2003.
- NAKANO, Y. As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização. In: FARO, C (Org.) *Plano Collor: Avaliações e perspectivas*. Rio de Janeiro, LTC – Livros Técnicos e Científicos Ltda, 1990.
- OLIVEIRA, G. B. Evolução Recente do Sistema Financeiro e Questão dos Conglomerados. *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, v. 6, n.º. 18, p. 305-14, set./dez. 1980.
- OREIRO, J. L. Acumulação de capital, mercado financeiro e regulação governamental. Uma análise comparativa das contribuições de Keynes, Stiglitz e Dymksi. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*. Rio de Janeiro, n.º. 12, p. 107-132, junho 2003.
- OREIRO, J. L. *et al.* *Determinantes Macroeconômicos do Spread Bancário no Brasil: Teoria e Evidência Recente*. Universidade Federal do Paraná (Departamento de Economia), 2005 (Mimeografado).
- OREIRO, J. L. O Debate sobre os Determinantes da Taxa de Juros. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. PAULA, L.F. e SICSÚ, J. (Orgs.). Rio de Janeiro, Campos, 1999.
- OREIRO, J. L. Preferência pela Liquidez, Racionamento de Crédito e Concentração Bancária. Uma Nova Teoria Pós-keynesiana da Firma Bancária. *Estudos Econômicos*, São Paulo, 35 (1): 101-131, jan-mar 2005.
- PASTORE, A.C. & PINOTTI, M. C. Câmbio e Inflação. In: *O Real e o Futuro da Economia*. VELLOSO, J. P. R. (Coord.). Rio de Janeiro, José Olympio, 1995.
- PAULA, L. F. R. Dinâmica da firma bancária: uma abordagem não convencional. In *Revista Brasileira de Economia*, vol. 53, n.º. 3, Rio de Janeiro, 1999, p. 323-356.

- PAULA, L. F. R. *et al.* Ajuste Patrimonial e Padrão de Rentabilidade dos Bancos Privados no Brasil durante o Plano Real (1994/98). *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 31, n.º. 2, p. 285-319, abril-junho 2001.
- PAULA, L. F. R. Liquidez e Zeragem Automática: Crítica da Crítica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 26 (3): 411-439, set-dez 1996.
- PAULA, L.F. R. & ALVES, JR, A. J. Banking Behavior and the Brazilian Economy After the Real Plan: A Post-Keynesian Approach. *Offprint of Banca Nazionali del Lavoro Quartely Review*, n.º. 227 – December 2004.
- PAULA, L.F.R. Mudança Patrimonial dos bancos privados em contexto de alta inflação no Brasil. *Economia Aplicada*, Rio de Janeiro, V. 2, n.º. 1, 1998.
- PERDIGÃO, L. A. Conglomerados Financeiros: Análise de seu Desempenho no Brasil, no Período 1977-1981. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Vol. 9, n.º. 27, Jul/Set, 1983, p. 189-237.
- PINHEIRO, A.C. *Direito e Economia num Mundo Globalizado: Cooperação ou Confronto?* Ipea/Febraban, fevereiro de 2003.
- PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, Campinas (Unicamp), n.º. 1, ago. 1992.
- PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. In: *A Mundialização Financeira*. CHESNAIS, F. (Org.). São Paulo, Xamã Editora, 1998.
- PUGA, F. P. Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial. In: GIAMBIAGI F. E MOREIRA, M.M. (Orgs) - *Economia Brasileira nos Anos 90*. Rio de Janeiro, BNDES, 1999.
- RAMALHO, V. “Zeragem automática” no mercado aberto e controle monetário. *Estudos Econômicos*, São Paulo, 25 (1): 25-52, jan-abr 1995.
- REED, E. W. & GILL, E. K. *Bancos Comerciais e Múltiplos*. RIBEIRO, M.C.S. (Trad), São Paulo, Makron Books, 1994.
- REVISTA DO BNDE. *25 ANOS DE BNDE: AVALIAÇÃO*. Rio de Janeiro, 1978.
- REVISTA DO BNDE. *BNDE: Origem, Recursos, Estrutura e Funcionamento*. Rio de Janeiro, v. 1, n.º. 1, 1964.
- ROBINSON, R. I. *et al.* – *Financial Institutions*. Illinois, Richard D. Irwin, Inc., 1959.



- ROCHA, F. A. S. Evolução da Concentração Bancária do Brasil (1994-2000). *Banco Central do Brasil. Notas Técnicas, n.º. 11*, Brasília, novembro/2001, p. 1- 40.
- RODRIK, D. Falsa promessa de liberalização financeira. *Jornal Valor (Caderno A)*, 12 de jan/2007.
- SANTOS, J. R. R. *Mercado de Ações: uma análise sobre o sistema de informações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1978.
- SCHUMPETER, J.A *Teoria do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo, Nova Cultural, 1985.
- SERRA, J. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: *Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaio Sobre a Crise*, In: BELLUZZO, L.G. M. & COUTINHO, R. (Orgs.). Campinas: Unicamp, IE, 1998.
- SHAW, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York, *Oxford University Press*, 1973.
- SILVA, P. S. *Desenvolvimento Financeiro e Política Monetária*. Rio de Janeiro, Interciência, 1981.
- SIMONSEN, M. H. *30 Anos de Indexação*. Rio de Janeiro, Editora Fundação Getúlio Vargas, 1995.
- SIMONSEN, M. H. *Brasil 2002*. Rio de Janeiro, Apec Editora, 1972.
- SOARES, R. P. *Evolução do Crédito de 1994 a 1999: Uma Explicação*. Brasília, Instituto de Pesquisa Aplicada – Ipea, 2004.
- SOUZA, U. J. I. & MONTEZANO, R. M. Reforma Bancária: Uma das Condições Necessárias para o Saneamento da Economia Brasileira. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 10, n.º. 32, p. 341-59, out./dez. 1984.
- STIGLITZ, E. J. Governo, mercado financeiro e desenvolvimento econômico. *Revista Brasileira d Economia*, Rio de Janeiro, v. 44, n.º. 3, 261-84, jul/set. 1990.
- STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Review*, vol. 71, no. 3, 1981, p. 392-409.
- STIGLITZ, J. E. “Why Financial Structure Matters”. New York, *Journal of Economic Perspectives* – Vol. 2, Number 4, Fall 1988, p. 121-6.

- STUDART, R. Financial Opening and desregulation in Brazil in the 1990s Moving towards a new pattern of development financing? *The Quaterly Review of Economics an Finance* 40 (2000) 25-44.
- STUDART, R. Financiamento do Desenvolvimento. In: GIAMBIAGI ET AL. (Orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.
- STUDART, R. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-keynesiana à Visão Convencional. *Revista de Economia Política*, vol. 13, nº. 1 (49), janeiro-março/1993.
- STUDART, R. The efficiency of financial systems liberalization, and economic development. *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1995-96, Vol. 18, nº. 2.
- TAVARES, M. C. & BELLUZZO. Notas sobre o processo de industrialização recente no Brasil. In: BELLUZZO, L. G.M. E COUTINHO, R. (Orgs.) - *Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaios Sobre a Crise*. Campinas: Unicamp, IE, 1998.
- TAVARES, M. C. *Ciclo e Crise: O Movimento Recente da Industrialização Brasileira*. Rio de Janeiro, Tese de Concurso - UFRJ (mimeografado), 1978.
- TAVARES, M. C. *Da Substituição de Importação de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1972.
- TAVARES, M.C. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Campinas, Editora Unicamp, 1986.
- TEIXEIRA, A. Estados Unidos: a “curta marcha” para a hegemonia. In: FIORI, J. L. (Org.) - *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis, RJ, Vozes, 1999.
- TEIXEIRA, N. G. & COSTA, F. N. Setor Financeiro: Momentos de Decisão. In: CARNEIRO, R. (Org.). *Política Econômica da Nova República*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986.
- TEIXEIRA, N. G. *Origem do Sistema Multibancário Brasileiro: das reformas dos anos 60 à crise dos anos 80*. Campinas, Unicamp/IE (Coleção Teses), 2000.
- TOBIN, J. Liquidity Preference as Behavior towards Risk. *Readings in Macroeconomics*. Edited M. G. Mueller, University of California, 1966.
- TOBIN, J.A. Commercial banks as creators of “Money”. In: *Essays in Economics. V. 1: Macroeconomics. TOBIN, J. (Yale University)*. Markham Publishing Company, 1971.
- TROSTER, R. L. *Overbanking no Brasil*. São Paulo, Makron Books, 1997.

- VERCELLI, A. *Methodological Foundations of Macroeconomics: Keynes & Lucas*. Cambridge University Press, Cambridge, Great Britain, 1991.
- VERCELLI, A. Por uma macroeconomia não reducionista: uma perspectiva de longo prazo. In: *Economia e Sociedade*, nº. 1, Campinas, SP, Unicamp, 1994, p. 3-19.
- VIANNA, S. B. Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951. In: ABREU, M. P. (Org.). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- WICKSELL, K. *Lições de Economia Política*. São Paulo, Nova Cultural, 1986.
- WOLFSON, M. H. A Post Keynesian theory of credit rationing. *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1996, vol. 18, nº. 3.
- WRAY, R. L. *Money and Credit in Capitalist Economies*. Aldershot, Edward, Elgar Publishing, 1990.
- YOON, T. D. e SOUZA, N. J. Uma Análise Empírica Sobre os Fatores do Desenvolvimento Econômico da Coreia do Sul: 1961-1990. *Estudos Econômicos*, São Paulo, 31(2), p. 321-67, abril-junho 2001.
- ZOTTMANN, L. O Plano Brasil Novo: Tão Ousado Quanto Vulnerável. In: FARO, C. (Org.) - *Plano Collor: Avaliações e Perspectivas*. Rio de Janeiro, LTC – Livros Técnicos e Científicos Ltda, 1990.
- ZYSMAN, J. *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. New York, Cornell University Press, 1983.