

UFRJ/IEI

TD59

043913-4

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Instituto de Economia Industrial

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 59
AS REFORMAS FINANCEIRAS DE
1964-65: OBJETIVOS, RUMOS
E DESVIOS

Julio Sergio Gomes de Almeida

Novembro de 1984



AS REFORMAS FINANCEIRAS DE 1964-65:

Objetivos, Rumos e Desvios

Julio Sergio Gomes de Almeida*



43 - 016354

* Da FEA e do IEI, UFRJ.

anpec
INSTITUTO NACIONAL
DE ESTUDOS DE
DESENVOLVIMENTO
E PESQUISA ECONÔMICA

Este trabalho foi impresso
com a colaboração da ANPEC
e o apoio financeiro do PNPE

PROGRAMA NACIONAL DE
PNPE
PESQUISA ECONÔMICA



INVENTARIADO

25/07/86

FEA - UFRJ
BIBLIOTECA

Data: 25 / 03 / 85

N.º Registro: F 342/85

043913-4

MS 98243

5
UFRJ/IEI

TD 59

FICHA CATALOGRÁFICA

Almeida, Julio Sergio Gomes de
As reformas financeiras de 1964-65:
Objetivos, rumos e desvios.
-- Rio de Janeiro: Universidade Federal
do Rio de Janeiro, Instituto de Econo-
mia Industrial, 1984.
80 p. -- (Texto para discussão, n.59)



ÍNDICE

INTRODUÇÃO

- I - A doutrina Político-Econômica Pós-64 e as Reformas Institucionais
 - 1. O Sentido das Reformas
 - 2. As Reformas Financeiras no Quadro das Reformas Institucionais
 - 3. O Mérito das Reformas Financeiras

- II - Os Diagnósticos Setoriais e as Medidas Concretas de Reforma Financeira
 - 1. Os Bancos e as Reformas
 - 2. As Financeiras e o Crédito de Médio Prazo
 - 3. A Correção Monetária
 - 4. O Crédito de Longo Prazo e a Criação dos BI
 - 5. O Crédito Imobiliário
 - 6. O Crédito Público
 - 7. O Diagnóstico do Mercado de Ações

- III - As Reformas: Rumos e Desvios
 - 1. Os "Descaminhos" das Reformas e a "Conglomeração Financeira"
 - 2. Inviabilidade da Correção "Neutra"
 - 3. A Questão das Garantias e a Estruturação do SFH

AS REFORMAS FINANCEIRAS DE 1964-65:

Objetivos, Rumos e Desvios

Julio Sergio Gomes de Almeida*

INTRODUÇÃO

Perseguiamos no presente trabalho três principais questões:

- quais processos financeiros abriram caminho à "conglomerção financeira" e ao formato do sistema financeiro que vigoraria na economia brasileira ao longo da segunda metade dos 60, toda a década dos 70 e que ainda condiciona o sistema na atualidade?
- quais eram os condicionantes, os limites e quais foram as consequências da criação de mecanismos de indexação "neutra" na economia brasileira?
- como se estruturou a sistemática de garantias e o sistema de crédito imobiliário em função da indexação?

Tratar estas questões nos parece da maior relevância em um momento como o atual em que estão sob debate o próprio formato do sistema financeiro, suas funções e inserção na economia, o sentido e o alcance da indexação, bem como a estruturação do sistema financeiro da habitação.

É preciso ter presente que o ponto de origem em todos os casos foi uma certa concepção de sistema financeiro e de suas

* da FEA e do IEI, UFRJ.

funções, tal como definido no período 1964-66, quando se implemen-
tou no país um conjunto amplo de reformas institucionais.

Neste trabalho, recuperaremos ponto por ponto a concep-
ção original destas reformas, bem como sua implementação no campo
financeiro (ítems I e II). Tratá-las em profundidade nos parece
também oportuno. As reformas introduziram vieses no sistema fi-
nanceiro e condicionantes do direcionamento do crescimento econô-
mico brasileiro, muito negativos do ponto de vista social, do endi-
vidamento externo do país e da especulação financeira. Mas acer-
taram o alvo em um aspecto crucial, em se tratando de uma econo-
mia capitalista moderna: na prática (embora nem sempre explicita-
mente), priorizaram a dimensão financeira na reestruturação econô-
mica. Conhecê-las pode significar, assim, a não reprodução dos e-
quívocos cometidos no resgate da dimensão central do problema fi-
nanceiro em um possível futuro reordenamento financeiro do país.

O ítem III encerra o trabalho com a análise dos rumos
e desvios do projeto de reformas, em torno àquelas três questões
assinaladas.

I) A Doutrina Político-Econômica Pós 1964 e as Reformas Institu- cionais

1. O Sentido das Reformas

O eixo em torno do qual se pensou e se moveu a política e-
conômica do Governo Castelo Branco (1964-66) foi a inflação. Veja-
mos rapidamente seu diagnóstico sobre o processo inflacionário

brasileiro, bem como as soluções propostas para superá-lo. (1)

1.1 - A Inflação e os males da economia brasileira

Segundo o PAEG (Plano de Ação Estratégica do Governo 1964-
66), os "efeitos colaterais" da inflação teriam sido muito negati-
vos para a economia brasileira. A inflação subvertia a ordem e a
hierarquia social, desorganizava o mercado de crédito e de capi-
tais, distorcia o mercado cambial, mascarava os coeficientes de
rentabilidade através dos "lucros ilusórios", desestimulava os
investimentos nos setores de base e no mercado imobiliário, dissol-
via a função orientadora do sistema de preços, premiando a especu-
lação e a ineficiência, além de abrir caminho à escalada da esta-
tização. (2)

Suas conseqüências mais graves no período de "inflação ace-
lerada" (1961 a 1964) teriam sido: a) a virtual paralização dos
investimentos privados em diversos setores cruciais para a susten-
tação das taxas de crescimento do produto e do emprego (como cons-
trução residencial) ou sua substituição pelo pouco eficiente in-
vestimento público (como nas indústrias de bases); b) o acúmulo
de distorções nos mercados de crédito e de capitais, impedindo-os
de exercerem suas funções, em particular, a formação de poupanças
e o financiamento do investimento; c) a retração dos investimen-
tos estrangeiros, fato agravado por irrealista política cambial,
rigorosos controles das remessas de lucros e instabilidade políti-
ca. Tudo isso, em conjunto, jogava no sentido de deprimir a for-
mação de capital e, conseqüentemente, de reduzir a taxa de cresci-
mento econômico.

Assim se explicava a recessão econômica, ou seja, fundamentalmente pelos "efeitos da inflação" (fruto das "variáveis econômicas monetárias") sobre as "variáveis econômicas reais" (3) que no período de "inflação acelerada" teriam ganho "caráter cumulativo" (4).

1.2 - As causas da inflação

O diagnóstico explícito sobre as causas da inflação é bastante conhecido: "... os déficits públicos, a expansão de crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento da produtividade. Essas causas conduzem inevitavelmente à expansão dos meios de pagamento, gerando, destarte, o veículo monetário de propagação da inflação." (5)

Sustentava ainda que tais causas apenas refletiam a permissividade da política econômica dos governos anteriores a 1964. Nem sempre explícita era a crítica ao sistema de alianças políticas que amparava tal permissividade e que, no fundo, era responsável pelo fato de que os governos anteriores nunca atacassem frontalmente as causas verdadeiras da inflação, mas sim suas consequências, gerando novas distorções no sistema de preços, debilitando ainda mais as instituições vigentes, fomentando a estatização. (6)

1.3 - A tarefa do regime de exceção: estabilidade e restabelecimento dos mecanismos de mercado (autoritário no político; liberal no econômico).

A partir deste diagnóstico, a linha geral de ação do gover

no pautou-se por buscar a promoção da estabilidade dos preços, através de rigorosa "política de estabilização" que atacasse as causas (e não mais apenas as consequências) da inflação, aliada a uma política de promoção de nova tessitura institucional ao país não sujeita à influências de corte demagógico, paternalista, populista, etc.; uma ordem econômica "moderna", portanto, que garantisse o reinado das "forças impessoais do mercado". Esta, a concepção de "ação governamental" e de "planejamento econômico", como expressa no PAEG:

"A ação governamental, nos sistemas políticos democráticos, deve orientar-se no sentido do estabelecimento das condições que assegurem a maior eficiência possível ao funcionamento da economia de livre empresa, ou seja do sistema de preços. Em tal contexto, o planejamento econômico vai importar numa definição sistemática e coerente, por parte do governo, das medidas tendentes à criação da ordem dentro da qual operará aquilo que se convencionou chamar de "forças de mercado"... (7)

É neste sentido, que entendemos o manejo que a política econômica do período fez de medidas de natureza conjuntural e institucional, com vistas a combater a inflação: num caso, o ataque às causas imediatas; no outro, a pretensão de garantir que não mais teriam lugar as pressões que se resolviam na inflação, numa ordem liberal e por isso eficiente e estável.

Com o fim de corrigir o desequilíbrio financeiro do governo a curto e longo prazo, bem como financiar os eventuais déficits de modo não inflacionário implementaram-se as seguintes medidas: cor

tes de despesa, acompanhados de uma "Reforma Tributária" em 1966, (fora realizada uma "reforma de emergência" em 1965); elevação das tarifas dos serviços públicos e dos preços das produções estas (a "verdade dos preços"); e criação ainda em 1964, de um título de dívida pública com correção monetária, de subscrição voluntária e compulsória, a prazo médio e longo - a ORTN.

Com relação aos salários, já em 1964, uma nova sistemática de reajustes foi sendo implantada, com as seguintes características principais: obedeceriam à periodicidade de um ano e não mais teriam como base os "picos" anteriores, mas sim a média do salário real dos últimos 24 meses. Pela "fórmula" de reajustes, este valor acrescido de um coeficiente indicativo da produtividade, deveria igualar o salário real médio dos próximos 12 meses. Havia, portanto, a necessidade da estimativa da taxa de inflação para este período, que foi na prática altamente subestimada, diga-se de passagem. A partir de 1965 esta "fórmula" até então de aplicação muito restrita (setor público) foi sendo estendida aos acordos e dissídios trabalhistas (inclusive com aplicação de penalidades às empresas que resistiam em aderir à nova sistemática). Em 1966, com a lei que instituiu o FGTS e derogou o instituto da estabilidade, completou-se o ciclo de reformas na área das relações trabalhistas.

Finalmente, na área do crédito, como orientação geral, buscou a política econômica tornar mais rigoroso o controle da moeda e do crédito bancário (em particular, do BB), nem sempre com êxito, principalmente, em razão do comportamento das "contas externas". Do lado institucional, o Executivo propôs um substitutivo

ao projeto de reforma bancária que há mais de 10 anos tramitava pelo Congresso, votado em fins de 1964 (Lei nº 4.595). A Lei da Reforma Bancária, extinguiu a SUMOC, criando em substituição um órgão de cúpula - o CMN - encarregado de fixar as diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial e um órgão executivo das políticas do CMN, o Banco Central, que deveria reunir diversas das atribuições até então exercidas pelo BB (redesconto, recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários, carteira de câmbio). Ao BB foi apenas atribuída a função de "agente financeiro do governo". Em termos amplos, pretendeu-se com a instituição de toda esta hierarquia de órgãos relacionados ao controle da expansão da moeda e do crédito, evitar as características (julgadas negativas) do sistema anterior: excessiva dependência do Executivo (), descontrole das emissões, além de constituir veículo da estatização da economia, todas as características, passando pela mecânica de emissões antigo e pelo "acúmulo de funções do BB"(9).

Já observamos que o período de execução do PAEG foi marcado por bruscas flutuações indesejadas nos meios de pagamento e no crédito. Resta agregar que no plano da reforma bancária não se avançou na pretendida "independência monetária" com relação ao Executivo e tampouco (segundo a própria avaliação de economistas do governo) colocou-se inteiramente o BB numa posição passiva na expansão dos meios de pagamento. Apenas em um particular a política econômica na área foi cumprida à risca, de acordo com seus objetivos: nos anos de 1964 e 1965 foram fortemente contidas as operações das agências públicas de financiamento (BB em particular) - a "desestatização do crédito".(10)

1.4 - O quadro da dupla direção da política econômica

Além desta direção da política reformista, ou seja, de com bate imediato e a longo prazo à inflação, havia uma outra, visan do a promoção de mudanças substanciais nos setores que, na avalia ção oficial, tiveram seus potenciais de expansão tolhidos pelos e feitos da inflação e do quadro institucional anterior. Nesta ou tra linha, as reformas propostas tiveram um sentido eminentemente financeiro, relacionadas, basicamente a dois setores: o da constru ção residencial e o mercado de crédito e de capitais. Nesses ca sos, julgava-se que a própria política anti-inflacionária consti- tuiria um poderoso instrumento de recuperação do tempo e potencia lidades perdidas, bem como de correção das distorções acumuladas. Porém aí uma atuação mais efetiva se fazia necessária na avalia ção oficial, pelas seguintes razões: tratava-se de setores funda- mentais, que se atrasaram demasiadamente e onde a inflação teria plantado raízes tão profundas que nem mesmo a instauração de uma estabilidade duradoura por si só neutralizaria por completo as i númeras e gravíssimas distorções acumuladas e os encaminharia no sentido de desenvolverem plenamente.

2 - As Reformas Financeiras no Quadro das Reformas Institucio- nais

2.1 - O despertar das potencialidades

É nesse sentido que no caso das reformas concernentes à Ha bitação e ao Mercado de Capitais, nas quais despontaram amplas inovações no que diz respeito a instituições e instrumentos de

mobilização financeira, colocava-se segundo a avaliação oficial, a necessidade de reformas: despertar suas potencialidades.

2.2 - Breve resumo do diagnóstico oficial: distorções e ineficiên- cia como características marcantes do setor financeiro

O diagnóstico oficial acerca das instituições e instrumen- tos financeiros antes de 1964 era bastante sombrio: estas insti tuições e seus instrumentos ou sucumbiram aos efeitos da inflação (instituições ligadas ao crédito imobiliário, os possíveis inves tidores institucionais - Cias de Seguro, Institutos de Previdên cia, Fundos Privados de Investimento, etc. - os instrumentos de dívida pública voluntária, os depósitos a prazo dos bancos comer ciais e Caixas Econômicas), ou sequer se estruturaram (Previdên- cia Privada, instituições privadas ligadas ao crédito de longo prazo), ou ainda, se conseguiram conviver com a inflação, não o fi zeram senão de forma ineficiente e acumulando distorções conside radas (algumas delas) irreversíveis e graves pela nova administra ção (casos dos bancos e das financeiras, como veremos a seguir). O mercado de ações constituía um caso especial, reunindo um pouco de tudo o que havia de ruim: teria sido prejudicado pela inflação, mas ainda sofrera os efeitos negativos da má organização das Bol sas, do monopólio dos corretores públicos, da atuação das socieda des de investimento, de uma inadequada lei das S/A, e de uma pena lizadora política de tributação dos ganhos com ações.

Quando à famosa Lei da Usura, o diagnóstico imputáva-lhe grave responsabilidade pelo estado de coisas vigente apenas em al guns casos particulares (dívida pública e crédito de longo prazo)

mas de qualquer maneira era considerada antiquada e incompatível com a nova ordem proposta.

Enfim, no setor financeiro, apenas teriam se desenvolvido - (sem contar as agências estatais, que sofreriam um outro tipo de crítica - representavam e fomentavam a estatização) os bancos comerciais e as financeiras, embora de forma ineficiente e distorcida. Todas as demais modalidades de crédito, bem como o mercado de ações teriam sido impedidos em seus desenvolvimentos. Lacunas, ineficiência, distorções, inadequação de instrumentos, regras e leis antiquadas, portanto, caracterizavam o setor financeiro, segundo o diagnóstico. Por isso, pareciam necessárias mudanças profundas, que não deveriam contar, por uma questão de princípios com agências públicas de pêsos (BNDE, BB). Resta acrescentar que as instituições que mais se desenvolveram "a despeito da inflação", os bancos e as financeiras, não pareciam aos olhos dos mentores das reformas, aptas a liderar as reformas, por estarem longe dos exemplos de estruturação ideal de instituições financeiras.

2.3 - Objetivos e instrumentos gerais das reformas financeiras

Naturalmente, constavam como objetivos das reformas neutralizar os pontos negativos diagnosticados: preencher as lacunas, tornar a intermediação eficiente, eliminar as distorções, adequar os instrumentos de mobilização financeira, modernizar leis e regulamentos sobre as transações financeiras. Mas é possível identificar objetivos gerais mais localizados (os objetivos setoriais serão vistos no Item II).

Segundo o texto do Plano Decenal:

"O objetivo geral das reformas do sistema financeiro seria assegurar taxas de juros mais altas para os que economizam e taxas mais baixas para os que tomam emprestado e para os investidores". (11)

Evidentemente, se este era um objetivo destacado, era porque julgava-se que não vinha sendo cumprido: a má remuneração às poupanças e o custo do dinheiro excessivamente alto (tendo em conta a meta de estabilização para o futuro) eram críticas que os diagnósticos reiteradamente teciam ao sistema financeiro, vendo nisto sintomas de ineficiência e "competição branda" entre as instituições financeiras. Sendo assim, a solução do problema estaria na promoção de uma maior competição e eficiência na intermediação.

Aqui encontramos um argumento para a utilização de dois instrumentos muito característicos das reformas do período: a compartimentalização do setor financeiro, como promotora da competição entre instituições de diferentes segmentos por recursos e por tomadores, e a introdução da correção monetária (com as ressalvas que veremos no Item II-2), instrumento de garantia da preservação do valor real "das economias". Acreditava-se que a maior competição conduziria à maior eficiência e, por esta via, à taxas de juros nos empréstimos compatíveis com a rentabilidade dos investimentos produtivos.

Como objetivos gerais, poderíamos destacar ainda dois outros:

a) Alçar a empresa nacional privada à condição de grande empresa, em pé de igualdade à empresa estatal e à filial da empresa estrangeira. Este objetivo se fez presente, particularmente nas reformas propostas para o mercado de ações e na criação de linhas de crédito de longo prazo entre as instituições financeiras privadas.

b) A retomada dos investimentos e de altas taxas de crescimento do produto, sem estatização. Aqui estão presentes pelo menos duas interpretações: a de que era necessário retomar o crescimento de alguns setores chaves, com ampla repercussão sobre os níveis de emprego e renda urbanas, e a de que como condição prévia à retomada da taxa de investimento, colocava-se e elevação das poupanças e seu redirecionamento, tudo isto na dependência da reorganização do sistema financeiro.

No primeiro caso, o exemplo típico é o da construção residencial(12) e, secundariamente (porque mal ou bem as financeiras preencheram a lacuna), os setores de bens duráveis de consumo.

Quanto ao segundo caso, não parece claro que o argumento oficial sustentava ser necessário elevar previamente a taxa de poupança para que se elevasse a taxa de investimento. O que nos parece mais plausível é a linha a seguir: segundo os diagnósticos, pela ação de determinados mecanismos (a ação do sistema financeiro era o principal)(13), as "poupanças" (economias) privadas foram não apenas desestimuladas, como também canalizadas para o setor público, menos eficiente. A reorganização financeira se fazia necessária, pois com ela poder-se-ia reestimar a formação das "poupanças ou economias" e dar-lhes outro direcionamento, isto é, para o finan-

ciamento dos investimentos privados. Ambas as coisas teriam efeitos positivos sobre o investimento e a retomada do crescimento, sem estatização.

3 - O Mérito das Reformas Financeiras

Como veremos, os maiores êxitos do projeto reformista se deram (por paradoxal que isto possa parecer) mediante a não observância rigorosa das políticas propostas de reformulação. Dizemos isto para ressaltar a enorme defasagem entre o que resultou do sistema financeiro após as reformas e o pretendido de início. Independentemente disto, no entanto, e julgadas ao nível de sua proposta geral, o mérito das reformas foi o de estabelecer muito claramente uma vinculação: a redinamização da economia com a reformulação financeira. Deslocaram assim, na prática, o cerne dos problemas vividos pela economia brasileira para o plano financeiro, enquanto ao nível da retórica (o que certamente correspondia ao pensamento predominante entre os mentores da política econômica), batiam naquela tecla, qual seja, a da inflação como causa maior dos males da economia e de sua supressão como a grande solução. Isto fica claro na busca de soluções financeiras para os mais diversos impasses que diagnosticaram nas contas do setor público e de empresas estatais, na estagnação de setores considerados fundamentais, na fragilidade da empresa privada nacional, etc.

II) Os Diagnósticos Setoriais e as Medidas Concretas de Reformulação Financeira

1 - Os Bancos e as Reformas

1.1 - A incompatibilidade entre os custos da expansão bancária nos anos 50 e primeira metade dos 60 e os objetivos centrais das reformas

De início, a avaliação oficial "absolvía" os bancos pelas lacunas e distorções existentes no sistema financeiro. Assim, por exemplo, o fato de que os bancos (progressivamente) encurtaram ao longo dos anos 50 e entrada dos 60 os prazos de suas operações, quando as necessidades da economia se dirigiam exatamente na direção oposta, era considerado "natural", decorrência da inflação e da vigência da antiga Lei da Usura.(14) Idem para a retração dos depósitos a prazo(15), bem como para a corrida desenfreada dos bancos em busca dos depósitos à vista. Mas, ao lado das lacunas deixadas neste movimento (e tidas como inevitáveis), os diagnósticos apontaram distorções no sistema bancário. A principal, seria que os bancos acostumaram-se a remunerar mal o "poupador" e a cobrar caro pelos empréstimos, vale dizer, exatamente o contrário do que objetivavam as autoridades na nova etapa que deveria se abrir para o sistema financeiro. Mais importante ainda: julgavam impossível neutralizar esta distorção, eliminando-se o mal de origem (a inflação e a Lei da Usura). Aí encontra-se a razão fundamental da exclusão dos bancos do projeto reformista.

O argumento passa pela apreciação dos custos bancários ao longo do processo de concorrência pela captação de depósitos à vista. Implícito neste processo (mediante o qual, a propósito os bancos obtinham enormes lucros)(16) estavam o crescimento dos gastos com pessoal, gastos administrativos, immobilizações excessivas (e luxuosas, segundo os diagnósticos), acompanhando a expansão da rede de agências e a diversificação dos serviços bancários. Duas

observações acerca destes custos bancários em expansão faziam os diagnósticos: 1) alcançavam na época (meados dos 60) níveis extremamente elevados ante a perspectiva de estabilização dos preços e 2) eram irreversíveis a curto prazo.

Assim, em apoio ao primeiro ítem, informava o Plano Decenal que os custos operacionais dos "estabelecimentos que fazem melhor uso dos fatores, andam pela casa de 30% a.a."(17) Ora, argumentavam os economistas do governo, mesmo supondo a aceitação pelos bancos em cobrir apenas os custos de operação, a taxa nominal de juros dos empréstimos teria um piso nos 30% a.a., o que não seria compatível com uma rentabilidade positiva dos investimentos nas condições que se almejava, ou seja, de estabilidade dos preços. Ao contrário, a este nível de taxa de juros, eram requeridas taxas de inflação elevadas, como as do passado. (18)

Em apoio ao segundo ítem lembrariamos uma passagem de Simon sen, na qual o A. afirma que os custos bancários eram rígidos para baixo, ou em suas próprias palavras, "de difícil reversibilidade a curto prazo, em virtude da legislação trabalhista, da excessiva immobilização em lojas e instalações luxuosas, etc." (19)

Enfim, muito dificilmente o objetivo reformista de "assegurar taxas de juros mais baixas para os que tomam emprestado e para os investidores" poderia ser alcançado com o auxílio dos bancos. Naturalmente, dado este diagnóstico, sequer se colocava para as autoridades a possibilidade de que os bancos viessem "assegurar taxas de juros mais altas para os que economizam", outro objetivo reformista, pois se as taxas de juros cobradas pelos ban

cos já seriam elevadíssimas sem remuneração alguma "aos que economizam", o que dirá se tivessem que remunerá-los. A passagem a seguir bem resume a avaliação oficial da época acerca dos bancos comerciais:

"A rede bancária privada parece hoje preparada para trabalhar plausivelmente num regime inflacionário, mas não a preços estáveis pois nesse caso as taxas reais de juros cobradas nos empréstimos se tornariam insuportavelmente altas."(20)

É claro que o poder estabelecido dos bancos lhes garantiu posição em suas tradicionais faixas de operação, muito lucrativas, aliás, e que não foram tocadas pelas reformas. Mas nada além disto. Nas novas instituições que foram criadas, nos novos instrumentos de mobilização financeira que se introduziu e no novo sistema de distribuição de valores que se criou, os bancos não deveriam participar. Em particular, cuidou-se de não introduzir a grande inovação que era a correção monetária "num setor em que ela poderia se tornar dramaticamente explosiva: o dos depósitos à vista nos bancos comerciais"(21). A propósito, há que se frisar a recíproca: os bancos revelaram (após abertas algumas portas) muito pouco interesse pelas novidades introduzidas pelas reformas(22). Preferiam os lucros altos e certos de suas "operações rotineiras", enquanto as reformas não se voltavam de todo ao encontro de seus interesses. Quando se voltaram, os velhos bancos lideraram o que ficou conhecido como "conglomerado financeiro".

Gostaríamos de tecer dois comentários adicionais para dar por encerrada esta seção.

Primeiro, não era completamente vedada a participação dos bancos nas inovações introduzidas pelas reformas, embora não tenhamos dúvidas de que sua não participação era preferida. O ponto era garantir que as inovações não fossem "contaminadas" pela presença dos bancos (e já nascessem com suas distorções).

O segundo, diz respeito ao princípio observado nas reformas de "compartimentalização" das instituições financeiras, que além de corresponder ao "modelo norte-americano", no qual se inspirou amplamente a reformulação, garantia a "distância" (ou parecia garantir) dos bancos, no sentido salientado na primeira observação. Como vimos, a utilização do princípio da compartimentalização tinha por trás alegações, tais como promover a eficiência do sistema financeiro, remunerar adequadamente "os que economizam" e permitir rentabilidade compensadora nas atividades produtivas. O que no entanto efetivamente se temia e a linguagem oficial traduzia isto por "eficiência", era o poder dos bancos em marcar o preço do dinheiro. A compartimentalização constituía um meio e uma esperança de diluir este poder. (23)

Em termos de política explícita para o setor bancário, há que se destacar a de "economias de escala", que se consubstanciou em práticas tendentes à fusão de estabelecimentos. O sentido desta política é óbvio, no quadro que acabamos de reproduzir: preparar o setor para que em um prazo mais largo se habilitasse a operar com custos, spreads e taxas menores.

2 - As Financeiras e o Crédito de Médio Prazo

Três assuntos abordaram os diagnósticos das financeiras: o

problema do elevado diferencial entre taxas de captação e de aplicação, o do deságio e sua relação com a inflação e o do mercado paralelo de letras. As principais conclusões são resumidas a seguir.

2.1 - O diferencial entre taxas como sintoma da ineficiência da intermediação.

O fato inquestionável para os diagnósticos era a discrepância (superior a 100%) entre a taxa de rentabilidade da letra de câmbio e o custo do dinheiro para o tomador de empréstimo por aceite cambial (24). Segundo os diagnósticos, a razão da discrepância não residia nas taxas cobradas nos empréstimos ("justificavam-se iam taxas até mais altas, a fim de compensar a inflação e reduzir a procura especulativa de capitais" (25), mas sim nas taxas muito baixas oferecidas aos compradores de letras. O que acusavam era portanto a margem exagerada da remuneração paga aos intermediários (as financeiras e empresas coligadas, além dos corretores públicos e bolsas de valores), bem como "a taxação indevida das rendas puramente nomiais (o deságio)" (26), como responsáveis pelo diferencial.

Daí duas conclusões:

"As taxas oferecidas aos emprestadores como remuneração do capital, têm sido simplesmente negativas em termos reais. E se a falta de uma maior desenvoltura impossibilitou-os de terem melhores opções, envolvendo-se em ganhos ilusórios, não permitiu que o mercado se expandisse de forma regular e sistemática." (27)

"A estrutura em que operam os intermediários do negócio(...) por si só demonstra uma competição inter-institucional branda; a especialização em que operam não é condizente com o tamanho do mercado, sendo seu desenvolvimento afetado pelo custo de operação." (28)

Eram estas as críticas às financeiras. Seu mérito residia no preenchimento da lacuna do crédito de médio prazo deixada pelos bancos comerciais. Porém não souberam explorá-la plenamente, por serem "pouco competitivas" e "onerosas na função intermediadora".

A solução dos problemas refletidos no excessivo diferencial estaria na redução a níveis meramente competitivos das margens absorvidas pelos intermediários e na redução dos impostos sobre o deságio. (29)

2.2 - O mercado paralelo "como exemplo".

Aliás, apontam os diagnósticos, eram estas precisamente as medidas que, informalmente, o próprio mercado encaminhou, mediante o surgimento de um "mercado paralelo" de letras, sem qualquer regulação oficial. Este mercado teria nascido à sombra da ineficiência com que se processava a intermediação por meio das SCFI e como uma espécie de represália a errônea política tributária dos ganhos ilusórios. Por estas razões era visto com simpatia e, a despeito de representar potencial fonte de instabilidade, estando como estava à margem de qualquer controle governamental, somente por insistentes pressões das SCFI incluiu-se na Lei do Mercado de Capitais um artigo (nº 17) colocando-o na ilegalidade. (30)

2.3 - Deságio e inflação

Outra distorção apontada pelos diagnósticos no sistema de letras de câmbio diz respeito ao deságio, que segundo aquelas fontes constituía um importante fator de resistência à queda da taxa de inflação (31). Por isso, deveria ser substituído pela correção monetária posfixada, que ao contrário do deságio não seria um fator ativo para a inflação.

Uma das mais importantes linhas da política econômica no período será exatamente a tentativa de substituição do deságio pela correção posfixada. A propósito, cabe um parêntese: o deságio na avaliação governamental constituía um foco inflacionário, na medida em que consistia numa antecipação da taxa de inflação futura. E nesse sentido não dizia respeito apenas às operações das financeiras, mas também colocava-se na compra e venda de títulos em bolsa (como as letras do Banco do Brasil), em alguns lançamentos de debêntures e, mais importante, nas operações de curto prazo, de desconto de duplicatas dos bancos. Nos casos acima, a incidência do deságio se revestia de pouca importância: as transações com títulos não eram de grande monta, as letras do BB seriam rapidamente destivadas, as emissões de debêntures pouco expressivas. Mas as operações bancárias eram de vulto, e, no entanto, toda a "batalha" contra o deságio centrou na letra de câmbio e nas operações de aceite cambial das financeiras, estas, a meio caminho entre as desprezíveis transações com deságio referidas acima e as muito importantes transações intermediadas pelos bancos. Estas considerações podem sugerir que o alcance que o governo gostaria de dar à sua "batalha" contra o deságio seria maior, mas es

barrava de novo no poderio dos bancos em resistir a mudar a forma como operavam tradicionalmente; ou esperavam que a substituição do deságio pela correção posfixada nos aceites fosse transmitida por alguma correia não explicitada para as demais operações, inclusive os bancos. Seja como for, o fato é que, de saída, ficou limitada a tentativa de se eliminar as expectativas na determinação das taxas nominais de juros (32).

Retomando, vejamos porque os diagnósticos julgavam o deságio contrário ao objetivo da estabilização. A passagem a seguir, do então Ministro da Fazenda, Octavio de Bulhões é muito ilustrativa:

"A coerência é absoluta. O mercado financeiro vem sendo há vários anos orientado pela expectativa de desvalorização do cruzeiro. O deságio traduzia e ainda traduz a antecipação da elevação dos preços; de um momento para outro não se pode mudar essa mentalidade de expectativa. Seria necessário que durante vários meses os preços se mantivessem estáveis para que o "ágio" viesse a nivelar-se à taxa nominal de juros. Todavia não podemos esperar essa fase experimental. É impossível alcançar-se a estabilidade dos preços enquanto a taxa de juros se mantiver em nível alto, por força da falsa expectativa de alta, consubstanciada no deságio." (33)

Como antes, gostaríamos de tecer alguns comentários antes de passarmos ao item seguinte:

- a) Segundo os diagnósticos, a correção posfixada estaria isenta dos males apontados para o deságio (a correção monetária seria passiva, reagindo apenas à variação dos preços). Devemos observar o momento dessa interpretação: vigoravam altas taxas de inflação que, segundo se acreditava, seria reduzidas pela nova política econômica. Daí a insistência quanto à generalização da correção posfixada. Não vislumbraram - e isto porque, como veremos, a correção monetária foi pensada como transitória - um "momento" com as características inversas, no qual a correção posfixada perde sua "passividade".
- b) Segundo ainda os diagnósticos, a substituição do deságio pela correção monetária "não traria outras desvantagens que uma certa complexidade na mecânica operacional(34), o que, veremos, não é, decididamente, verdadeiro (35).
- c) Que a análise da tentativa fracassada da substituição do deságio constitui um exemplo bastante significativo (e generalizável) dos impasses que se colocam a um sistema indexado como o que se quiz implantar. Em particular, para que fosse possível um sistema de correção monetária "neutro", como se pretendia, seria necessário que apenas vigorasse a "moeda UPC", o que traria distorções impensáveis na economia, tornando-o inviável (36)

3 - A Correção Monetária

Na utilização da correção monetária nas operações financeiras alguns cuidados foram tomados: o primeiro, já comentado, diz

resprito à exclusividade da correção posfixada; o segundo, trata do seu alcance: como também já tivemos oportunidade de assinalar, excluiu-se algumas operações, como as dos bancos. O princípio era o de que a correção deveria ser introduzida em operações de certo prazo mínimo (fixado inicialmente em um ano), com o sentido de proteger (para incentivar) as operações de mais longo prazo.

Finalmente, uma terceira preocupação referia-se à sua duração. Como vimos, as distorções identificadas pelos diagnósticos no setor financeiro (como de resto em outros setores) teriam origem nos efeitos da inflação. Em grande parte, portanto, a própria política anti-inflacionária encaminharia a solução. Este era o pensamento oficial, que, contudo, fazia constar uma ressalva: durante um certo tempo o sistema econômico deveria reagir à maneira antiga ("acostumado à inflação"), mesmo que fosse possível eliminar de vez todos os focos de inflação. Por outro lado, se a longo prazo a estabilidade era positiva para o mercado de crédito e de capitais, a curto prazo lhes retiraria a flexibilidade de captar "poupanças" pela "via inflacionária". A correção monetária cobriria esse período de transição entre uma ordem e outra, ou ainda, entre uma forma e outra de captar "poupanças". A passagem a seguir ilustra bem o que acabamos de dizer:

"O combate à inflação reduzirá o volume de poupanças constituídas sob a forma de aumentos de encaixes monetários do setor privado e que financiam a operação flexível do sistema financeiro. (...) É verdade que a estabilidade relativa dos preços tenderia a suprimir muitos dos atuais focos de rigidez do mercado, mas há o risco de que esta supressão leve

bastante tempo para efetivar-se. Com efeito, mesmo que se estabilizassem por completo os preços, nos próximos anos não será possível impedir que os capitalistas formulem todo o seu raciocínio econômico em termos de um risco de inflação futura. (...) As principais sugestões que se apresentarão (dentre as quais destaca-se a introdução da correção monetária - JSA) visam precisamente a neutralização imediata dos efeitos das expectativas inflacionárias sobre o mercado de capitais." (37)

4 - O Crédito de Longo Prazo e a Criação dos BI

4.1 - Os efeitos da inflação e da Lei da Usura

Três citações dão bem a idéia do diagnóstico do crédito de longo prazo:

"Se as dificuldades de crédito a médio prazo, criadas pelo binômio inflação-lei da usura, podem considerar-se em parte resolvidas pelo desenvolvimento das SCFI, na área do crédito a longo prazo perdura o impasse. A não ser da parte de certas instituições governamentais, como o BNDE, virtualmente não existe no Brasil, oferta de fundos para empréstimos a longo prazo." (38)

.....
 "O problema no caso, não reside mais na limitação legal da taxa de juros - o que sempre se poderia contornar por algum artifício como o dos deságios. O impasse resulta basicamente da incerteza quanto ao futuro ritmo da inflação. Numa

conjuntura inflacionária como a atual, a taxa de juros que livremente tende a estabelecer-se no mercado depende fundamentalmente das expectativas quanto à velocidade da alta dos preços. E a longo prazo esta velocidade é totalmente imprevisível." (39)

.....

"Das atuais lacunas do mercado brasileiro de capitais a que mais urge preencher é a dos bancos privados de investimento." (40)

Apenas duas observações adicionais se fazem necessárias para que concluamos o diagnóstico deste segmento:

- a) À priori estava excluída a alternativa da "lacuna" ser preenchida por uma ampliação das atividades do BNDE. Isso significaria avanço da estatização no setor financeiro, inteiramente descartada.
- b) Muito importante no modo de ver dos condutores da política econômica era preencher a lacuna através de instituições de crédito privadas. Segundo os diagnósticos as instituições públicas da área do crédito tendiam a apoiar financeiramente as iniciativas públicas, com o que imprimiam maior ritmo à estatização. Isso era considerado ruim tanto pela estatização em si, quanto pela apreciação de que os investimentos públicos obtinham menor eficiência do que os privados. Por isso, aliás, o BNDE era ra visto com maus olhos: empregava recursos privados, angariados compulsoriamente, para financiar a estatização.

4.2 - O sentido da criação dos BI

É neste sentido que se colocou a idéia de criação de instituições privadas especializadas na área do crédito a prazos mais dilatados, e em particular, a destinada a financiar os investimentos produtivos: os BI. Mas esperava-se mais destas instituições, embora nem sempre isto estivesse explicitado ao nível dos textos oficiais.

Esperava-se, por exemplo, que os BI se constituíssem desde saída, como instituições grandes e poderosas. Também modernas, sem os vícios típicos das instituições existentes (principalmente os bancos comerciais). Em particular, eles poderiam passar por cima da regra não escrita que assegurava ao capital nacional o setor financeiro, associando-se com grupos financeiros internacionais (até 1/3). Seriam, portanto, as figuras representativas da nova ordem proposta, moderna, eficiente, aberta à concorrência.

Sua atuação deveria também marcar presença em outro segmento no qual eram depositadas grandes esperanças: o mercado de ações. Aí o peso de grande instituição far-se-ia sentir como o de um grande "atacadista", segundo a expressão de Bulhões Pedreira:

"A idéia da Lei nº 4.728 (...) foi definir o quadro institucional de um sistema de distribuição formado por empresas especializadas na negociação de valores mobiliários, como atacadistas e varejistas. O atacadista seria o banco de investimento (designado deliberadamente como banco para lhe dar status) e o varejista ou dealer seria a distribuidora."

()

5 - O Crédito Imobiliário

Outro setor onde os efeitos da inflação em aliança com uma legislação inadequada se fez sentir fortemente segundo os diagnósticos, foi o da construção residencial.

Aí, duplamente a inflação teria afetado o desenvolvimento do setor:

- a) Por desestimular as aplicações a longo prazo, impediu a formação de um segmento no mercado de crédito especializado no financiamento da construção e compra de moradias, restando apenas algumas instituições oficiais, como as Caixas Econômicas, Institutos de Aposentadoria e Pensões e a Fundação da Casa Popular, cujos recursos, no entanto, também sofriam com a desvalorização promovida pela inflação;
- b) Por desestimular a aquisição de imóveis para aluguel. Aqui alia-se à inflação a lei do inquilinato, altamente protetora dos inquilinos e que impedia que os aluguéis acompanhassem a inflação. Escassez de recursos para empréstimos e desestímulo ao investimento imobiliário, portanto, marcavam o setor.

As repercussões disto eram segundo os diagnósticos um enorme déficit de habitações e um grande desperdício representado no potencial não aproveitado de crescimento da construção.

Uma vez mais a estabilização dos preços viria como solução. Mas os mesmos argumentos que ensejaram medidas de reformulação a

dicionais cabiam aqui também: o "período de transição" poderia ser longo, tratava-se de um setor importante na geração de renda e emprego (e pouco dependente de importações), que achava-se muito atrasado, etc. Também julgou-se necessária a mudança da legislação relativa ao reajuste dos aluguéis, de forma que voltasse a ser atrativo o investimento imobiliário.

A chamada "Reforma Habitacional" conjugou estas duas dimensões: reforma radical do financiamento da construção e compra de habitações (inicialmente, a utilização generalizada da correção monetária e a criação de um banco estatal de segunda linha - o BNH, foram as grandes novidades) e a promulgação de uma nova lei do inquilinato bem mais favorável aos proprietários do que as anteriores. Aí também a correção monetária foi medida destacada: nos aluguéis (42).

6 - O Crédito Público

Talvez aqui mais do que em qualquer outro setor, a lei da usura e a inflação atuaram desfavoravelmente, afirmam os diagnósticos. Isto porque era o governo o único realmente impedido de contornar mediante algum artifício o limite de 12% de juros ao ano imposto pela lei da usura. Os diagnósticos apontam esse fator como o grande responsável pela inexpressividade da dívida pública em títulos antes de 1964, o que teria repercutido desfavoravelmente, segundo aquelas fontes: impediu por completo o financiamento não inflacionário do déficit público, bem como as operações de open market. Outro fator negativo ligado à dívida pública era o "hábito" dos governos anteriores de não resgatar no prazo combina

do as obrigações voluntárias e compulsórias de sua emissão.(43)

A política econômica propunha-se a neutralizar estes fatores: instituiu a Obrigação Reajustável do Tesouro, garantindo rendimento real aos compradores e promoveu ampla campanha de recuperação do prestígio de bom pagador do governo (nos primeiros resgates de ORTN - segundo semestre de 1966 - fêz-se grande propaganda do evento).

Cabe salientar algumas características iniciais do novo título de dívida pública.

Seriam títulos de prazo médio a longo (o prazo mínimo foi fixado em três anos), de subscrição voluntária e compulsória. Criou-se também modalidades de subscrição na prática próximas à compulsória como alternativa de tributos. A ORTN desfrutava ainda de tratamento fiscal favorecido: parcela do montante subscrito podia ser abatido da renda bruta para efeito do imposto de renda e sobre seu rendimento não incidia desconto na fonte (as nominativas, as "ao portador" eram taxadas em 6%). Além do mais - e esta era uma regra geral, porém não válida para o deságio - a correção monetária não era considerada juro, não incidindo sobre ela qualquer tributação (44). Todas estas características evidenciam o objetivo governamental de assegurar o êxito do novo título, bem como utilizá-lo com objetivos fiscais.

7 - O Diagnóstico do Mercado de Ações

Curiosamente, para este segmento que tão pouco se desenvol

vera no passado, os diagnósticos não viam graves problemas. Tra-
tava-se efetivamente de um setor com grandes distorções, as quais
não seriam no entanto, de difícil superação. Basicamente, assegu-
ravam os diagnósticos, seria necessário desobstruir os canais de
acesso ao mercado por parte dos "poupadores" e das empresas, pare-
cendo que implicitamente dava-se como líquido e certo que tanto
um quanto o outro, em primeiro lugar, existiam, e, em segundo, es-
tavam dispostos a recorrer ao mercado, como se fosse este um cami-
nho natural. Vejamos mais de perto o diagnóstico das causas do
pouco desenvolvimento do mercado e as medidas encaminhadas no sen-
tido de aproximar "poupadores" e "investidores". Antes, porém, u-
ma ressalva:

Era crença dos formuladores do projeto reformista que ape-
nas através da estruturação de um efetivo mercado de ações pode-
riam as empresas crescer, passando de pequenas a médias e daí a
grandes, contando com uma estrutura de capital estável, isto é,
sem a excessiva dependência ao crédito. Isto se colocava, parti-
cularmente, para a empresa privada nacional, pois admitia-se que
as empresas estatais e as filiais de empresas estrangeiras dispu-
nham de vias de mobilização de recursos para o financiamento da
acumulação de capital, que não o mercado de ações, prescindindo,
assim, deste. O diálogo entre Bulhões Pedreira e M.C. Tavares a
seguir reproduzido é muito ilustrativo a este respeito:

Bulhões Pedreira - " problema é que se você não tiver um
mercado de ações, não há possibilidade de uma empresa cres-
cer de pequena para média, de média para grande. Chega um
ponto que não cresce mais. Na base de empréstimo e de au-
to-financiamento não dá.

Conceição - "Mas não vamos achar agora que o modelo marsha-
liano funciona ou funcionou em algum lugar. O capitalismo
moderno funcionou com os investidores institucionais, os
bancos e as empresas formando de partida um grande bloco de
capital."

Bulhões Pedreira - "Se não existirem mecanismos privados de
capitalização em larga escala a empresa só pode nascer gran-
de se for estrangeira ou estatal. É o que observamos hoje."
(45)

7.1 - As causas do pouco desenvolvimento do mercado de ações

Esta passagem de Simonsen sumariza o diagnóstico oficial a
respeito:

"As excessivas flutuações das cotações de Bolsa, constituem
talvez, o aspecto mais negativo de nosso mercado de ações."
(46)

Na verdade por "excessivas flutuações" não se entendia se-
não a resultante de um conjunto de problemas, passados em revista
a seguir:

- a) a ausência de um mercado secundário de sustentação das cotações
das ações novas. Aqui, criticava-se a atuação das sociedades
de investimento, segundo Simonsen, responsáveis por "certas
práticas predatórias", da "maior repercussão em nosso mercado
de capitais". (47)

- b) a inflação, responsável pela concentração das transações em um reduzido número de papéis;
- c) o acesso difícil às informações das empresas por parte dos investidores;
- d) os impostos excessivos sobre os rendimentos das ações;
- e) "os mecanismos das Bolsas de Valores", expressão utilizada para representar as condições altamente propícias à manipulação, provenientes da organização e modo de operação das Bolsas de Valores e intermediários dos negócios (os corretores públicos).

A solução destes problemas estaria na redução da carga fiscal, no disciplinamento do mercado e, digamos assim, na modernização de suas instituições. Deveriam ser disciplinadas as sociedades de investimento, modernizadas as Bolsas, extintas as regalias dos corretores públicos (como o monopólio das operações) e respeitados os interesses dos acionistas minoritários. (48) Tais providências e mais a criação de um "sistema de distribuição de valores mobiliários" (que deveria contar com várias instituições: as próprias instituições emissoras de títulos - mas os bancos não -, as sociedades corretoras e as distribuidoras - todas estas as "varejistas" e mais o "atacadista" banco de investimento) garantiriam a desobstrução dos canais de ligação entre os "poupadores" e os "investidores". Nota-se em particular a ausência de medidas efetivas no sentido de articular "investidores institucionais", ideia que é posterior. Palavras de Bulhões Pedreira:

"O que objetivávamos (com a Lei nº 4.728) era o mercado de valores mobiliários - a criação de um sistema de distribuição de ações e de títulos de dívida de longo prazo." (49)

Esta frase resume bem:

- a) a relevância atribuída ao mercado de ações no âmbito da "reforma do mercado de capitais", a ponto de um de seus autores resumí-la como consistindo na criação do sistema de distribuição;
- b) a ideia de que o desenvolvimento do mercado (sanados aqueles problemas a que fizemos referência linhas atrás) estava na dependência da criação de um sistema como este, operando eficientemente.

7.2 - O suposto implícito

Restaria por tratar mais detidamente o suposto da existência de "poupadores" e investidores dispostos a recorrer ao mercado e que só não procediam assim, pela ausência de canais adequados e outros problemas menores que dificultavam o acesso. Nesse sentido, recorro novamente à entrevista de Bulhões Pedreira:

"- Dentro da ideia do projeto de reforma do mercado de capitais, em 1964, quem seria o poupador. Fundamentalmente, seria o pequeno investidor?"

Bulhões Pedreira - Tinha-se consciência de que devia ser simultaneamente o investido individual e o institucional. A

idéia era a seguinte: para organizar um mercado é necessário um sistema de distribuição, que tem de ser institucionalizado; se existir este sistema, éle próprio vai procurar investidores. O simples fato de haver oferta de papéis também ajuda a criar poupança. Se não houver papéis em que investir, quem poupa acaba gastando. Se existir um corretor atrás de você, talvez você compre...

Conceição - Mas não seria o pequeno poupador porque nunca nenhum mercado se fêz a partir do pequeno poupador. Quem seria? As companhias de seguro?

Teixeira da Costa - Creio que a crítica que se possa fazer à Lei 4728 foi não ter previsto o investidor institucional; 70 e 71 no mercado não teriam acontecido se existisse um institucional mais forte, para equilibrá-lo.

Conceição - Volto a insistir na pergunta, porque não está claro quem seria o poupador nesse mercado. Imaginava-se, por exemplo, que as filiais estrangeiras, que têm lucros retidos suficientemente altos para financiar seus projetos de investimento e ainda têm excedentes, pudessem estar interessadas em aplicar num mercado acionário que fosse montado? O interesse delas só poderia ser por esse lado, porque abrir capital elas não abrem. Então, elas se tornariam poupadoras e as nacionais abririam o capital para elas? Realmente, com seus lucros fantásticos não periodicamente reinversíveis, as filiais são grandes poupadoras, no sentido de que não podem estar investindo constantemente na ampliação de sua própria capacidade produtiva.

Então, a menos que se supusesse que as grandes filiais estrangeiras, mais algumas poucas nacionais, seriam aplicadoras, e a média e grande empresa nacional, em expansão rápida e cujo capital próprio não fosse suficiente, abrisse seu capital, não vejo como se articularia esse mercado. Se ocorresse isso, não há dúvida de que se teria uma fusão de interesse entre os empresários e os detedores de capital - o que seria uma maneira de desnacionalizar muito mais tranquilamente que desnacionalizar por take-over, por exemplo; e ademais, muito mais dinâmico, pois cruzariam ali os interesses do capital financeiro, do capital industrial internacional e do capital nacional em expansão. Era uma maneira de imaginar esse processo. Mas nunca ouvi alguém formular isso. Era como se ninguém levasse em conta o que realmente existia no mercado brasileiro, que tipo de empresas!

Bulhões Pedreira - Veja bem, não se pretendia, como numa mágoa criar todo um mercado. Em primeiro lugar, antes de 1965, quando se fêz a lei, já havia algum mercado no Brasil: havia bolsas funcionando e um certo volume de lançamentos. É verdade que no fim da década de 50 a inflação e a letra de câmbio, que surgiu como aplicação alternativa mais aparente, dificultaram seu crescimento.

O que se pretendia era criar o quadro institucional de um sistema de distribuição para desenvolver esse mercado incipiente. Quer dizer: não se partiu do pressuposto de que havia um volume de poupança que precisava ser aplicado, mas, ao contrário, reconhecia-se que era necessário estimular a

formação de poupança. Uma coisa, entretanto, era óbvia: havia alguma poupança sendo aplicada em imóveis. Portanto, existia alguma poupança.

Naquela época somente havia bolsas e alguns bancos comerciais que, vez por outra, faziam operações de "underwriting". Nem sistema de distribuição, nem polícia do mercado. O objetivo da lei era, pois, definir uma disciplina e criar o quadro legal das instituições do sistema de distribuição. Daí por diante, o desenvolvimento do mercado dependeria da execução da lei, de se criar o sistema, buscando investidores, expandindo a poupança, deslocando poupança dos imóveis e de outras formas de aplicação. Para que realmente se criasse um grande mercado seria necessário uma série de medidas coerentes, especialmente do ponto de vista fiscal. É claro que o investimento de imóveis no Brasil é de tal modo privilegiado do ponto de vista fiscal que é difícil convencer o investidor individual a optar pelo investimento em ações. Mas essa coordenação de política realmente nunca houve. O objetivo da lei era aperfeiçoar o quadro institucional para tomar possíveis providências desse tipo. O sistema que efetivamente se criou não foi o imaginado quando da elaboração da lei.

Conceição - Mas estou perguntando como não ocorreu fazer a pergunta. Parece que, de certo modo, se partiu da idéia que as poupanças andam por aí, na porosidade do mercado, à disposição; e que só não existiam por causa da inflação e da falta de um sistema captador - o que é um equívoco, pois

também com inflação há poupança, no sentido de lucro que é sua fonte mais importante. Mas não conheço nenhum sistema financeiro captador de poupança que se monte na base de poupanças "livres" e pessoais. As poupanças pessoais deram, quando muito, um sistema de poupança-ligada, tipo sistema financeiro de habitação, tipo aplicação para seguro de saúde, seguro de vida. E depois as seguradoras, as caixas de pensão, estas, sim, que são as aplicadoras institucionais. Nunca vi ninguém fazer um mercado financeiro pondo corretor atrás de poupadores individuais. Porque não se pensou logo nas companhias de seguro, por exemplo?

Teixeira da Costa - Confesso que faço parte da legião que, romanticamente, entendia que, independentemente do esforço institucional para se criar o mercado, para se ter uma sociedade realmente capitalista precisava de haver uma participação individual no mercado. Conhecendo, recebendo dividendos da empresa, a pessoa passa a acreditar no sistema de uma forma melhor que, por exemplo, depositando em caderneta de poupança.

Conceição - Você então acreditou na famosa democratização do mercado de capitais?

Teixeira da Costa - Acreditei.

Conceição - Mas isto é uma brincadeira. Volto a insistir: os 3% que poupam neste país são empresários. Os assalariados só poupam - está nos livros-texto - sob a forma de pou

pança institucional ligada: seguro de vida, seguro educação, seguro saúde...

Teixeira da Costa - Mas como nos Estados Unidos poupam?

Conceição - Também nos Estados Unidos a poupança líquida des sas pessoas é negativa, porque elas poupam por um lado e se endividam por outro. E é assim nos Estados Unidos, na In glaterra, na França, no Japão, no Brasil: essas pessoas têm mais dívida que poupança, sempre! E a poupança pessoal agre gada é uma parcela insignificante da conta de financiamento da formação de capital." (50)

III - As Reformas: Rumos e Desvios

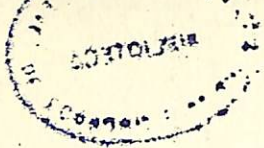
O desenvolvimento do sistema financeiro que se seguiu às re formas de 1964/65 foi já analisado sob os mais diversos ângulos em um sem número de estudos (51). Aqui não repetiremos o trabalho já realizado. Nosso interesse concentra-se em apenas alguns pontos críticos que têm a ver com temas do debate atual sobre o sistema financeiro. Mas devemos ao menos listar as principais linhas do desenvolvimento do sistema financeiro e do crédito após as refo rmas que aqueles estudos identificaram:

- 1) observou-se uma expansão extremamente acentuada do crédito, especialmente, do crédito não-bancário. Em particular, destacaram-se os empréstimos concedidos pelo SFH, destinados à cons trução e aquisição de moradias, o crédito das financeiras, des tinados ao consumo de duráveis, e BI para capital de giro (63 e com base nos depósitos a prazo).

- 2) uma ampla diversificação das formas de valorização financeira, com base na correção monetária pós e pré-fixada e numa estrutu ração muito propícia (carta de recompra, por exemplo) à especu lação financeira.
- 3) uma expansão também extremamente elevada do endividamento pri mário de todos os agentes: famílias, empresas, endividamento público.
- 4) um entrelaçamento com os fluxos financeiros internacionais, res ponsável em grande medida pelo crescimento da dívida externa.

O que gostaríamos de desenvolver a seguir, liga-se aos pon tos acima, porém prende-se especificamente a três ordens de pro blemas:

- a) Como se formou, a partir de vários "descaminhos" das reformas, a estrutura do sistema financeiro que vigorou nos anos seguin tes? Procuraremos salientar particularmente os seguintes even tos: o direcionamento das financeiras para o crédito ao consu midor, os "desvios" da concepção original dos BI e as bases pa ra o processo de "conglomerção financeira" apoiada nos velhos bancos comerciais. A hipótese é a de que tais "descaminhos" se deram ainda na administração Campos-Bulhões, sendo levadas a um limite na administração seguinte.
- b) Porque fracassou a tentativa do governo de implantar um sistema "neutro de correção monetária? Procuraremos aqui investigar as condições que seriam necessárias para que vingasse, muito



mais do que descrever as etapas da "batalha contra o deságio", que já descrevemos em outro lugar (52).

c) Como foi solucionado o problema das garantias em um sistema de crédito indexado? Em particular, procuraremos as repercussões do sistema de garantia para o SFH.

1 - Os "Descaminhos" das Reformas e a "Conglomeração" Financeira

Na estruturação pensada do sistema financeiro as coisas de veriam se passar assim: aos bancos, caberiam as operações de cur prazo; os depósitos à vista seriam a fonte principal de recu sos para seus empréstimos mediante o desconto de duplicatas (prin cipalmente); às financeiras, caberiam o crédito de médio prazo, com base no aceite cambial, o qual deveria sofrer uma mudança im portante: o deságio deveria ser substituído pela correção pósfixa da; os BI ocupariam as linhas de crédito de maiores prazos, para capital de giro ou de investimento (além daquele seu papel no "sistema de distribuição dos valores mobiliários"). Para tanto, aceitaríamos depósitos a prazo (com correção monetária, pensada ini cialmente também como correção pósfixada) com prazo mínimo de 12 meses; poderiam emitir CDB (prazo mínimo de 18 meses) e tomar em préstimos no exterior para repasse interno (o que foi regulamenta do e altamente incentivado pela Res. 63, de 1967). Os BI poderi am ainda ter uma série de outras operações ativas e passivas, dei xadas de lado aqui, além de contar com participação acionária de capitais estrangeiros.



Além destas instituições, comporiam o sistema financeiro as entidades do SFH e as que compunham o "sistema de distribuição de valores".

No formato pensado, portanto, instituições definidas, ocupa riam funções definidas, com instrumentos definidos.

As coisas não se passaram bem assim a partir do momento que em que se procedeu à implementação das reformas. O ponto de par tida para se entender os "descaminhos" nos parece residir na cri se do mercado paralelo de letras e suas repercussões. Analisare mos este ponto para em seguida ver como as financeiras foram redi recionadas ao "fim da linha do consumidor", ao mesmo tempo em que a derrota na "batalha" contra o deságio ensejava uma redução gene ralizada dos prazos das operações ativas e passivas destas insti tuições financeiras até se alastrar aos recém-criados BI e aos tí tulos públicos. Nossa hipótese é a de que esta redução generali zada dos prazos abriu as portas das reformas aos velhos bancos co merciais (bem como a outros grupos financeiros "independentes", que depois seriam eliminados ou absorvidos pelos grupos encabeçados pe los bancos), dando origem à conglomeração financeira. Cabe insis tir que a hipótese é a de que tudo isto se deu ainda na gestão Campos-Bulhões.

1.1 - A crise do mercado paralelo de letras e suas repercussões

Deixaremos de lado a explanação sobre as origens e expansão deste mercado, que se deu na primeira metade dos anos 60 (53). Fi quemos apenas com uma informação: a de que este mercado alcançava

um auge no momento em que se iniciava a implementação das reformas, muito em função, diga-se de passagem, das políticas do pós 1964. As informações sobre este mercado são muito imprecisas, mas ao que tudo indica seu "tamanho" rivalizava com o de letras de câmbio das financeiras.

A crise do mercado paralelo estourou em meados de 1965, a partir do episódio da Mannesman, sendo determinada fundamentalmente por uma "crise de estabilização" detonada pela política econômica. A crise de estabilização abateu-se sobre as empresas mais debilitadas financeiramente e que eram as clientes típicas do paralelo. A onda de falências atingiu, por isso, em cheio o paralelo, que entrou em colapso.

A pergunta relevante que se coloca é: para onde fluíram os capitais que se reproduziam no paralelo? Uma análise das alternativas que se colocavam aos "investidores", bem como a consideração de que o "investidor" típico do paralelo não possuía cacife para desviar suas aplicações para outros tipos de aplicação (moeda estrangeira, terras, imóveis, mercadorias), coloca a letra de câmbio como a única opção. Alguns indicadores parecem apontar nesta direção: o saldo de letras cresceu em 1965 em 125% em termos reais, elevando a participação das financeiras no total do crédito concedido ao setor privado de 5,6% em 1964 para 9,6% em 1965. (54)

Isto se deu em condições de queda nominal e real do rendimento oferecido pelas letras e em meio a uma violenta campanha patrocinada pelo governo contra o deságio da letra de câmbio. A re-

percussão da crise do paralelo, foi, portanto, principalmente esta: permitiu um "salto quantitativo" das operações das financeiras, que passaram a mobilizar e emprestar soma expressiva de recursos. Isto, associado ao direcionamento exclusivo das operações das financeiras para o crédito ao consumo, teve um impacto muito importante na redinamização dos setores produtores de bens duráveis de consumo. (55)

Simplificamos a questão tratada acima, ao não discutirmos a possibilidade de que a ORTN rivalizasse com a letra de câmbio na disputa da herança do paralelo. Trataremos do assunto agora. Vimos os incentivos que foram dados ao título público e o próprio fato de ser um título público (mais a promessa de bom pagador) de veriam colocar a ORTN em posição de destaque frente à letra de câmbio. Contudo, uma característica do título público que ainda vigorava quando do episódio da crise do paralelo fez a balança pender para o outro lado. Trata-se do prazo mínimo de resgate da ORTN, fixado, pelas razões já vistas, em no mínimo três anos. Ora, isso incompatibilizava o título público com as aplicações típicas em um momento como aquele de "crise de confiança": as de curto prazo. (56)

Na verdade, a ORTN só passou a ter ampla aceitação quando algumas medidas abaixo referidas lhe aproximaram dos capitais que buscavam aplicações de curto prazo em especulações de todo o tipo, em particular, com moedas estrangeiras. As medidas foram as seguintes, todas do segundo semestre de 1965 (57): em julho foi elevada, para efeito de imposto de renda, a alíquota de abatimento da renda bruta das pessoas físicas, de 20 para 30% do total

subscrito de ORTN; em setembro, criou-se a ORTN de um ano de prazo, juros de 6% e correção monetária mensal; e em novembro abriu-se ao comprador de ORTN a opção de escolha entre a correção monetária e a correção cambial (58).

1.2 - A derrota na "batalha" contra o deságio e suas consequências

As razões de fundo do porque o governo não conseguiu a exclusividade da correção monetária a posteriori serão vistas de pois (item 2). Aqui o que se pretende é basicamente descrever as tentativas de substituição do deságio, que tomaram todo o ano de 1965, bem como as consequências da derrota, em termos de: redução generalizada dos prazos, criação do CDC e abertura de lacunas no formato pensado para o sistema financeiro. As tentativas de substituição do deságio foram inicialmente encaminhadas através de uma taxação altamente diferenciada: o deságio seria taxado na fonte à razão de 15% na fonte e considerado juro na declaração do IR (Lei nº 4.728). (59) De pouco adiantou esta medida e no ano em que ela foi introduzida (1965) tudo se passava como se o deságio tivesse recebido enorme incentivo fiscal, tanto cresceram as letras de câmbio. As medidas seguintes foram mais diretas: tudo começou com um complicado esquema, introduzido pela Res. nº 21 do Banco Central de 15.03.66, que acabou sendo encerrado quatro meses após seu início, por ter gerado um forte movimento especulativo com moedas estrangeiras e títulos públicos (a chamada "operação 310"). (60)

Em 30 de junho (Res. nº 28), o governo desiste da iniciativa fracassada e institui nos contratos de aceite cambial um "limite

mite máximo de correção, que prevaleceria na letra de câmbio e nos contratos de aceite, caso a correção monetária apurada posteriormente o ultrapassasse. Na verdade, isto, para o governo, significava a instituição da correção monetária posfixada, pois sua expectativa era de que a taxa de inflação (e, portanto, a correção monetária apurada) caísse, nunca se atingindo o limite de correção. O "golpe", entretanto, não deu certo: para as financeiras, porque desestruturaria seu esquema de garantias (isto será visto a seguir); para os aplicadores em letra de câmbio, porque sempre jogariam para perder, caso fosse aceito o limite, e, nestas condições preferiam operar no limite máximo sem restrições. Quem ganharia eram as empresas tomadoras de empréstimo.

Um mês depois o governo aceita por fim, a correção monetária prefixada, ou seja, o deságio (Res. nº 32). Mais do que isso, o governo acata um complemento do deságio: prazos mais curtos das operações de aceite e na letra de câmbio, seguindo o que havia iniciado com a redução dos prazos das ORTN. A Res. 28 havia fixado em um ano o prazo mínimo para as operações das financeiras, reduzidos para seis meses pela Res. 32.

Para concluir, devemos fazer duas observações adicionais:

- a) a de que aí tem origem o "sistema misto" de correção brasileira, conjugando correção pos e prefixada. Em geral, a correção prefixada veio a ser praticada em operações, títulos, etc, de instituições financeiras privadas; a posfixada, em títulos e instituições financeiras públicas. A Caderneta de poupança e os empréstimos das instituições privadas do SFH constituem exceção, operando com correção posfixada.

b) a de que a margem especulativa que o "sistema misto" abre é grande. Seja quais forem as expectativas (sobre os preços) e las tem como se concretizar no sistema financeiro e em todos os casos tendem a intensificar a inflação: se as expectativas forem no sentido de queda da taxa de inflação, os capitais afluem às formas com correção prefixada, jogando contrariamente à expectativa baixista; se as expectativas forem no outro sentido, são as aplicações com correção posfixada as que recebem os fluxos de capital, sancionando a expectativa alta.

1.3 - Porque o CDC?

Creio que uma pergunta que se coloca é: porque o governo decidiu-se em fins de 1966 por instituir o CDC (Res. nº 45, de 30.12.66) que tanta importância teve para a recuperação das indústrias de duráveis? A pergunta se coloca porque não havia em nenhum dos diagnósticos uma preocupação em casar as operações das financeiras diretamente com o consumidor final dos bens. Porque emerge então nesse instante a preocupação neste sentido?

Talvez uma coisa seja segura: a de que havia determinação em articular um esquema de crédito que amparasse as vendas e produção. Mas o caminho óbvio para isto, que passava pelas financeiras e se servia da letra de câmbio, esbarrava em pelo menos dois empecilhos que teriam bloqueado a iniciativa: primeiro, àquela altura, os empréstimos mediante aceita cambial já haviam se consolidado como fonte de crédito às empresas, alternativas ao crédito bancário, com prazos mais dilatados. E lembre-se que, no projeto

original de compartimentalização do setor financeiro respeitou-se posições já assumidas. Segundo, e muito mais importante a nosso ver, o governo desejava antes de proceder a qualquer alteração no segmento das financeiras, ver resolvida a questão do deságio.

A aceitação enfim do deságio nas letras de câmbio precipitou a decisão. Convencido de que seria impossível substituir o deságio, mas ainda considerando válido o diagnóstico acerca de seu viés inflacionário, buscou o governo uma solução que, sem eliminar o pretensão mal, ao menos restringisse sua repercussão ao restante da economia a um mínimo. Criou o crédito direto ao consumidor, transferindo os créditos concedidos com base no deságio da área das empresas - onde sempre se fazia presente o perigo das expectativas inflacionárias embutidas no deságio serem repassadas aos preços, sancionando as expectativas -, para a área do crédito ao consumidor, ou seja para o "fim da linha" - onde tal risco não se colocava.

Registre-se que as financeiras resistiram no que puderam ao direcionamento para o CDC, pois a seu ver abandonariam o que de mais lucrativo parecia haver naquele momento: o crédito por "atacado" às empresas. (61)

1.4 - Os bancos de investimento no crédito para capital de giro (e suas consequências).

Como uma forma de assegurar o desenvolvimento inicial dos BI a sua regulamentação inicial abriu de tal maneira o leque de operações permitidas (principalmente para a área do crédito) que parecia se perder em meio à inúmeras alternativas de operações a

tivas e passivas, o objetivo original que deu margem à sua criação. Interessa destacarmos, dentre elas, a que diz respeito à autorização para que os BI operassem na área do aceite cambial.

Aqui se revela a intenção oficial de que grandes financeiras constituíssem BI. Mas também revela a idéia de que era necessário uma "decolagem" e que para isso serviria uma atividade como esta, já testada, desde que provisória. Assim, a concessão de aceite foi autorizada para um prazo de três anos, mas por renovações sucessivas deste prazo os BI acabaram operando na área até o início dos 70. Por isso foi muito fácil às grandes financeiras escaparem à camisa de força que representava o CDC e houve um grande movimento de constituição de BI (62), não sendo, em realidade BI, mas financeiras com campo operacional infinitamente mais amplo. Ora, isso colocava alguns problemas. O mais grave deles era o de que no interior de cada BI os depósitos a prazo com correção - que lembramos, deveriam se constituir em fonte importante de recursos dos bancos, e por isso, foram criados com prazos acima de um ano e 18 meses para a emissão CDB - competiam com a letra de câmbio, em condições desfavoráveis, em função dos prazos mais amplos. Assim é que este movimento de "atração provisória", e que trouxe para os BI as financeiras (conduziu a um outro: o de redução dos prazos dos depósitos a prazo (e, conseqüentemente, dos empréstimos). Isso se deu em meados de 1966, quando também por pressões dos bancos comerciais a estes foi permitido captar depósitos a prazo. Aliás, a sistemática dos depósitos a prazo desde o início, (mas sem a menor possibilidade de retorno após os bancos terem entrado) seguiu a regra das financeiras: correção prefixada. Os bancos comerciais agiram extremamente aqui (e deter-

minaram o mesmo comportamento para os BI): fixaram uma taxa rígida para a rentabilidade dos depósitos a prazo (24,3%), que vigorou por mais de dois anos (até dezembro de 1968). (63)

Mas, retomando o tema central, só assim os depósitos a prazo se constituíram, juntamente com os empréstimos externos, em fontes importantes de recursos para os BI. Isto correspondia ao que se planejara apenas formalmente, pois os prazos nesta questão são fundamentais: com a redução generalizada de prazos ativos e passivos incluindo financeiras, bancos de investimento e bancos comerciais, a divisão de áreas no sistema financeiro se dissolveu na prática. E ao fim das contas, as estruturas de prazos resultaram não muito distantes da tradição de curto prazo dos antigos bancos comerciais. Este movimento que significa um flagrante desvio da concepção original, significou a aproximação das reformas aos bancos (ou a absorção da reforma pelos bancos), abrindo a brecha para a não desejada "conglomerção" com a presença dominante dos velhos bancos comerciais.

2. A Inviabilidade da Correção "Neutra"

Como acentuamos na reconstituição dos diagnósticos, a idéia central em torno à correção monetária era a de instituir um mecanismo de defesa do capital, das rendas, das dívidas, etc., contra a inflação. Em si esta "defesa" seria "neutra", pois incidiria sobre tudo (inclusive os salários, como previsto na "fórmula") (64) corrigindo apenas um valor nominal, de acordo com a variação verificada e medida por algum indicador comum (geral) dos preços. Nesse sentido, a forma adequada a ser assumida por esta "defesa" se

ria a da correção posfixada. Implícito estava que a forma deságio ou correção prefixada retratava o poder diferenciado dos grupos, setores, frações do capital, bem como a capacidade também diferenciada de antecipação e de influência sobre a formação de expectativas. Isto, além de diferenciado, segundo acusavam os diagnósticos oficiais, alimentava a inflação.

Gostaríamos de discutir as razões da inviabilidade de um sistema de correção "neutro", o que corresponde a discutir o porque o governo perdeu a batalha contra o deságio, retratada no item 1.

Gostaríamos de não lançar mão do argumento geral que pode ser colocado a partir da própria maneira como a questão foi enunciada, o qual diria que a razão da inviabilidade está exatamente, na impossibilidade de neutralizar o poder diferenciado das classes e dos capitais sem um sistema que se nutre precisamente disto.

Pelo menos como ponto de partida, usaremos outra abordagem e encaminharemos argumentos menos gerais, ou do contrário, certas conclusões de interesse poderiam ser perdidas. Centremos as observações nos problemas que decorrem da introdução da "correção neutra" no sistema financeiro.

Pensemos em "tomadores de empréstimo" (devedores brutos) e "aplicadores" (credores brutos) (65). O que representaria para um e outro a introdução (com exclusividade) da "correção neutra"?

a) Para os "tomadores de empréstimo", a vantagem da correção à posteriori das dívidas se resumiria a duas situações (que no

entanto, configurariam situações desvantajosas aos "aplicadores"): no caso em que com toda a segurança a taxa de inflação fosse baixar ao longo do período da dívida ou, como se chegou a tentar implantar sem sucesso, no caso em que houvesse um "limite máximo" de correção. No primeiro caso, o máximo que se pode dizer é que hájam expectativas nesta direção, mas nada pode ser garantido (e ainda assim com riscos) para dívidas a prazos muito curtos, o que, no entanto, restringiria a aplicação da correção monetária aos empréstimos de curto prazo ao invés do longo prazo, este último o alvo principal da "indexação". No segundo caso, que traria implícito uma espécie de garantia arbitrada, ferir-se-ia o princípio da correção "neutra", caso a taxa de inflação apurada não coincidissem com o limite previamente fixado.

Estes pontos talvez fiquem mais claros com a apreciação do risco do ponto de vista do "tomador de empréstimo". Ele se vincula à incerteza de geração ou obtenção dos fundos necessários à cobrir o principal e o serviço da dívida, ao longo do prazo do empréstimo. Este risco existiria no caso de correção posfixada ou prefixada, ou ainda sem correção alguma, sendo função crescente da margem de endividamento. Contudo, a correção posfixada o torna maior. Isto porque a forma posfixada torna os valores (do serviço da dívida) abertos durante o prazo de amortização da dívida, sujeitos à tantas variações quantas as que se verificarão nos preços. A incerteza do tomador quanto à cobrir os compromissos aumenta na medida em que não se conhece o valor a ser coberto. Cabe ressaltar que para este risco, concretamente é possível minimizá-lo mas com conseqüências negativas. Primeiro, o índice de corre

ção pode ser apurado com periodicidade mensal, havendo portanto, um "farol" ágil de revisão da política de preços das empresas. Isto pode não ser problema no caso de tendência à queda da taxa de inflação, mas constitui mecanismo automático de propagação de pressões inflacionárias (66). Segundo, é sempre possível antecipar por algum período (até 1982 no Brasil, utilizou-se uma "antecipação" de dois meses) a correção monetária por uma arbitragem, compensada nos períodos seguintes de acordo com a taxa apurada. Neste caso, trata-se de "prefixar" a correção posfixada.

Note-se, contudo, que sempre persiste o risco de variações acumuladas ao índice de correção não acompanhada de variação correspondente nos preços ou renda do devedor, o qual no entanto não tem como fugir à valorização da dívida, se está preso a um contrato de longo prazo.

Claro que em prazos curtos e havendo a expectativa de queda da taxa de inflação não é necessário qualquer expediente: a própria correção monetária relativa ao passado próximo poderia servir de "farol" dos preços. Se a expectativa de queda da taxa de inflação se confirma, os tomadores podem até mesmo obter um ganho extra, oriundo da diferença entre a aplicação do "farol" e a inflação efetiva. Mas isto só seria possível no curto prazo, fora, portanto, dos objetivos das reformas e de acordo com certas expectativas acerca da inflação futura, o que introduz outro elemento de risco, afugentando possíveis candidatos àquele "ganho extra".

Claro também que um "limite máximo" de correção acalmaria quem tomou emprestado. Neste caso, o "limite" seria o "farol",

aliás, o melhor dos "faróis", pois jamais seria superado (neste caso equivale ao deságio ou à correção prefixada), mas poderia suprir o valor do reajuste da dívida (efeito semelhante à uma expectativa concretizada de queda da taxa de inflação, mas sem risco). Por isso, todo tomador aceitaria um "limite de correção"; pelas razões opostas, por outro lado, todo credor a rejeitaria: para estes, jamais se poderia ganhar para além do limite, mas se poderia ganhar menos; prefeririam assim, operar no "limite", sem restrições.

Enfim, a correção "neutra" implicaria em maiores riscos (tanto maior quanto mais longo o prazo do empréstimo), dificilmente assumidos, havendo a possibilidade de outra forma de correção, ou seja, somente uma imposição, ou ausência absoluta de alternativa, faria com que os tomadores aceitassem empréstimos com correção posfixada. Erraram, portanto, os formuladores da política econômica. Não seria a introdução da correção a posteriori uma solução para a lacuna do crédito de longo prazo. De acordo com o que vimos, tal solução implicaria em algo muito mais amplo. Implicaria na garantia de que os valores correntes (fluxos) e patrimoniais (estoques), como bens produzidos, rendas, ativos e créditos dos "tomadores de empréstimo" sofressem a mesma variação do padrão arbitrado pelo Estado para a correção das dívidas (UPC). (Convém ressaltar que a média aqui não satisfaz de todo). Ora, isto não é possível. (67)

Afinal, acabou sendo o Estado, além dos mutuários do SFH, devedor com cláusula de correção posfixada. Nas dívidas privadas, ou diretamente a correção foi prefixada (em certos casos, como os

financiamentos para ampliação de capacidade produtiva e implantação de indústrias, esta correção representa claramente uma redução dos custos financeiros), ou há algum tipo de "limite de correção". (68)

- b) Para o aplicador, em ambas as formas de correção, apresenta-se um tipo de risco: o de que a instituição emissora ou co-obrigada por um título ou o devedor, não salde seu compromisso. Por razões semelhantes às apresentadas no item a), com a correção posfixada este risco aumenta. Mas este não seria um problema tão grave, quanto no caso do "tomador de empréstimo" para a introdução da correção "neutra". Bastaria que o Estado garantisse as aplicações (69). Não é por outra razão que existem títulos ou haveres com correção posfixada, mas em todos os casos, ou são títulos de emissão pública (ORTN), ou garantidas pelo governo (cadernetas de poupança e LI, ambas vinculadas ao SFH); em todos os demais, privados não garantidos, incide a correção prefixada. (70)

Aqui, portanto, as coisas seriam mais fáceis. No entanto, existem algumas considerações que podem ser invocadas neste caso.

O sentido original da introdução da "correção neutra" em títulos e saldos financeiros era o de proteger da inflação o valor das "poupanças", e, assim, incentivá-las. Mas não só isso. Esperava-se ainda que a garantia de um rendimento real (ou ao menos a preservação do valor real) dessas "economias" assegurasse sua conservação por prazos longos no sistema financeiro, possibilitando, desta forma, o preenchimento de lacunas que os diagnósticos há

viam apontado (crédito de longo prazo, em particular).

Aqui também (o outro caso é o do mercado de ações) a construção do argumento oficial armou-se sobre o "poupador". Estes teriam uma meta comum, qual seja, a formação de um pecúlio, pelos mais diversos motivos: para consumo posterior de bens de alto valor unitário (casa própria, por exemplo), como precaução (doença, invalidez, desemprego, etc.), para assegurar padrão de vida após o período ativo, etc. A forma de assegurar isto, passaria pela "poupança" de parte do rendimento corrente. Se não agiam exatamente assim até então, era porque o nível em que a inflação se situara, na ausência de um mecanismo de correção, frustrava de saída aquela meta comum a todos. Por isso, bastava a correção "neutra". Ela atenderia a todos os "motivos" indistintamente, ao viabilizar (naquele momento de transição) a formação e capitalização de "poupanças". Nesse sentido, a correção monetária "neutra" não era apenas uma escolha não-inflacionária, mas viria de encontro aos interesses em jogo, interesses estes confundidos com os dos "poupadores".

Se o argumento fosse armado sobre uma outra base, naturalmente, esta conclusão não se sustentaria. Keynes (71) (Marx também), ressalta a especulação "nos mercados financeiros desenvolvidos" como móvel de formação de posições financeiras. A correção "neutra", como foi proposta, liquidaria a "atividade de prever as tendências futuras do mercado financeiro", a própria especulação. Esta, pelo contrário, exigiria "mercados financeiros desenvolvidos", ou seja, que pelo menos assegurassem:

- a alternativa de posições líquidas na carteira (no limite, o dinheiro);
- um título "base" (título de rendimento certo e sem risco - ou com risco reduzido);
- opções financeiras associadas às diferentes expectativas.

Muito ao contrário do que se almejava com a introdução da correção monetária e medidas associadas a ela, ou seja, a eliminação de expectativas (e dos títulos que serviam de base para isto) e estabelecimento de uma divisão entre os haveres financeiros, constituindo dois grupos: os depósitos à vista (não indexados) e os demais (indexados, com prazo mínimo de um ano). (72)

Apenas como ilustração, diga-se que o desenvolvimento financeiro que se seguiu às reformas revelou-se particularmente favorável ao que não se queria: a valorização financeira de saldos de toda espécie (inclusive os de curtíssimo prazo) e a especulação, entendida como na definição Keynesiana acima. Jogaram neste sentido, a redução generalizada dos prazos dos ativos financeiros a partir de 1966 (a redução alcançou um limite com a organização do "open" e as "bancadoras"), a possibilidade de que dois títulos públicos, um com correção pós (a ORTN), outro com correção prefixada (a LTN, criada em 1970) servissem como "base" nas carteiras, de acordo com a previsão de inflação; a instituição da "carta de recompra" a preço fixo que elimina para o aplicador os riscos de variação da taxa de juros e de iliquidez dos títulos (transferidos para as "bancadoras"); amplas opções financeiras em termos de prazo e forma de correção monetária.

3. A Questão das Garantias e a Estruturação do SFH

3.1.- Garantias em UPC e a correção "neutra"

Suponhamos que as instituições financeiras sejam apenas "intermediários financeiros" e que tanto "tomadores", quanto "aplicadores" aceitem (ou sejam forçados a isto) a exclusividade da correção "neutra". Isto seria um absurdo em termos de capitalismo (a especulação seria eliminada e os riscos do sistema seriam insuportavelmente altos). Mas pensemos por absurdo. Nestas condições, como seria resolvida a questão das garantias?

De passagem, ressalte-se que a emissão de uma dívida pressupõe alguma garantia, dada pelo devedor e aceita pelo credor. Ela é básica para as relações de débito e crédito.

No caso de títulos representativos de dívidas de terceiros para com o tomador de empréstimo (duplicatas, por exemplo), que garantem amplas faixas de operações de crédito (bancos, financeiras), a pergunta que se colocaria na hipótese de correção "neutra", seria esta: duplicatas de que valor garantiriam uma operação, cujo valor não se conhece previamente? Ora, este impasse é insuperável, a menos:

- que as dívidas fossem de tão curto prazo, que se minimizasse o possível descompasso entre os valores nominais e corrigidos. Mas nesse caso a correção "neutra" não teria sentido algum no desenvolvimento das relações de débito e crédito de prazos mais longos.

- que as garantias (as duplicatas) tivessem como medida de valor a UPC. Ou seja, seria necessário algo assim: toda vez que o "dinheiro velho" fosse exercer a função de meio de pagamento, teria que ser "trocado" pelo outro dinheiro, o "dinheiro financeiro". (73) Ora, mas isto colocaria um outro problema muito mais grave do que o que se quiz solucionar: os riscos que foram apontados para os "tomadores de empréstimo", seriam de tal forma amplificados que abarcariam simples operações mercantis, de compra e venda de mercadorias. Mais uma vez a decorrência poderia ser a restrição ao crédito e não seu desenvolvimento.

3.2 - Garantias reais: o CDC e o SFH

As linhas a seguir são dedicadas à explanação de como foram encaminhadas as soluções (e os problemas associados a estas soluções) para a questão das garantias das operações do CDC e do SFH. No primeiro caso, temos um exemplo de garantias em operações de relativamente curto prazo e com prefixação da correção monetária; no segundo, de longo prazo e com correção posfixada. Ambas são formas de garantias reais.

A Alienação Fiduciária em Garantia, o SPC e o CDC

Antes de serem forçadas para o CDC, as financeiras operavam um sistema de garantias, calcado em duplicatas e outros títulos representativos de dívidas, para com as empresas tomadoras de empréstimo. Mas com a reorientação, tratava-se não mais de financiar empresas, mas o consumidor, com o qual não se poderia estabelecer relações do tipo que amparavam os empréstimos na forma anterior.

A "imaginação reformista" encaminhou uma solução muito engenhosa e que foi de muita importância para que as financeiras abraçassem o novo campo operacional. Trata-se da "alienação fiduciária em garantia", que consiste basicamente no seguinte: o comprador tem a posse, mas a propriedade do bem financiado permanece condicionada ao pagamento integral da dívida e seus encargos financeiros. Aqui colocava-se um problema. Mesmo sendo a correção prefixada, o valor do bem em garantia poderia não evoluir na proporção da dívida, e neste caso comprometeria seu papel de garantia. Este problema foi superado por dois movimentos; a fixação de prazos não muito longos dos financiamentos ao consumidor (inicialmente, prazos como um ano eram o máximo) e a concentração das operações do CDC nos bens duráveis "pesados", em particular, no automóvel. Ambas as reações foram a base do sistema.

A fixação de prazos relativamente curtos tem significado do óbvio: o de minimizar uma possível não valorização proporcional ao "deságio" do valor do bem em garantia. Quanto à concentração no automóvel, isto se explica por vários motivos (posteriormente também superados) tais como, alto valor unitário, a ponto de compensar custos judiciais e de revenda, vida útil relativamente longa, etc. Mas o principal deles foi que para o automóvel já se havia organizado um mercado de revenda que, dentre outras coisas, assegurava a relativa valorização (frente à inflação) do carro de segunda mão.

A propósito, isto dá uma idéia da importância para a indústria automobilística - inicialmente quase absoluta no CDC - da canalização dos volumosos (depois da crise do paralelo) recur-

dos da letra de câmbio para o crédito ao consumidor.

Mas, vejamos agora como o sistema pôde ser alargado a tal ponto que incorporou toda a canastra de bens duráveis. Isto se deu a partir de 1970, com o desenvolvimento do controle exercido pelo SPC (74), que de fato passou a constituir a garantia do CDC. Aqui, o próprio crédito em seu desenvolvimento, cria para si um sistema de garantias muito efetivo, onde a penalidade para o inadimplemento não é tanto a tomada do bem financiado (o que tam pouco para a financeira resolve muito), mas o próprio corte do crédito e a impossibilidade do consumo na forma moderna, via endividamento, que o próprio CDC implantou e desenvolveu.

Portanto, jamais houve problemas maiores no que diz respeito às garantias do CDC e nem se trata (mesmo na fase atual da economia de aguda recessão) de um sistema que por aí aponta a possibilidade de instabilidade ou de sua desestruturação. O quadro, creio, é muito distinto com relação ao SFH.

O Desenvolvimento do SFH e as Garantias.

As razões que levaram ao extraordinário crescimento das operações do SFH são conhecidas: a criação em 1966 do fundo compulsório, o FGTS, que injetou no sistema uma enorme massa de reursos; a expansão vertiginosa dos saldos de cadernetas de poupanças, particularmente após 1973 com a reaceleração inflacionária; a ampla campanha publicitária em torno ao "sonho da casa própria; nova lei do inquilinato, leis de estímulo à indústria de construção civil, regulamentação da atividade de incorporação, todas de 1964.

Também são conhecidas as repercussões do desenvolvimen-
to do sistema para a retomada do crescimento em altíssimas taxas
da construção civil residencial.

Mas a estruturação do SFH tem certas peculiaridades
que convém destacar.

O SFH teve a sua estruturação definida pela Lei 4.360
de agosto de 1964 (foi um dos primeiros segmentos reformados) com
a seguinte conformação:

- a) como órgão normativo e banco de segunda linha, operaria uma agência estatal, o BNH, criado no entanto, com um capital e previsão de captação de recursos adicionais não muito amplos levando a crer que a principal fonte de recursos para o sistema teria origem na captação de fundos voluntários através da LI, de emissão do BNH (secundário) e (principalmente) das SCI, instituições privadas, criadas na ocasião;
- b) participariam ainda do sistema, as APE, instituições privadas, sem fins lucrativos, que poderiam aceitar depósitos de poupança dos associados; as Caixas Econômicas e entidades não financeiras, como as cooperativas e companhias habitacionais. (As Caixas poderiam aceitar depósitos de poupança, mas não emitir LI);
- c) a correção monetária teria ampla utilização no sistema, incidindo sobre os depósitos e títulos do sistema, sobre as prestações e saldos devedores das dívidas.

Apresentaram-se vários problemas à esta estruturação pensada. As LI foram regulamentadas nos moldes das ORTN, com incentivo fiscal, correção monetária posfixada, garantia do governo. Mas como pilar do sistema, esbarrava na questão dos prazos. Estes não poderiam ser muito curtos, dada a estrutura ativa do sistema, carregada no componente de longo prazo dos financiamentos imobiliários. Mas, a tentativa inicial de prazo de três anos para as LI não foi possível sustentar, ademais com a redução generalizada dos prazos iniciada com a ORTN. Sempre foi muito restrito o poder de mobilizar recursos das LI, tanto porque competiam com títulos com correção prefixada (em época de queda da taxa de inflação), de emissão de instituições de maior poder e prestígio no mercado (bancos, financeiras e BI).

Cedo, portanto, revelaram-se estreitas as possibilidades da estrutura original do SFH. A decisão de criar o FGTS e de vinculá-lo ao SFH vem daí. O FGTS é de 1966 (setembro, Lei nº 5.107), formado de 8% da folha de salários das empresas. Rende aos depositantes (os trabalhadores) jüros (atualmente de 3% a.a.) e correção monetária, podendo ser sacado sob determinadas situações, tais como desemprego e compra de casa própria.

Com a criação do FGTS o BNH reforçou suas funções de banco de segunda linha e Banco Central do sistema. No primeiro caso, usando os enormes recursos que passou a dirigir para repasses às demais instituições para que estas contratassem os empréstimos finais. No segundo, utilizando os recursos para assegurar a liquidez do sistema (aquisição de cédulas hipotecárias). Posteriormente, aos recursos do FGTS viriam a se somar os da caderneta

ta de poupança, que com o crescimento das rendas familiares (médias e altas) e a reaceleração inflacionária após 73, tiveram em seus saldos um crescimento extraordinário. (75)

Trata-se, portanto, de um sistema "fechado", garantido, amparado financeiramente e lubrificado (em termos de liquidez) pela agência estatal que gere o FGTS. Este caráter fechado do sistema, foi, inclusive o fator que o "defendeu" ante a conglomeração crescente em todo o sistema financeiro. Mas a partir da segunda metade dos 70, e muito por causa da "abertura" que representou o enorme crescimento dos depósitos de poupança, a conglomeração alcançou o SFH. (76).

Com relação à correção monetária, como já foi dito, ela foi extendida em todas as "pontas" do sistema. Aliás, frise-se que sua utilização tornou-se obrigatória por um decreto-lei (de nº 19, de 1968), expedido com base no AI-2 (que dá competência ao governo de expedir decretos-lei sobre a matéria de segurança nacional). Isto, a propósito, era absolutamente imprescindível (na presente estruturação), pois sendo a base dos recursos do sistema corrigida; pela correção monetária todas as demais "pontas" teriam de sê-lo. O segredo do sistema está em como conseguir conciliar as questões relativas ao risco de "tomadores" e "aplicadores" e como resolver a questão das garantias.

Com relação ao risco dos "aplicadores", simplesmente se passou por cima, com a instituição de um fundo compulsório, e, no caso da caderneta de poupança e da LI, aplicou-se a garantia do governo. Mas voltamos a ressaltar que no caso dos depósitos

de poupança, fundamental para o seu crescimento nos anos 70 foi o comportamento da taxa de inflação.

Com relação ao risco dos "tomadores", este não foi abolido por decreto, mas na medida em que se trata basicamente de famílias cuja única alternativa de financiamento passa pelo SFH, foi possível superá-lo sob determinadas condições. Estas condições dizem respeito à exclusão de determinadas frações da população ao sonho da casa própria (as que têm rendimentos baixos e/ou instáveis) e ao crescimento e diferenciação de rendas familiares a níveis altos (um "milagra" econômico, ao estilo brasileiro).

Com relação, por fim, à questão das garantias, esta foi encaminhada da seguinte maneira: a garantia é o próprio imóvel, objeto do financiamento. Ora, com relação ao imóvel não é possível assegurar (ou impor, como nos casos dos "aplicadores" e "tomadores" do sistema) a regra da correção "neutra". É aí, portanto, que o sistema não "fecha", no sentido de que aí o mecanismo circular de indexação não vale, pois nada garante que o valor do imóvel vá em linha à evolução arbitrada do valor da dívida.

Dois fatores permitiram por mais de um decênio que a "brecha" das garantias não aparecesse como um problema. O primeiro, foi a articulação de todo um sistema de seguros contra a inadimplência e o aprimoramento do apoio do BNH no redesconto de cédulas hipotecárias. Mas isto apenas transfere o problema. Na verdade, o fator mais importante relaciona-se à valorização enorme dos imóveis. Diz-se muito que a especulação imobiliária foi promovida pela "reforma habitacional", mas na interpretação aqui ela é também uma condição para o sistema.

As fontes de instabilidade do sistema são muitas, e todas se fizeram presentes na primeira metade dos 80 e estão em curso, mostrando na recessão o pesadelo de um sistema costurado pela correção neutra.

A recessão e a política salarial achataram os salários aumentando a inadimplência, deprimiram o recolhimento do F3TS e a meaçam retiradas da poupança.

A alta das taxas de juros desvalorizaram os imóveis, cujos preços de mercado, a despeito das tentativas de sustentação pelo governo e empreiteiros, despencaram, ameaçando liquidar o sistema de garantias do SFH, e devido ao descompasso com os valores das dívidas (os saldos devedores) indexados, o mercado de revenda de imóveis.

Finalmente, a instabilidade dos fluxos financeiros na economia, e da política econômica, tão característicos dos atuais anos 80, tomou os depósitos de poupança, numa ameaça de iliquidez para todo o sistema. (77) Há ainda um outro problema, este para o futuro. Como reagirão os saldos de poupança, se e quando a inflação reverter sua escalada atual e iniciar movimento de queda? A correção monetária nos depósitos de poupança, nestes tempos de aceleração inflacionária, criou uma nova forma de "ilusão monetária", com quem ainda terá que prestar contas.

Não queríamos encerrar sem enfatizar uma conclusão. A indexação formal não foi a solução esperada para o desenvolvimento de contratos de longo prazo, como era o objetivo original. Poderia ter ficado restrita às áreas onde efetivamente contribuiu,

ligadas não por acaso ao Estado - dívida pública e SFH (sem exi-
mí-los, como vimos, de problemas graves, oriundos na verdade da
própria indexação) - e teria cumprido seu papel. São as expecta
tivas infundadas acerca do futuro, particularmente numa "economia
inflacionária", que impedem o desenvolvimento das relações de dé
bito e crédito de prazos longos na forma (sob o domínio privado) e
intensidade que gostariam os mentores das reformas que aliás assi-
nalaram este fato em seus diagnósticos. Mas a correção "neutra"
não existe e o máximo que dela se pode obter é transferir a incer
teza de um lado para o outro, mas como tentamos mostrar, com au-
mento do risco para o sistema econômico como um todo. O equívoco
não está na introdução da correção monetária que nas contas públi-
cas e nas relações financeiras do Estado - que pode se guiar em
suas decisões por algo mais além de expectativas e incerteza so
bre o futuro - foi crucial. Reside na pretensão de dela fazer o
elo geral, comum a todos os agentes, entre o passado, presente e
o futuro.

NOTAS

- (1) A reconstituição do diagnóstico oficial será feita com base em quatro textos ("diagnósticos oficiais"): MINIPLAN- PAEG - (1964), Simonsen (1965), EPEA (1966) e MINIPLAN (1967).
- (2) MINIPLAN - PAEG (1964), pp 30-34. Sobre o diagnóstico do PAEG sobre a economia brasileira ver detalhes em Kornis (1983).
- (3) EPEA (1966), p. 125.
- (4) Idem, p.116.
- (5) MINIPLAN - PAEG (1964), p. 28.
- (6) Sobre o "diagnóstico implícito", consultar Almeida (1980) , Introdução e Kornis (1983).
- (7) MINIPLAN - PAEG (1964), p. 13. O grifo nesta, bem como em todas as citações deste trabalho, é nosso (JSGA).
- (8) Pelo projeto de reforma, os membros do CMN não teriam manda- to coincidente com o do Presidente da República, à la Siste- ma Federal da Reserva dos EUA.
- (9) Ver, a respeito deste ponto, Simonsen (1976). Sobre o con- junto de medidas reformistas há uma publicação muito útil: MINIPLAN (1965).

- (10) Para descrição e avaliação da reforma bancária (bem como sobre outros pontos de interesse), consultar Sochaczewski (1981). Consultar ainda o trabalho de Almeida (1980), pp 5-7.
- (11) MINIPLAN (1967), p. 22.
- (12) A construção pesada também; diga-se de passagem que os esquemas de financiamento das grandes obras públicas foram rapidamente reequacionados no pós-64.
- (13) Ver Simonsen (1965), p. 28 e EPEA (1966), p. 125.
- (14) Simonsen (1965), p. 66-67.
- (15) Que caíram de 1/4 do total dos depósitos em 1950 para menos de 5% em meados dos 60.
- (16) Ver para estimativas do lucro bancário e dos "spreads" dos bancos os trabalhos de Sochaczewski (1981) e Christoferses (1969). Para uma avaliação da evolução dos bancos nos anos 50 e início dos 60, ver além dos textos citados acima, Teixeira (1984), Costa (1978) e Bielschowsky (1975).
- (17) MINIPLAN (1967), p. 88.
- (18) O curioso aqui é que o diagnóstico oficial trilha um outro caminho: ao invés de estabelecer, como normalmente faz, a relação inflação - taxa de juros (nominal), estabelece a relação inversa: taxa de juros - taxa de inflação.

- (19) Simonsen (1976), p. 290.
- (20) Idem, p. 290.
- (21) Simonsen (1974), p. 132.
- (22) Ver, por exemplo, as reclamações de "timidez" dos bancos, feitas no Plano Decenal. MINIPLAN (1967), p. 88-89.
- (23) Para mais detalhes sobre este ponto, consultar Almeida (1980), pp. 11-17.
- (24) EPEA (1966), p. 146.
- (25) Idem, p. 38.
- (26) Idem, p. 150.
- (27) Idem, p. 141.
- (28) Idem, p. 149.
- (29) Para maiores detalhes, sobre o diagnóstico das financeiras, ver Almeida (1980), Cap. 2.
- (30) Cf. Caillaux (1977), p. 86.
- (31) Aqui, uma vez mais os diagnósticos alteram o sentido da relação: em vez de taxa de inflação - taxa de juros acatam:

taxa (nominal, representada pelo deságio) de juros - taxa de inflação.

- (32) Que eu saiba nunca foi proposta a correção monetária posfixada nos empréstimos bancários e a correção nos depósitos era descartada pelas razões já vistas.
- (33) Bulhões (1965), pp. 27-28.
- (34) O diagnóstico refere-se às financeiras. EPEA (1966), p.150.
- (35) Ver o item III.1.
- (36) Ver também o item III.1.
- (37) Simonsen (1965), p. 78.
- (38) Ídem, p. 71.
- (39) Ídem, p. 71.
- (40) Ídem, p. 80.
- (41) Bulhões Pedreira (1981).
- (42) Sobre a reforma habitacional, consultar os diagnósticos que vêm sendo citados.
- (43) Ver para o diagnóstico do crédito público, MINIPLAN (1967), pp. 46-50.

- (44) Aliás, esta foi a fórmula mediante a qual se contornou a lei da usura. Ela não foi derogada, mas sua incidência far-se-ia agora sobre valores reais.
- (45) Bulhões Pedreira (1981).
- (46) Simonsen (1965), p. 60.
- (47) Ídem, p. 74.
- (48) Esta última envolvia uma reforma da Lei das Sociedades Anônimas, realizada muitos anos depois.
- (49) Bulhões Pedreira (1981).
- (50) Bulhões Pedreira (1981).
- (51) Uma referência mínima incluiria: Tavares (1973 e 1978), Moura da Silva (1979) e Montoro Filho (1983). Ver ainda os textos de : Zini Jr (1981), Suzigan e outros (1972). Ver Também as dissertações de Almeida (1980) e Kornis (1983) e o trabalho recente de Teixeira (1984).
- (52) Ver Almeida (1980), Cap. 4.
- (53) Ver para detalhes Almeida (1984).
- (54) Note-se que até 1970 este índice atingido em 1973: 14,3%.

(55) Não nos deteremos acerca disto, mas o esquema de garantias que inicialmente se implantou para as operações do CDC - aliás, este foi criado em fins de 1966 -, com base na alienação fiduciária em garantia, beneficiou os bens duráveis "pesados", em particular, o automóvel. Ver a seguir o ítem 3.

(56) Não existem informações sobre os prazos praticados nas letras de câmbio, mas sabe-se que eram de no máximo 6 meses.

(57) Cabe salientar que a ORTN no ano seguinte passou à liderança entre todos os títulos do mercado, em termos de saldo.

(58) Para mais informações: Almeida (1980), p. 79-81.

(59) A correção monetária não era tributada, nem considerada juro.

(60) Sobre a Res. nº 21 e a "operação 310", ver Almeida (1980), Cap. 4.

(61) Somente pela via da imposição governamental, bem como pelo preenchimento pelos BI do antigo espaço das financeiras (a política de 4 financeiras por 1 BI) foi que estas se direcionaram à nova área de especialização.

(62) Seu número passa de 7 em 1966, quando foram criados, para 21 no ano seguinte.



(63) Taxa esta, aliás independente da taxa de inflação, que, no período, baixou à metade do valor inicial (de 40 para 20%), numa clara indicação que a taxa de inflação não influía como determinante da taxa de juros nominal.

(64) E também sobre o câmbio como ficaria definido em 1968 com a política de minidesvalorizações.

(65) Todos os agentes - inclusive o sistema bancário - posicionam-se tanto de um lado, quanto do outro.

(66) Este é o ponto em geral observado pelos economistas na avaliação crítica da "indexação".

(67) Como se recorda da reconstituição do argumento oficial, o crédito de longo prazo não teria desenvolvido pelo risco que os emprestadores correriam numa economia inflacionária se aceitassem contratos longos e sem um mecanismo protetor. As reformas julgaram suficiente neutralizar este risco, o que seria obtido com a correção monetária. Não se aperceberam que com isto apenas transferiam, no caso para os tomadores de empréstimo, de forma que o problema persistiu. (Onde de fato a correção monetária foi decisiva foi na dívida pública e no SFH).

(68) Nos atuais anos 80 o governo forçou a generalização da posfixação em títulos e dívidas. A nosso ver isto eleva o nível de risco em operar o sistema econômico e tem como consequência trapartida o encurtamento dos prazos. Cabe ainda acrescentar

um outro tipo de risco associado aos contratos com correção posfixada que é tanto maior, quanto maior é a taxa de inflação, a situação de instabilidade econômica e o reconhecimento (ou mesmo o simples debate) sobre a consequência inflacionária da indexação (como nos atuais anos 80): o risco de uma "desindexação" ou "expurgo" da correção monetária. Também há o risco no sentido contrário: o de uma arbitragem maior - casos das máximas valorizações do cruzeiro de 1979 e 1983.

(69) Mas persiste o risco da mudança do padrão arbitrado.

(70) A coisa muda de figura em conjunturas em que os agentes não antecipam queda da taxa de inflação: neste caso e dependendo das expectativas inflacionárias, a possível perda de capital nos contratos prefixados pode compensar o risco e todos preferem contratos posfixados.

Em 1982 o governo determinou a posfixação generalizada nos títulos (CDB, além dos demais já posfixados). A conjuntura inflacionária facilitou a admissão pelo mercado da medida. Mas os prazos tiveram que ser reduzidos (da CDB e da poupança) para compensar o risco da posfixação.

(71) Keynes (1936), Cap. 12, p. 34.

(72) Por estas intenções fica claro o sentido de armar um sistema financeiro que captasse "poupanças" e não capital especulativo.

(73) Uma economia de trocas?

(74) Serviço de Proteção ao Crédito.

(75) Até fins dos 70. Nos anos 80, os saldos de poupança mostram forte instabilidade.

(76) A captação de depósitos de poupança depende ou de rede de agências junto aos "poupadores", ou de acesso a investidores financeiros. Ambas as coisas favorecem os grandes bancos.

(77) Aqui poderíamos lançar mão do "argumento geral" contrário à correção neutra, que descartamos na análise do item III.2 : para que o SFH não enfrentasse estes problemas (ou que estes fossem reduzidos a um mínimo), a recessão em seus efeitos deveria ser "neutra", assim como a política salarial, o preço do dinheiro, os movimentos de capitais ...

B I B L I O G R A F I A

- ALMEIDA, Júlio Sérgio (1980). As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais. O descaminho do projeto liberal. Tese (mestrado) UNICAMP, 1980.
- ALMEIDA, Júlio Sergio (1980). Um Estudo sobre as financeiras no triênio 1965-67. Revista Brasileira do Mercado de Capitais,⁶ (17): 189-201, mai/ago 1980.
- BIELSCHOWSKY, Ricardo Alberto (1975). Bancos e Acumulação de Capital na Industrialização Brasileira - Uma análise introdutória (1935/1962). Brasília, Tese de Mestrado, UnB, 1975, mimeog.
- BULHÕES, Octávio G. de (1963). A Luta contra a Inflação. Digesto Econômico. Rio de Janeiro, 20 (183): 24-29, mai/jun 1965.
- BULHÕES PEDREIRA (1980). Entrevista ao Boletim do IERJ, nº 14, junho de 1980.
- CAILLAUX, Elisa Lustosa (1977). Ordenamento Jurídico do Mercado de Capitais: Um estudo de formação de política. Rio de Janeiro, IUPERJ, 1977, mimeo.
- CAMPOS, Roberto de Oliveira (1964). O Governo, a Moeda e o Tempo. Rio de Janeiro, Apec, 1964.
- CAMPOS, Roberto de Oliveira (1968). Do Outro Lado da Cerca. Rio de Janeiro, Apec, 1968.
- CENTRO CEPAL/BNDE. Brasil 66: A Evolução Recente da Economia Brasileira. Campinas, DEPE, s.d., mimeo.
- CHRISTOFFERSEN, Leif E. (1969). Taxas de Juros e a Estrutura de um Sistema de Bancos Comerciais em Condições Inflacionárias. Revista Brasileira de Economia, 26(2): 5-34, abr/jun 1969.
- COSTA, Fernando Nogueira (1978). Bancos em Minas Gerais (1663-1964). Campinas, Tese de Mestrado, 1978, mimeo.
- DAIN, Sulamis. (1973) Mudanças nos Padrões de Financiamento no Desenvolvimento Brasileiro Recente. Santiago, Tese de Mestrado, ESCOLATINA, 1973, mimeo.
- COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA (CEPAL). (1976) O Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina. In: SERRA, José (coord.). América Latina: Ensaio de Interpretação Econômica. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976, pp.108-149.
- ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA) (1966) Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais; Diagnóstico Preliminar para o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social. Rio de Janeiro, EPEA, 1966.
- FERREIRA, Edésio Fernandes (1974). A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil. In: Política Monetária e Dívida Pública. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974, pp.279-400.

- GAMBOA, Roberto de. (1971) Desenvolvimento Financeiro Recente e Fontes Externas das Empresas. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971, mimeo.
- KEYNES, J.M. (1936) Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1970.
- KORNIS, George. (1983) Repensando o PAEG: Uma revisão das Análises da Política Econômica Brasileira - 1964-66. Tese Mestrado, UNICAMP, 1983, mimeo.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. (1965) O Programa de Ação e as Reformas de Base. Rio de Janeiro, EPEA, 1965, 2 v.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. (1964) Programa de Ação Econômica do Governo - 1964-1966 - Síntese. Rio de Janeiro, EPEA, Documentos EPEA nº 1, 1964.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. (1967) Política Monetária e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro, MINIPLAN (Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Aspectos Macroeconômicos, t.2, v.2), 1967.
- PEREIRA, José Eduardo de Carvalho. (1974) Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa nº 27, 1974.
- SILVA, A.M. (1979) Intermediação Financeira no Brasil. mimeo., 1979.

- SILVA, Maria da Conceição. (1976) A Dívida do Setor Público Brasileiro: Seu Papel no Financiamento dos Investimentos Públicos. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa nº 32, 1976.
- SIMONSEN, Mário Henrique (coord.) (1965). O Mercado Brasileiro de Capitais. Rio de Janeiro, EPEA, Documentos EPEA nº 2, 1965.
- SIMONSEN, Mário Henrique. (1964) A Experiência Inflacionária no Brasil. Rio de Janeiro, IPÊS, 1964, 112 p.
- SIMONSEN, Mário Henrique. (1969) Inflation and the Money and Capital Market of Brazil. In: Ellis Horward S. (ed.). The Economy of Brazil. Berkeley, The Univ. of California Press, 1969.
- SIMONSEN, Mário Henrique. (1976) Sistema Bancário Brasileiro. In: GUDIN, Eugênio. Princípios de Economia Monetária. Rio de Janeiro, Agir, 1976m v.1, pp. 279-301.
- SIMONSEN, Mário Henrique e CAMPOS, Roberto de Oliveira. (1974) A Nova Economia Brasileira. Rio de Janeiro, Liv. José Olympio, 1974.
- SOCHACZEWSKI, A.C. (1980) Financial and Economic Development of Brazil: 1952-68. Tese Dout., Un. de Londres, 1980, mimeo.
- SUZIGAN, Wilson et alii (1972). Financiamento de Projetos Industriais no Brasil. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa nº 9, 1972.

TAVARES, Maria da Conceição. (1973) Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente. In: --- Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 1973, pp. 209-263.

TAVARES, Maria da Conceição. (1973) Notas Sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento. In: Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, pp. 127-152.

TAVARES, Maria da Conceição. (1978) Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Economia Brasileira. Rio de Janeiro, Tese Professor Titular, UFRJ, 1978, mimeo.

TEIXEIRA, Aloísio. (1984) O Sistema Financeiro do Brasil: Reformas e Desempenho no Ciclo. Rio de Janeiro, IEI, mimeo.

ZINI, Jr. A. (1982) Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: Da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos 80. Tese Mestrado, UNICAMP, 1982, mimeo.

PUBLICAÇÕES DO IEI EM 1984

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

- | | Nº de páginas |
|---|---------------|
| 42. ARAUJO JR., José Tavares de. <u>Mercados contestáveis e concorrência Schumpeteriana nas economias de industrialização recente</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 42). | 42 |
| 43. ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de. <u>A crise no mercado paralelo de letras: causas e consequências sobre a reforma financeira de 1964-66</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão, 43). | 24 |
| 44. FIORI, José Luís. <u>Por uma economia política do tempo conjuntural</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão, 44). | 67 |
| 45. PENA, Maria Valéria J. <u>Operárias e Política Operária (1900-1920)</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 45). | 21 |
| 46. ZONINSEIN, Jonas. <u>Capital financeiro, demanda efetiva e causas da crise</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 46). | 25 |
| 47. HOBDDAY, Mike. <u>The brazilian telecommunications industry: accumulation of microeletronic technology in the manufacturing and services sectors</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 47). | 69 |
| 48. ERBER, Fabio Stefano. <u>The capital goods industry and the dynamics of economic development in LDCs - The case of Brazil</u> . IEI/UFRJ. Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 48). | 42 |
| 49. CASTRO, Antonio Barros de. <u>Ajustamento & adaptação estrutural: a experiência brasileira</u> . IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 49). | 19 |

	Nº de páginas
50. GUIMARÃES, Eduardo Augusto. <u>The activities of brazilian firms abroad.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 50).	97
51. ARAUJO JR., José Tavares de. <u>Eficiência e acumulação de capital: Notas sobre a hipótese de Hirschman.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 51).	16
52. ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. <u>Consequências financeiras do monetarismo.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 52).	52
53. SCHMITZ, Hubert. <u>Technology and labour utilisation in industry.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 53).	10
54. PROCHNIK, Victor. <u>As possibilidades das empresas nacionais: o caso do cimento.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 54).	35
55. TAUILLE, José Ricardo. <u>Microeletrônica e automação: a nova fase da indústria automobilística brasileira.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 55).	19
56. ARAUJO JR., José Tavares. <u>Comércio exterior e mudança estrutural na economia brasileira: 1970-1983.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984 (Discussão 56).	22
57. CHUDNOVSKY, Daniel. <u>South-South trade in capital goods. The Latin American experience.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 57)	67
58. UNGER, Kurt e KUSHIDA, Sumiko. <u>La estructura industrial y comercial de los Estados Unidos: reflexiones para el estudio de la internacionalización de la producción.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 58)	23
59. ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. <u>As reformas financeiras de 1964-65: Objetivos, rumos e desvios.</u> IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984. (Discussão 59).	80