

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 254

O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO
NA DÉCADA DE 80 E OS REFLEXOS
DO DESAJUSTE DO SETOR PÚBLICO

Claudio R. Contador *

Setembro de 1991

* Professor de Economia da COPPEAD/UFRJ.

I - AS FASES HISTÓRICAS

Ao longo das três últimas décadas, o setor financeiro passou por quatro fases bem características: a "Reconstrução", no período 1964-68; a "Consolidação", de 1969 a 1973; a "Expansão-com-Desvios-Consentidos" de 1973 a 1979; e o "Disfuncionamento" após 1980. A fase de "Reconstrução" é a mais rica sob o ponto de vista institucional e de maior impacto. Começou com a ampla Reforma Monetária de 1964-66, responsável pela criação do Banco Central; da indexação formal; das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; do Sistema Financeiro da Habitação; da Lei do Mercado de Capitais; e de instrumentos de crédito para o financiamento do consumo de bens duráveis, dentre tantas medidas. Graças a este conjunto de medidas, foi possível reorganizar as finanças públicas e expandir a taxa de investimento da economia. As conseqüências surgiram na fase seguinte da "Consolidação", com vigoroso crescimento econômico, simultâneo à queda da taxa de inflação e ao crescimento do comércio com o exterior. Foi o chamado "milagre econômico". Nesta fase de "Consolidação", ocorreu a expansão das instituições financeiras privadas, modernas, sofisticadas em equipamento e pessoal. A taxa de investimento continua em expansão, atendida pelas poupanças privadas (famílias e empresas), em cerca de 14%, pelo superávit do setor público, com 5%, e a poupança externa (déficit em transações correntes) com 2% do PIB. Esta fase seria interrompida em 1973, com o choque do petróleo, que alterou a estrutura doméstica dos preços relativos, pressionou a taxa de inflação e forçou a drenagem de recursos para o exterior, através da importação de petróleo. A instituição

oficial dominante é o Banco Central, que mantém vigilância sobre a liquidez e juros.

De 1973 a 1979, o Brasil vive a fase de anestesia através dos subsídios crescentes para amortecer as pressões inflacionárias da mudança na estrutura de preços relativos. A autonomia do Banco Central em controlar a liquidez é perdida, e o Tesouro Nacional - de onde fluem as decisões sobre subsídios - assume o papel central. As contas públicas são moldadas para uma nova fase de déficits operacionais. Adia-se o ajuste necessário à custa da retomada da inflação. O setor financeiro continua em crescimento, com a criação de novos ativos financeiros, e modernização operacional das instituições. A rentabilidade do setor financeiro é compartilhada com os retornos atraentes nas aplicações de curto prazo. No final desta fase, as funções de canalizador de recursos entre poupadores líquidos e investidores privados líquidos são corrompidas, com o aplauso ou consentimento de empresas e famílias, (a)traídos pelas vantagens das aplicações financeiras de curto prazo. Um novo choque de petróleo encerra esta fase.

A partir de 1980, a economia brasileira entra numa fase de "Disfuncionamento" geral, marcada pela perda do dinamismo, pela crescente inflação e pelos planos heterodoxos. Em cada passo, o setor financeiro é forçado a reorganizar-se. A primeira experiência heterodoxa desastrosa ocorre em 1980, com a prefixação da correção monetária em 50%, bem inferior à taxa de inflação de 110%. O resultado é a queda na poupança

voluntária, o aumento do consumo, a desorganização do Sistema Financeiro da Habitação, o aumento nos subsídios, a desmonetização e o desajuste das tarifas públicas. O segundo choque do petróleo exige a aceleração dos programas de energia alternativa. O déficit público se instala, e o setor financeiro torna-se cúmplice involuntário mas consciente da extração de recursos do setor real. A concentração de renda se acentua, a taxa de investimento fixo diminui, a recessão se instala, e a inflação galga patamares crescentes. A crise financeira internacional de 1982, acelerada pela Guerra das Malvinas e a moratória do México, culmina com o "Setembro Negro", que tranca a porta de novos recursos para o Brasil. Os encargos das dívidas interna e externa pesam, provocando a redistribuição perversa das rendas a nível doméstico (com a dívida mobiliária) e a nível internacional (com a renda real transferida para os bancos credores da dívida externa). A necessidade de giro e de ampliação da dívida mobiliária reduz o prazo dos títulos e impõe juros reais crescentes. Os investimentos fixos diminuem, o crédito ao setor privado deixa de ser interessante e as atenções de famílias e empresas voltam-se para os papéis públicos.

II - AS DUAS ÓTICAS

Estas fases podem ser examinadas sob duas óticas. A primeira focaliza os fluxos de investimento e de poupança real, e é vista nas Tabelas 1 a 4. Como mostra a Tabela 1, antes da Reforma de 1964-66, a taxa de investimento fixo era em torno de

15% do PIB, fortemente centrada em recursos domésticos. A partir de 1964, a taxa de investimento cresce até os 22,4% do PIB na média de 1975-81, ainda com ajuda de poupança pública e agora acrescida pela poupança externa. Porém, a partir de 1983, o déficit público drena poupanças crescentes das famílias e empresas. A poupança privada cresce através dos mecanismos forçados, até quase um quarto do PIB em 1989, enquanto a poupança externa desaparece. Em termos líquidos, dos 24,2% do PIB da poupança privada, cerca de 7,3% são destinados ao financiamento do déficit público. A poupança líquida de 16,5% do PIB - em queda - corresponde aos recursos usados para investimento fixo, uma taxa modesta perante as grandes necessidades do país. Em 1990, o desequilíbrio do setor público diminui, porém as medidas de bloqueio dos saldos financeiros, de mudanças freqüentes de regras e de permanentes ameaças da antiga equipe econômica não permitem restaurar o volume de poupança nem a sua alocação em termos de curto e longo prazos.

A Tabela 2 mostra, ainda com esta ótica, o que aconteceu com o crédito. Entre 1963 e 1979 - ou seja durante as três primeiras fases - a oferta total de crédito cresceu cerca de 12 vezes em termos reais, principalmente nas operações de longo prazo, que cresce mais de 20 vezes. No meio da fase de "Disfuncionamento Financeiro", em 1985, a oferta total de crédito atingia Cr\$ 21,5 bilhões a preços de 1990, contra Cr\$ 22,4 bilhões em 1979. Se não fosse o aumento de crédito por parte das instituições privadas, a queda poderia ser muito maior.

Tabela 1
A Decomposição dos Investimentos e da Poupança
Em percentuais do Produto Interno Bruto

Período	Investimento			P o u p a n ç a			
	Privado	Público	Total	Privada	Pública	Doméstica	Externa
1947-50	...	...	12,5	...	...	11,9	0,6
1951-64	...	...	14,9	...	...	14,0	0,9
1965-74	16,3 ^a	4,1 ^a	20,8	13,6 ^a	5,6 ^a	18,8	2,0
1975-81	19,2	3,1	22,4	16,2	2,7	18,9	3,5
1982-87	15,4	2,4	17,8	20,3	-4,4 ^b	15,9	1,9
1985	14,1	2,3	16,4	25,5	-9,2	16,3	0,1
1986	15,6	3,1	18,7	23,5	-6,8	16,9	2,0
1987	14,7	3,2	17,9	23,3	-5,8	17,5	0,4
1988	13,8	3,2	17,0	22,8	-4,5	18,3	-0,1
1989 ^c	13,8	2,9	16,7	24,2	-7,3	16,9	-0,4
1990 ^c	...	...	16,0	14,3	1,2	15,5	0,5

Fontes : Fundação Getúlio Vargas
Fundação IBGE
Estimativas próprias
a) Relativo ao Período 1970-74
b) Relativo ao Período 1982-86
c) Preliminar, estimativas próprias

Tabela 2
A Distribuição da Oferta de Crédito¹
Em Cr\$ bilhões, a preços de dezembro de 1990²

	1952		1963		1979		1985	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Curto Prazo: ³	1,36	76,2	1,45	79,0	14,7	65,4	9,16	42,6
Pelo Setor Público	0,96	53,9	1,03	56,2	7,09	31,6	2,83	13,2
Pelo Setor Privado	0,40	22,3	0,42	22,9	7,58	33,8	6,33	29,4
Longo Prazo:	0,42	23,7	0,38	20,9	7,76	34,6	12,3	57,4
Pelo Setor Público	0,32	17,9	0,34	18,3	5,11	22,8	4,83	22,4
Pelo Setor Privado	0,10	5,8	0,04	2,6	2,64	11,8	7,52	35,0
Total:	1,79	100	1,83	100	22,4	100	21,5	100
Pelo Setor Público	1,28	71,8	1,36	74,5	12,2	54,4	7,66	35,6
Pelo Setor Privado	0,50	28,2	0,46	25,5	10,2	45,6	13,8	64,4
Em proporção do PIB	33,9 %		17,6 %		66,7 %		55,2 %	

Fonte dos dados originais : Banco Central

¹ As somas podem diferir devido a arredondamentos.

² Segundo o Índice Geral de Preços, Disponibilidade Interna.

³ Operações com menos de um ano.

Para completar a análise com a ótica dos fluxos de renda, as Tabelas 3 e 4 apresentam a evolução do resultado das contas do setor público, com os conceitos de saldo operacional (entitulado de NFSP - Necessidades de Financiamento do Setor Público) e nominal, sendo este último o que nos interessa para associar aos fluxos financeiros. Numa economia aberta ao exterior, qualquer desequilíbrio de um setor tem que ser compensado automaticamente por desequilíbrio agregado dos demais setores. Por exemplo, o déficit nominal do setor público em 1981, de 12,5% do PIB foi financiado pelo superávit (leia-se poupança) de 8,2% do setor privado (famílias e empresas) e mais 4,3% do PIB, proveniente da poupança do exterior (que, por definição, corresponde ao déficit em transações correntes). Infelizmente, parte das estatísticas confiáveis para 1986 e 1987 perderam-se com desorganização das contas públicas após o Plano Cruzado. Com a crise financeira internacional de 1982, a fonte externa de financiamento do déficit público - que continua crescendo - desaparece. Recai sobre o setor privado a conta do desajuste, em alguns anos acrescido de envio de recursos para o exterior (superávit em transações correntes). Assim, em 1989, as poupanças do setor privado têm que financiar o déficit público de 83,1% e mais o superávit nas transações correntes de 0,4% do PIB. Pelas estatísticas de 1990, ainda preliminares, o déficit público, em qualquer dos conceitos, diminuiu, mas ainda pesa sobre o setor privado o ônus do ajuste.

Tabela 3
Déficit Público em Proporção do PIB

	NOMINAL	OPERACIONAL (NFSP)
1981	12,5 %	6,2 %
1982	15,8 %	7,7 %
1983	19,9 %	4,4 %
1984	21,8 %	2,9 %
1985	28,6 %	9,2 %
1986	...	6,8 %
1987	...	5,8 %
1988	43,0 %	4,5 %
1989	83,1 %	7,3 %
1990p	26,9 %	-1,2 %

Fontes : Banco Central
Fundação Getúlio Vargas
(p) Preliminar.

Tabela 4
A Dimensão do Desequilíbrio Macroeconômico
Saldos Nominais em Percentuais do PIB

	Déficit do SETOR PÚBLICO	Superávit do SETOR PRIVADO	Déficit em TRANS. CORRENTES
1981	12,5 %	8,2 %	4,3 %
1982	15,8 %	10,0 %	5,8 %
1983	19,9 %	17,2 %	2,7 %
1984	21,8 %	22,1 %	-0,3 %
1985	28,6 %	28,5 %	0,1 %
1986	...	...	1,6 %
1987	...	...	0,5 %
1988	43,0 %	43,1 %	-0,1 %
1989	83,1 %	83,5 %	-0,4 %
1990p	26,9 %	26,4 %	0,5 %

Fontes : Banco Central do Brasil
Ministério da Fazenda
Estimativas próprias
p Estatísticas preliminares.

A segunda ótica para analisar o setor financeiro examina a evolução dos ativos financeiros. A forma mais simples é através da composição dos haveres financeiros por emissão do setor público e privado. Isto é feito nas Tabelas 5 e 6. A Tabela

5 mostra a lenta desmonetização da economia brasileira desde 1970, quando a base monetária atingia 5,3% do PIB e os meios de pagamentos M1, quase 16%. Em 1989, em resposta à criação de ativos substitutos e do custo real imposto pela inflação crescente, a base monetária era pouco maior que 1% e M1, 2,2 do PIB. Mostra ainda que o endividamento mobiliário do setor público cresceu na década de 80 dos 4% do PIB para quase 13% em 1989, em detrimento dos ativos de emissão do setor privado, como os depósitos a prazo.

Tabela 5

Comportamento dos Ativos Financeiros em Poder Público
em Relação ao PIB

Final de Período	Base Monetária	Papel Moeda	Depósitos Vista	M1	Títulos Federais	M2	Depósitos de Poupança	M3	Depósitos Prazo	M4
1970	5,30	2,38	12,88	15,71	4,37	20,08	0,69	20,77	1,73	22,50
1971	5,01	2,58	12,81	15,39	4,48	19,87	1,15	21,02	2,53	23,55
1972	4,76	2,55	12,42	14,97	5,38	20,35	1,67	22,02	3,81	25,83
1973	4,27	2,49	12,45	14,93	5,92	20,85	2,12	22,97	4,39	27,37
1974	3,90	2,29	11,90	14,19	5,27	19,46	2,77	22,22	3,93	26,16
1975	3,42	2,19	11,33	13,52	6,23	19,74	4,07	23,81	4,20	28,01
1976	3,38	2,05	10,36	12,41	7,16	19,57	5,03	24,60	3,98	28,57
1977	3,88	1,88	9,44	11,31	7,08	18,41	5,93	24,33	4,10	28,43
1978	4,08	1,88	9,11	10,99	7,36	18,36	6,31	24,67	4,89	29,56
1979	4,01	1,79	8,45	10,25	6,41	16,66	6,74	23,40	5,03	28,43
1980	3,40	1,48	7,26	8,75	4,21	12,96	6,34	19,30	3,95	23,25
1981	2,80	1,30	6,00	7,30	5,44	12,74	7,04	19,78	3,72	23,50
1982	2,56	1,19	5,31	6,50	6,76	13,26	8,08	21,33	4,52	25,86
1983	2,12	0,98	4,18	5,16	6,04	11,20	9,15	20,35	4,98	25,33
1984	1,63	0,74	3,05	3,79	6,56	10,35	9,44	19,79	5,70	25,50
1985	1,56	0,75	2,98	3,73	10,39	14,13	9,20	23,33	6,17	29,50
1986	4,40	2,10	9,10	11,20	8,90	20,13	8,10	28,20	7,20	35,40
1987	2,30	1,10	3,70	4,80	10,60	15,40	10,20	25,60	4,40	30,00
1988	1,50	0,80	2,00	2,80	10,40	13,28	10,50	23,80	4,30	28,00
1989	1,40	0,80	1,40	2,20	12,90	15,00	6,70	21,80	3,10	24,90
1990	2,30	1,40	2,10	3,50	2,60	6,10	3,30	9,40	3,50	12,90

Fonte : Banco Central do Brasil

A Tabela 6 é ainda mais contundente. Primeiro, ao mostrar o rápido crescimento da superestrutura financeira, bem acima do crescimento econômico - que também não foi pequeno.

Desde a Reforma Monetária de 1964-66, a participação do estoque de ativos financeiros no PIB cresceu dos 22-25% para aproximadamente 35-40% nos quinze anos seguintes e no final da década de 80 atingia mais de 160%. Segundo, o setor público comandou o processo de intermediação financeira, não apenas através da legislação, mas também pela participação direta. Em 1963-65, o estoque de ativos financeiros de emissão do setor público participava com 37-40% do total, crescendo gradualmente para os 50% no início da década de 80. Ao encerrar este último período, caracterizado pelos déficits públicos, os ativos de emissão do setor público predominavam, com mais de 80% do total.

Tabela 6
Distribuição do Estoque de Ativos Financeiros por Emissor¹
Em Percentuais

	Em proporção do PIB			Participação
	Setor Público	Setor Privado	Total	S.Público/Total
	(1)	(2)	(3)	(1)/(3)
1946	17,8	17,5	35,3	50,5
1950	13,5	17,6	31,1	43,4
1955	12,1	12,6	24,7	49,1
1960	10,4	14,2	24,6	42,3
1963	9,3	13,3	22,6	41,1
1965	9,5	15,8	25,3	37,5
1970	14,5	17,6	32,1	45,2
1975	26,8	17,5	44,3	60,5
1980	17,3	17,7	35,0	49,4
1981	24,6	18,3	42,9	57,3
1982	28,6	19,4	48,0	59,6
1983	42,7	16,4	59,1	72,2
1984	41,9	19,8	61,7	67,9
1985	52,1	16,5	68,6	75,9
1986	50,6	13,5	64,1	78,9
1987	55,5	33,1	88,6	62,6
1988	91,3	29,8	121,1	75,4
1989	140,5	24,1	164,6	85,4
1990	58,6	12,9	71,5	82,0

Fonte dos dados brutos : Banco Central

¹ Ativos financeiros considerados: papel-moeda; depósitos a vista; depósitos a prazo; depósitos de poupança; letras de câmbio; letras imobiliárias; títulos federais de emissão do Tesouro Nacional e Banco Central; títulos estaduais e municipais.

III - E OS ANOS 90 ?

As duas vertentes estratégicas do Governo Collor - a abertura comercial e financeira da economia e a reforma do setor público - traçam os rumos para o setor financeiro na década de 90. Os elementos institucionais essenciais para a modernização financeira articulada com o crescimento econômico e maior equidade social são: (a) a independência do Banco Central; (b) a indexação praticada apenas nos instrumentos e contratos de longo prazo; (c) um mecanismo cambial auto-regulado e mais dinâmico do que as desvalorizações regradas pela inflação passada; (d) a regulação preventiva retribuída aos casos de abuso do poder econômico; e (e) estabilidade de regras. Além disto, é ainda exigido um setor público funcional e equilibrado financeiramente, uma taxa de inflação modesta e previsível, e a atividade econômica em expansão.

A avaliação neste meado de 1991 aponta que algumas exigências estão sendo atendidas parcialmente ou encaminhadas. Em primeiro lugar, as pressões para maior autonomia do Banco Central já sensibilizaram os segmentos mais importantes do Congresso, dos empresários do setor real e do setor financeiro. É portanto uma questão de tempo. Em segundo lugar, as autoridades monetárias atuais procuram ativamente quebrar a prática da indexação diária, e ampliar o horizonte das aplicações e contratos. Em terceiro lugar, o mecanismo de ajuste cambial estabelecido em 1990 é a chamada "flutuação suja", menos traumática e mais efetiva do que a rigidez das desvalorizações pela inflação passada. Em contrapartida, a desregulação é ainda incipiente e a estabili-

dade de regras, uma promessa nos discursos oficiais.

Dos elementos complementares, houve um inegável avanço no saneamento do setor público, mas ainda insuficiente e insustentável. O fator favorável é a obstinação do Executivo nas reformas. Se, por um lado, a inflação ameaça encastelar-se em patamares instáveis das proximidades dos dois dígitos mensais, a retomada da atividade econômica é incontestável, embora ameaçada.¹

Certamente, os obstáculos são conjunturais e não resistem à busca obstinada das reformas. Por isso, o setor financeiro deveria preocupar-se com as tendências maiores de abertura da economia e de saneamento do setor público. Na primeira vertente estratégica, o setor financeiro tem uma grande oportunidade de intermediar as poupanças e capitais externos para investimentos fixos no Brasil, seja através de Fundos de Participação, seja através de co-participação, e de desenvolver instrumentos ágeis para o financiamento de exportações e importações. A criação do MERCOSUL é uma excelente oportunidade para a expansão financeira do Brasil (o país melhor aparelhado) na região. E na segunda vertente, a reforma do setor público exige a reativação ordenada da dívida mobiliária, única forma de reconquistar o ativismo da política monetária, assegurar autonomia ao Banco Central, e financiar - sem expansão da liquidez nominal - os desequilíbrios sazonais de caixa do Tesouro Nacional.

¹Ver o Boletim Indicadores Antecedentes, da Editora AMR, São Paulo.