

S  
UFRJ/IEI  
TD43

043280-6

idade Federal do Rio de Janeiro

# Instituto de Economia Industrial



TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 43 -  
A CRISE DO MERCADO PARALELO DE  
LETRAS: CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS  
SOBRE A REFORMA FINANCEIRA DE  
1964-66

*Júlio Sergio Gomes de Almeida*

Fevereiro, 1984

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL



A CRISE DO MERCADO PARALELO DE LETRAS:  
CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS SOBRE A REFORMA FINAN  
CEIRA DE 1964-66

*Júlio Sergio Gomes de Almeida*  
Fevereiro, 1984



43 - 016376

A CRISE DO MERCADO PARALELO DE LETRAS: CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS  
SOBRE A REFORMA FINANCEIRA DE 1964-66

Júlio Sergio Gomes de Almeida (\*)

1. Introdução

Mercados paralelos de vários tipos - de câmbio, de dinheiro, de títulos - surgem, desaparecem, ressurgem novamente de tempos em tempos. Deles, quase que por definição, não se dispõe de cobertura estatística ou de qualquer outro tipo de informação oficial, sendo que em alguns casos (os mercados paralelos de dinheiro constituem exemplos frisantes), nem mesmo na imprensa especializada - uma das únicas fontes disponíveis - encontra-se notícias sobre eles. Assim, dificilmente se conhece ao certo dados tão indispensáveis quanto o volume de operações destes mercados, as características quanto aos prazos dos negócios, taxas das operações, clientes e aplicadores típicos, etc. A carência de informações, portanto, pode chegar a ser absoluta, dificultando enormemente os estudos que visam elucidar, para cada momento específico, causas e conseqüências do surgimento, da evolução e da desativação destes mercados. Em grande parte devido a isto, são raros os estudos que, seja ao nível empírico, seja ao nível analítico, cubram em profundidade o tema.<sup>1</sup>

O presente artigo trata de um desses mercados, o mercado paralelo de letras, que alcançou grande movimentação na primeira metade da década de sessenta. Tem duplo objetivo: estudar as condições externas e internas do mercado, que o moveram ora

---

(\*) Da FEA e do IEI, UFRJ

(1) Não é de meu conhecimento estudos sobre os mercados paralelos no Brasil no período que será coberto por este artigo (1.a metade dos 60), com a exceção de uma rápida abordagem sobre o mercado paralelo de letras e o mercado negro de divisas encontrada no documento Política Monetária e Mercado de Capitais (Rio de Janeiro, Miniplan, t.2, v.2, 1967 - Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social. O Prof. R.Dornbusch vem coordenando pesquisas sobre o mercado paralelo de dolar no Brasil, nas para um período recente. Ver R. Dornbusch, D. Valente Dutra, C. Pechman, R. Rezende Rocha e D. Simões, "O Mercado Negro de Dólares no Brasil". Revista Brasileira de Economia, V.36, nº 1, Jan./Mar. 1982

na direção da expansão, ora na da retração e apontar as consequências de sua crise final para o desenvolvimento de determinados segmentos de sistema financeiro na segunda metade dos anos sessenta. Como se procurará mostrar, os rumos da Reforma Financeira de 1964-66 tiveram condicionantes importantes na crise do mercado paralelo.

2. Origem do Mercado Paralelo

Vários estudos sobre o sistema financeiro brasileiro apontam a sua inadequação relativamente às profundas mudanças pelas quais passou a economia brasileira desde pelo menos os anos 50<sup>2</sup>, situação esta apenas revertida a partir das reformas financeiras empreendidas no período 1964-66.

Em tal inadequação, mas também nos efeitos da crise econômica que se desencadeia a partir de 1961, encontram-se as raízes do surgimento do mercado paralelo de letras. Vejamos pois, sucintamente, nesta seção, os pontos que marcaram aquela "inadequação", bem como de que modo a crise econômica agravou os problemas de financiamento das empresas, dando lugar ao paralelo. Nas seções seguintes, trataremos da natureza e da "dinâmica interna" deste mercado, que o conduziu a um auge mas também, logo a seguir, a uma profunda crise que virtualmente o exterminou. Encerram o artigo observações acerca das repercussões desta crise final sobre o mercado financeiro institucionalizado.

O ponto de partida da inadequação financeira pode ser colocado no marco da industrialização brasileira dos anos 50. Como observou Tavares, a diversificação processada na estrutura

(2) Isto é apontado, explícita ou implicitamente, por autores tão diferentes quanto à abordagem que deram ao assunto quanto Tavares e Simonsen. Ver de Maria da Conceição Tavares os ensaios "Notas sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento" e "Natureza e Condições do Desenvolvimento Financeiro Recente", reunidos no livro Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 1973. De Mário Henrique Simonsen, O Mercado Brasileiro de Capitais. Rio de Janeiro, EPEA (Documentos EPEA nº 2), 1965 e Situação Monetária Creditícia e do Mercado de Capitais: Diagnóstico Preliminar para o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social. Rio de Janeiro, EPEA, 1966.

industrial com a implantação de setores produtores de meios de produção e de bens de consumo duráveis "pesados" teve "um significado múltiplo para o problema do financiamento (das empresas), ensejando uma substancial elevação da demanda por recursos financeiros de curto, médio e longo prazos"<sup>3</sup>. Ademais, com a industrialização, colocava-se paralelamente um novo problema no que diz respeito às relações entre empresas e sistema financeiro: a estrutura de capital, particularmente das empresas líderes daquele processo (grandes empresas oligopolistas, nacionais e estrangeiras) era inteiramente distinto da estrutura pré-existente.

No que diz respeito às novas necessidades de capital de empréstimo, a inadequação do sistema de crédito fica patente observando-se a manutenção do largo predomínio entre as instituições financeiras do sistema bancário tradicional, operando fundamentalmente (e crescentemente) no curto prazo e, ainda mais, demonstrando relativamente pouca capacidade de expandir o crédito.<sup>4</sup>

É certo que, ante este quadro, algumas modificações começaram a despontar, antecipando em certos casos as reformas do

(3) A autora relaciona três fatores responsáveis por isso: "- a extensão e a interiorização do processo produtivo: a introdução de uma série de elos entre a produção primária e os bens finais implica o aumento do coeficiente de requisitos financeiros internos por unidade de produto global, em particular por unidade de valor agregado para a indústria, o setor que mais ampliou suas etapas de produção". "- a intensificação de capital: (...) mesmo quando não haja aumentado a taxa global de formação de capital fixo na indústria, a mudança da composição dos investimentos com a concentração em setores de maior intensidade de capital, maior escala e longo prazo de maturação obrigam a vultosas imobilizações financeiras, pressionando a demanda de recursos de longo prazo". "- o aumento do coeficiente de "acionalização" da indústria: em termos reais, tem sua contrapartida financeira, do ponto de vista do financiamento corrente, no aumento dos custos relativos de certos insumos e equipamentos antes importados e na perda automática de supply credits." Maria da Conceição Tavares, Notas Sobre o Problema ..., op.cit., pp.136-137.

(4) As exceções ficam por conta da agência estatal BNDE, que concedia empréstimos a longo prazo e de algumas linhas de crédito a prazo mais dilatados do Banco do Brasil, também estatal.

período 1964-66. Como exemplo frisantes, poderíamos citar a articulação por parte de empresas do comércio e da indústria (principalmente do ramo de bens duráveis) de seções de financiamento de vendas a prazo no interior das próprias empresas, bem como a organização por parte destas mesmas empresas, além de bancos e em presários "independentes", de companhias de crédito e financiamento (as financeiras). Estas operavam a prazos mais dilatados do que os bancos comerciais, com base em recursos mobilizados principalmente pelas de "letras de câmbio" vendidas com deságio (um precursor da correção monetária)<sup>5</sup>. As financeiras experimentaram um crescimento bastante acentuado na segunda metade dos anos 50 e mais ainda no início do 60. Por essa época entraram em operação diversos projetos industriais antes em fase de implantação, intensificando, como consequência, a demanda de crédito para o financiamento de vendas, a fim de ocupar a capacidade instalada<sup>6</sup>. Contudo, e a despeito desta expansão, foi pequena a participação relativa dos empréstimos concedidos pelas financeiras ao longo de todo o período, em confronto com as então principais instituições fornecedoras de crédito às empresas: os bancos comerciais. A proporção empréstimos das financeiras por aceite cambial/empréstimos do sistema bancário ao setor privado (saldo de fins de ano) alcançou apenas 0,3% em 1959, 1,1% em 1960 e 1,5% em 1961<sup>7</sup>. Vale dizer, a diversificação processada no sistema financeiro foi não apenas extremamente limitada no que diz respeito às instituições dele participantes, restrita que ficou ao surgimento das financeiras. Também o foi no que tange à expansão do volume de recursos disponível para empréstimos a prazos mais longos do que os concedidos pelos bancos comerciais, como exigiam

(5) O surgimento e a evolução das financeiras até os anos 60 são tratados com maiores detalhes em Júlio Sérgio Gomes de Almeida. As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais - O Descaminho do Projeto Liberal. Campinas, UNICAMP, 1980, mimeo, Cap. I.

(6) Ver Maria da Conceição Tavares, Notas sobre o Problema ... op. cit., p.132.

(7) Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica. Política Monetária e Mercado de Capitais, op.cit., p.65

as novas condições impostas pelo processo de industrialização.<sup>8</sup>

Do outro lado, tampouco o sistema financeiro demonstrou qualquer mudança significativa. A prévia mobilização e centralização de capital indispensável ao "salto" da industrialização se deu ao largo do sistema financeiro. Também este não desenvolveu instrumentos adequados à valorização financeira de excedentes de capital-dinheiro, os quais se avolumavam à medida em que aumentava o grau de monopolização da economia e se tornava mais complexa a estrutura industrial.

Quando estala a crise, em 1962, torna-se flagrante o descompasso entre os requerimentos da nova base produtiva e da estrutura do capital, de um lado, e o sistema financeiro, de outro. O problema de financiamento das empresas se agrava na crise. Dada a restrição que se impõe na capacidade de autofinanciamento e a necessidade de reciclagem das dívidas de curto prazo contraídas pelas empresas junto ao sistema bancário durante o auge e que em muitos casos financiou (mediante renovações sucessivas de crédito) a acumulação de capital, eleva-se a demanda por empréstimos a curto prazo. Dados, por outro lado, os problemas de realização de enorme potencial de capacidade produtiva, particularmente nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis, renova-se ampliadamente o problema da expansão dos recursos disponíveis no sistema financeiro para créditos a prazos médio e longo, destinados a financiar o consumidor. Eleva-se, pois, a demanda de crédito de curto, médio e longo prazos.

É sabida a reação do sistema bancário comercial e este estado de coisas: moveu para cima as taxas nominais de juros dos

(8) A partir dessas observações, sobressai a face estrutural da problemática do financiamento em relação ao conjuntural (restrições do crédito, via de regra provocadas pela política econômica de estabilização - exemplos de 1963, 1965 e fins de 1966/início de 1967) como fator explicativo dos problemas de realização dinâmica que se apresentaram aos setores produtores de bens duráveis de consumo na entrada dos 60. Para uma interpretação que privilegia a face "conjuntural", ver John Wells, Growth and Fluctuation in the Brazilian Manufacturing Sector During the 1960's and Early 1970's. Cambridge, Tese Doutorado, 1977

empréstimos e encurtou os prazos das operações<sup>9</sup>, agravando ainda mais os problemas de financiamento referidos acima. Talvez mais grave ainda, a esta altura tornara-se claro que se esgotaram as possibilidades de expansão dos empréstimos bancários com base na multiplicação espetacular da rede de agências bancárias, método este que revelara muito êxito durante os anos 50. Em consequência, os empréstimos dos bancos declinaram sensivelmente em termos reais, a ponto, por exemplo, do saldo correspondente a fins de 1964 situar-se abaixo do nível relativo a 1951<sup>10</sup>. Parte da demanda de crédito não atendida pelo sistema bancário comercial nestas condições dirigiu-se às demais fontes institucionalizadas então existentes, vale dizer, praticamente às financeiras. Estas contavam com instrumento de mobilização financeira mais ágil, pois ofereciam rentabilidade antecipada aos aplicadores, cobrindo ao menos parte da desvalorização do dinheiro. Daí a notável evolução das operações de aceite cambial após 1961: a proporção empréstimos das financeiras/empréstimos bancários ao setor privado passou dos percentuais mencionados há pouco para 3,5% em 1962, 3,8% no ano seguinte e 6,6% em 1964<sup>11</sup>. A propósito, cabe frisar que nesta nova etapa de sua evolução, as financeiras se distanciaram parcialmente do campo operacional que até então lhes era próprio, qual seja, o refinanciamento das vendas a prazo, particularmente de bens duráveis de consumo<sup>12</sup>. De certo modo, reagiram como os bancos: moveram para cima as taxas de juros (as de captação e, em maior escala, as de aplicação) e encurtaram os prazos de aceitação (mantendo-os todavia superiores aos dos empréstimos bancários). Mas demonstraram relativamente aos bancos maior capacidade de expandir o crédito. Enfim, "transformaram-se numa espécie

(9) Para as informações básicas, ver Leif. E. Christffersen, "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 e Mário Henrique Simonsen, O Mercado ..., op.cit.

(10) Ver a série de empréstimos bancários reais apresentada em Mário Henrique Simonsen, Situação Monetária ..., op.cit., p.84.

(11) Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, op.cit., p.65.

(12) Uma importante medida tomada no âmbito das reformas financeiras foi exatamente a recondução das operações de aceitação ao financiamento de vendas de bens duráveis. Isto se deu com a criação do crédito direto ao consumidor (ver adiante, item 5).

de linha complementar dos bancos comerciais"<sup>13</sup>. Note-se, contudo, que suas operações, embora em rápida progressão, eram ainda modestas no confronto com as operações dos bancos comerciais nesses primeiros anos de crise.

A negociação com letras diretas - o mercado paralelo - ganha corpo no mesmo momento em que se dinamizam as transações por aceite cambial das financeiras, e pelas mesmas razões: no segundo semestre de 1962, quando se exacerbam as pressões inflacionárias - um dos primeiros e mais claros sintomas da crise - e agudiza-se a "escassez de crédito"<sup>14</sup>. Neste mercado, negociavam-se duplicatas ou simplesmente notas promissórias assinadas por dirigentes de empresas e aceitas por outras empresas ou pessoas (geralmente ligadas ao mercado financeiro) sem autorização oficial para operar no aceite de letras e na concessão de crédito<sup>15</sup>. Além deste aspecto legal, os negócios com letras diretas diferenciavam-se das letras de câmbio das financeiras em mais dois outros pontos: primeiro, as taxas de juros no paralelo, tanto as pagas aos aplicadores (compradores de letras diretas), quanto as cobradas às empresas, situavam-se bem acima das taxas em vigor no mercado legal<sup>16</sup>. Segundo, as garantias reais exigidas em financiamentos no paralelo eram bem menos rígidas, senão inexistentes, se comparadas com as garantias que normalmente acompanhavam uma

(13) Mário Henrique Simonsen, "O Sistema Bancário Brasileiro", in: Eugenio Gudín, Princípios de Economia Monetária. Rio de Janeiro, Agir, 1976, V.1, pp.279-301, p.296.

(14) Ver a respeito o retrospecto do ano de 1962 do Apecão, Apec, A Economia Brasileira e Suas Perspectiva, mai. 1963, pp.51-52.

(15) Desde fins de 1959 uma Portaria do Ministro da Fazenda (de nº 309) regulamentava as operações de aceitação e fixava diversas condições para a atuação das Companhias de Crédito e Financiamento (como capital mínimo, prazos das operações, limite de operações em função do capital, etc.), que obviamente não eram respeitadas no paralelo.

(16) Cf. Apec. A Economia Brasileira e Suas Perspectivas, mai.1963,p.52.

operação de crédito mediante aceite cambial<sup>17</sup>. Isso facilitava o acesso ao mercado das empresas mais debilitadas financeiramente pela crise e sobre as quais recaíam os maiores ônus da "escassez de crédito" no mercado institucionalizado. Serão estas empresas, em geral pequenas e médias, mas algumas grandes também, que habitarão o paralelo.

Com o surgimento da letra de câmbio e, posteriormente, das letras diretas, abrem-se no sistema financeiro duas frentes embrionárias de valorização no circuito financeiro dos excedentes de capital-dinheiro, que brotavam em maior volume à medida em que se aprofundava a crise e se retraíam as oportunidades de inversões produtivas<sup>18</sup>. Nem uma nem outra forma de aplicação, nem ainda as duas consideradas em conjunto, todavia, preenchiam plenamente esta outra lacuna no sistema financeiro (a da valorização financeira), que igualmente tornara-se mais explicitada quando da passagem à fase declinante do ciclo. A letra de câmbio, por questões de prazos (relativamente longos, em torno de 180 dias), rentabilidade (que, embora nominalmente ultrapassasse o limite da lei - 12% a.a. -, em termos reais, com a escalada da inflação, não raro revelava-se negativa) e mesmo pelas limitações de sua emissão, colada como estava à concretização de transações reais (vendas a prazo); as aplicações no paralelo, pelo alto risco que envolviam. Remessas para o exterior, operações de take over, especulação com mercadorias, estoques, imóveis, terras, moeda estrangeira, "operações triangulares" etc., certamente constituíam

(17) Numa operação normal de empréstimo mediante aceite cambial eram exigidas garantias reais consideradas por alguns comentadores até mesmo como excessivas. Exigiam-se títulos representativos de dívidas de terceiros para com a empresa tomadora do empréstimo (duplicatas ou notas promissórias), além de notas promissórias de emissão do próprio tomador ou contratos de penhor mercantil, que permaneciam em poder das financeiras até resgate do empréstimo. É evidente que neste esquema de garantias não estava excluída a possibilidade de fraude (a emissão de "duplicatas frias" era a fórmula mais usual), porém isto em geral envolvia a convivência da própria financeira. Para uma descrição do sistema de garantias, bem como da mecânica de um empréstimo por aceite cambial, consultar Mário Henrique Simonsen, Situação Monetária..., op.cit., pp.146-149

(18) Não demos ênfase à especulação com ações (que efetivamente aconteceu no início dos 60) em razão de seu volume, reduzido frente as formas que vimos considerando, e às aplicações em letras de importação, relevantes apenas durante um curto período (após 1964 suas emissões foram rapidamente desativadas). Cabe assinalar ainda que o mercado de títulos públicos era àquela altura inexpressivo.

as formas principais de aplicação do capital sobrando em busca de valorização e de proteção contra a inflação. Mas, pensando em termos de composição de carteira, talvez as duas formas de aplicação encontrem lugar, a despeito dos inconvenientes apontados. Pelas seguintes razões: a letra de câmbio, pela relativa segurança de aplicação e pelo conhecimento prévio do rendimento nominal da aplicação (garantido pelo mecanismo do deságio); a aquisição de letras diretas, pela elevada rentabilidade (nominal e real). Pelas (poucas) informações disponíveis ambas as formas de aplicação compunham, principalmente, carteiras de pequenos investidores<sup>19</sup>, participando apenas marginalmente (se tanto) de carteiras de grandes investidores com cacife para efetuarem operações especulativas de maior rentabilidade esperada.

Enfim, o paralelo nasce em consequência dos graves problemas de financiamento que inúmeras empresas passam a enfrentar quando a economia passa à fase declinante do ciclo, em condições de "escassez de crédito" no mercado institucionalizado. Municia va-o de recursos, pequenos investidores ou frações marginais de grandes carteiras, atraídos pela alta rentabilidade (mas em condições de elevado risco) e premidos ante o estreito leque de opções financeiras.

### 3. A Dinâmica do Mercado Paralelo

Existem razões para crer que as condições que deram origem ao mercado paralelo não somente perduraram, mas foram intensificadas no imediato pós-1964, quando se dá início a uma nova orientação na política econômica. Isto, devido ao rigoroso controle

(19) Talvez seja neste sentido que alguns autores vincularam a compra de letra de câmbio ao agregado "famílias": "A criação das Financeiras apoiou-se basicamente em recursos oriundos dos bancos comerciais. Porém emite-se que a compra de letras de câmbio apoia-se amplamente nas famílias." (Roberto R. Gambôa. Desenvolvimento Financeiro Recente e Fontes Externas das Empresas. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971, mimeo., p.34).

sobre a expansão da moeda e do crédito bancário que se procurou implantar a partir daquela data, em nome do combate à inflação. Como é sabido, nem sempre o governo pode cumprir à risca este propósito de política econômica, mas há de se frisar que em paralelo à sua espasmódica política monetário-creditícia restritiva, o governo cumpriu plenamente um outro objetivo seu, que veio, alia do ao anterior, a repercutir seriamente sobre as empresas mais combatidas pela crise e que eram as clientes típicas do paralelo. Estamos nos referindo à política de "desestatização do crédito", levada a cabo com particular rigor nos anos de 1964 e 1965. Para se ter uma idéia, basta lembrar que entre fins de 1963 e fins de 1965 a participação das instituições públicas no total dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro ao setor privado declinou de 57,5% para 50,2 por cento. Com relação ao Banco do Brasil - alvo principal da "desestatização" - a queda foi relativamente ainda mais acentuada: de 33,3% para 27,6 por cento<sup>20</sup>. Ora, isto significava restringir em plena crise e em situação de retração real dos empréstimos do sistema financeiro, linhas de crédito a custos menores (particularmente no que diz respeito às operações do Banco do Brasil), cruciais para o equilíbrio financeiro das empresas, principalmente para aquelas já mais debilitadas pela crise e, agora, pela própria política econômica global que se mostrava restritiva.

Há uma possível contraposição a estas observações: a que lembra que em simultâneo às medidas de contenção, vinha a política econômica promovendo ampla diversificação dos instrumentos de mobilização financeira (com base, via de regra, na introdução da correção monetária) e das fontes de crédito não bancário, no bojo de uma ampla reformulação financeira. Com relação a isto, no entanto, lembramos que tal reformulação somente colheu resultados após 1966, na administração seguinte portanto, de maneira que as possibilidades de obtenção de recursos no mercado institucionalizado ficariam ainda, por um considerável período de tempo, restritas às fontes tradicionais, como bancos comerciais

(20) Outra agência pública que sofreu forte retração foi o ENDE: de 6,5% para 3,9% no mesmo período. Fonte dos dados: Banco Central do Brasil. Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado (Não Financeiro) - Por Prestadores Finais. Boletim do Banco Central do Brasil, 12(12):2-9, dez-76, pp.4-5.

e financeiras<sup>21</sup>. As operações destas instituições, a propósito, como não estavam sujeitas às limitações de liquidez monetária promovida pelo governo, foram favorecidas. Mas uma grande parcela da demanda de crédito, cujo atendimento agora via-se adicionalmente dificultado pela contenção monetária e creditícia e pela "desestatização do crédito", dirigiu-se ao paralelo onde as exigências de garantias reais e de demonstrativos de solidez econômico-financeira das empresas eram mais frouxas do que no mercado institucionalizado. Aí também havia recursos, embora a custos muito mais altos. Vale dizer, mais do que nunca, nesses anos de vigência da política econômica do PAEG (1964-66), houve espaço para o mercado paralelo crescer.

Como nas operações de aceitação das financeiras, as do paralelo não se viam restringidas pelas medidas de contenção do governo. Muito pelo contrário. A contenção da liquidez monetária acentuava a necessidade das empresas mais debilitadas recorrerem ao paralelo, pois eram estas as que mais sofriam com a política restritiva. O mercado paralelo as absorvia e, a pretexto do alto risco implícito nas operações, bem como da ilegalidade dos negócios cobrava juros elevadíssimos nos empréstimos. As altas taxas de juros, por sua vez, atraíam maior volume de dinheiro ao paralelo, fechando-se o círculo.

Creemos ter sido esta a "dinâmica" de evolução do mercado paralelo, especialmente após 1964: expandia-se com base na demanda de crédito exercida por empresas em delicada situação financeira, as quais os aprofundamento da crise, a aceleração inflacionária e a política de estabilização do governo atingiam em cheio e que, face aos compromissos assumidos no esforço de acumulação ao longo da etapa anterior do ciclo - impossíveis de serem saldados nestas condições -, dependiam do paralelo para sobreviver. Nele, esta dependência se ampliava, em virtude das taxas impostas nos empréstimos, resultando no aumento dos custos financeiros e no endividamento crescente das empresas. A elevação dos custos

(21) Juntos, bancos e financeiras participavam no total dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado em 89,6% em 1963 e 91,6% em 1964 e 1965. Somente a partir de 1966 esse percentual começa a decrescer: 86,5% em 1966, 83,8% em 1967. Em 1970 já havia baixado para 68,1%. Deve ser observado que a restrição das fontes de crédito não valia para as filiais de empresas estrangeiras que sempre contaram com opções mais amplas, pois poderiam lançar mão de recursos externos, ou fornecidos pela matriz (Lei nº 4.131), ou captados nos mercados financeiros internacionais (o que fora altamente incentivado desde 1965 pela Instrução nº 289 da extinta SUMX).

financeiros, bem como o aumento do grau de endividamento, eram se guidos por riscos crescentes nas novas operações efetuadas no mer cado, mas o paralelo "resolvia" a seu jeito o problema, impondo taxas de juros ainda mais altas<sup>22</sup>. Como se pode notar, tratava-se de uma "dinâmica" que se assemelha a do capital usurário, aquele que tanto enriquece o capitalista dono do dinheiro, quanto arruína o produtor que a ele recorre.

As observações acima quanto à natureza do paralelo auxiliam no tratamento de uma questão relevante e também polêmica, a qual diz respeito às dimensões assumidas pelo mercado paralelo durante o seu apogeu, no primeiro semestre de 1965. Em se tratando de operações não regulamentadas, inexistem estatísticas oficiais que permitam aferir o seu tamanho. O que se encontra são estimativas com base em dados não oficiais, muito precárias e, por isso mesmo, contraditórias entre si. Assim, por exemplo, o bem informado "Apecão" avaliava o volume de negócios no paralelo como "equivalente ou maior ao de letras de câmbio aceitas pelas companhias de financiamento..."<sup>23</sup> Compare-se esta estimativa com uma outra, encontrada em um documento oficial: "...merecerá nossa atenção especial o surgimento daquilo que se convencionou chamar de "mercado paralelo", cujas transações chegaram a representar, segundo estimativa, cerca de oito a dez vezes o volume transacionado através das sociedades de crédito e financiamento"<sup>24</sup>.

Ora, para um mercado com as características assinaladas, cuja fonte de lucro residia em empresas candidatas à falência, um tamanho como o avaliado pelo documento oficial, parece exagerado. Para se ter idéia, significa equivaler o paralelo ao conjunto das operações dos bancos comerciais (inclusive Banco do Brasil)!

(22) Quando do rumoroso caso da Mannesman, ficou-se sabendo as taxas de juros que esta empresa líder do paralelo pagava por empréstimos a 180 dias: "superiores a 7% ao mês", informa o Apecão (Apec. A Economia Brasileira e suas perspectivas, Jul.1966, p.45). A taxa de 7% ao mês levada ao ano, resultaria numa taxa de 125%.

(23) Id., ibidem, p.45

(24) Mário Henrique Simonsen, Situação Monetária ..., op.cit., p.136.

Já a estimativa da APEC, parece mais razoável, mas é impossível precisar sua margem de erro. Se correta, implicaria, naturalmente, em um tamanho bem mais modesto para o paralelo, mas ainda assim lhe caberia uma relevância não desprezível: seus empréstimos representariam cerca de 10% dos empréstimos dos bancos ou 8,8% do total dos empréstimos concedidos ao setor privado pelo sistema financeiro institucionalizado.

Dentre as poucas informações disponíveis, algumas dessas aconselham aceitar estimativas exageradas de seu tamanho. Por exemplo, após a série de "estouros" ocorridos no mercado em 1965, soube-se da dívida não paga pelos principais tomadores de recursos no paralelo. A Mannesman - "a vedete do mercado de letras diretas"<sup>25</sup> devia Cr\$ 30 milhões e a Cia. Aga Paulista e a Toddy do Brasil, juntas, deviam, "segundo fontes oficiais", Cr\$ 15 milhões<sup>26</sup>. A dívida total destas empresas subia, assim, a Cr\$ 45 milhões, representando este valor aproximadamente 10% de todo o paralelo, ou 1%, respectivamente, segundo a avaliação da APEC e do documento oficial. Há de se concordar que em se tratando de participações relativas de empresas líderes nas negociações paralelas, causadoras, quando se negaram a saldar seus compromissos, da bancarrota do mercado, o percentual correspondente à segunda estimativa parece pouco realista. Portanto, se é verdade que o paralelo não desfrutava de posição desprezível, em termos de volume de operações, tal posição, por outro lado, não deve ser exagerada, como pretenderam alguns analistas.

Por fim, convém citar uma outra característica do paralelo: o mercado absorvia, ao que tudo indica, apenas pequenas doses de capitais por investidor. A dívida de Cr\$ 30 milhões da Mannesman, por exemplo, distribuía-se entre 40.000 credores<sup>27</sup>. Cremos que este traço reforça as idéias: a) de um porte não muito grande para o paralelo e, b) de que apenas marginalmente as letras diretas compunham as carteiras de grandes investidores. Na

(25) Apec. A Economia Brasileira e suas Perspectivas, jul.1966, pp.44

(26) Id., ibidem, p.45.

(27) Id., ibidem, p.45

verdade, o paralelo não comportava elevadas aplicação de capital em virtude do elevado risco das operações, a despeito da maior rentabilidade das aplicações em letras. Certamente, como já foi observado, outras operações (mercantis, com moeda estrangeira etc.) absorviam as massas mais expressivas de capital ocioso. Restava ao paralelo pequenas somas que os escritórios, corretores e instituições financeiras envolvidos no negócio ilegal se encarregavam de atrair, concentrar e canalizar às empresas sob a forma de empréstimos.

#### 4. A Crise do Mercado Paralelo

De saída poderíamos descartar uma possibilidade: a de que a grave crise por que passou o mercado paralelo em meados de 1965 e que virtualmente o liquidou, tenha sido deflagrada a partir da proibição das operações com letras diretas, determinada pela Lei nº 4.728, aproximadamente à época em que estoura a crise<sup>28</sup>. Isto porque não se seguiu à promulgação da lei nenhuma tentativa séria de coibir tais operações. Como afirmou o "Apecão", o "término do mercado paralelo verificou-se exclusivamente em face aos estouros observados nas principais companhias que aí operavam, e não por um maior policiamento ou exigência das autoridades competentes"<sup>29</sup>. Voltemo-nos, pois, para as causas dos "estouros" dos principais clientes do paralelo.

Colocava-se a possibilidade de crise no mercado paralelo a partir de suas próprias características básicas. Caracterizava-o a usura e, portanto, ao enriquecimento de uns (os proprietários do dinheiro) correspondia a ruína de outros (as empresas já debilitadas que a ele recorriam). A ocorrência de "estouros"

(28) A Lei nº 4.728, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, entrou em vigor em 14.07.1965 e proibia o paralelo ao exigir a intermediação de instituição financeira registrada oficialmente para a colocação de títulos financeiros no mercado. Anteriormente, em 1963, uma outra lei, de nº 4.242, colocara igualmente as operações paralelas na ilegalidade, sob o mesmo argumento.

(29) Apec. A Economia Brasileira e suas Perspectivas, jul.1966, p.45

neste mercado era, pois, algo latente. Agravava a situação o fato de tratar-se de operações ilegais. Isto significava ser impossível recorrer às instâncias judiciais com vistas, por exemplo, à cobrança de dívidas não saldadas<sup>30</sup>. Além disto, a ilegalidade implicava na impossibilidade de uma intervenção estatal, no sentido de procurar interromper as reações em cadeia que poderiam seguir-se a um "estouro" de importância no mercado.

Como se pode constatar, os fatores que colocavam a possibilidade da crise eram os mesmos que alimentavam a expansão do mercado. A debilidade das empresas, subsidiada pela ilegalidade, ausência de controle e de regulação do mercado, colaboravam para a cobrança de elevadas taxas de juros no aceite de letras diretas, sem que incidisse a legislação em vigor (Lei da Usura), o fisco e os limites impostos às operações intermediadas pelas instituições financeiras legalizadas (limite mínimo de capital, limites mínimos e máximos de prazos, limite de aplicação por cliente etc.).

As observações anteriores fazem crer que o próprio movimento de expansão do mercado abriria o caminho para sua crise. Concretamente, no entanto, não foi isto o que se deu. Até meados de 1965, o mercado paralelo expandiu-se violentamente e nem mesmo a ocorrência de alguns "estouros" de certa repercussão ocorridos na primeira metade do ano o fizeram retroceder ou interromper sua marcha<sup>31</sup>. Como se poderia imaginar, tal expansão desenfreada, no entanto, conduziria mais cedo ou mais tarde ao agravamento das contradições implícitas neste processo, levando o paralelo à crise. O fato, contudo, é que nesta trajetória "normal" interpôs-se um condicionante "externo" ao mercado, precipitando os acontecimentos. Trata-se de uma "crise de estabilização", provocada pela política econômica, a pretexto de combater a inflação, e que estala em meados de 1965.

(30) O caso da Mannesman (ver a seguir) ilustra bem esta possibilidade.

(31) Cf. Apec. A Economia Brasileira e suas Perspectivas, jul.1966, p.45.

As repercussões desta crise propagaram-se de imediato no paralelo. De início, até mesmo estimularam suas operações, mas em seguida, causaram-lhe sérios embaraços. Isto porque a "crise de estabilização" "afetou particularmente as empresas financeiramente mais débeis"<sup>32</sup>, muitas das quais haviam recorrido ao paralelo e aí se encontravam altamente envidadas e sobrecarregadas pelos juros altíssimos que lhes eram cobrados. A redução da demanda corrente e da liquidez monetária se dão bruscamente numa "crise de estabilização", abalando financeiramente as empresas que já se encontravam endividadas. No paralelo, isto deu ensejo a sucessivos "estouros", culminando com o episódio da Mannesman<sup>33</sup>, uma filial da empresa estrangeira do ramo siderúrgico e que tornara-se a principal cliente do paralelo. A Mannesman simplesmente "declarou que não pagaria as promissórias ainda existentes, alegando terem sido emitidas ilegalmente"<sup>34</sup>, e, com isso, "o prestígio do mercado paralelo entrou em colapso"<sup>35</sup>.

Seguiam-se as reações normais em situações como esta, de generalizada "crise de confiança": houve fuga de capitais do paralelo, redução dos prazos das operações, maior seletividade dos clientes etc., ocasionando novos e sucessivos "estouros". Na ausência de intervenção estatal, no sentido de interromper as reações em cadeia que se desenvolviam, os acontecimentos tiveram um curso "natural", em direção a uma crise inevitável: a partir do caso Mannesman, informa o Apecão, "iniciaram-se os pedidos de concordatas da grande maioria das empresas que operavam no paralelo, sacudindo dessa forma os círculos financeiros do país"<sup>36</sup>.

Detonando a crise no paralelo, a "política de estabilização" arbitrou na disputa intercapitalista e produziu uma concentração absoluta de capital. Simultaneamente, deu partida a um importante processo de mudanças dos fluxos financeiros na economia. O item a seguir desenvolve esta segunda consequência.

(32) Maria da Conceição Tavares. Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil. Rio de Janeiro, UFRJ, 1975 (Tese Livre Docência, Mimeo), p.138.

(33) "O golpe culminante contra o mercado foi dado pela sociedade que mais ne gociava com tais papéis, a Cia. Siderúrgica Mannesman". Conjuntura Econômica. Retrospecto de 1965, 20 (2), Fev. 1966, p.92

(34) Id., *ibidem*, p.92

(35) Id., *ibidem*, p.92

(36) Apec. A Economia Brasileira e Suas Perspectivas, jul.1966, p.45.

5. Considerações Finais: Repercussões da Crise do Mercado Paralelo

As observações anteriores colocaram em evidência que o fim do mercado paralelo em 1965 não decorreu das reformas desenhadas a partir de 1964, com vistas a alterar profundamente o formato do sistema financeiro interno. Esta responsabilidade cabe, como se viu, às medidas concernentes ao propósito de "estabilização" que, por seu turno, foram acionadas antes com intuítos de ordem conjuntural do que reformista.

Apenas em um sentido a política econômica reformista condicionou os rumos do mercado paralelo: no sentido de que deu partida a ampla diversificação de agências e instrumentos de crédito não bancário, com o que a expansão geral do crédito pode se dar a partir de 1967 a taxas reais bastante elevadas, cedendo importância, face a isto, o crédito direto inter-empresas ou inter-pessoais, assim como as fontes não institucionalizadas, como o paralelo.

Imediatos e extremamente relevantes, foram os efeitos da crise do paralelo sobre o segmento financeiro institucionalizado, o que repercutiu seriamente na própria execução do projeto reformista na área.

Com o objetivo de analisar estes efeitos tenhamos em conta de início a meta maior da política econômica na época: reduzir drasticamente a taxa de inflação<sup>37</sup>. No setor financeiro, esta meta conduziu, entre outras medidas, à criação ainda em 1964 da ORTN e à tentativa de substituição do deságio das letras de câmbio pela correção monetária pós-fixada<sup>38</sup>. Assim, em torno ao

(37) O PAEG fixara como meta uma taxa de inflação de 25% em 1965 e de 10% em 1966.

(38) Os responsáveis pela política econômica sustentavam ser inflacionário o mecanismo do deságio, argumentando que ele constituía uma antecipação da taxa de inflação futura. Ao contrário, a correção pós-fixada apenas registraria uma variação ocorrida nos preços, não sendo por isso, inflacionária. A posição oficial pode ser encontrada em Mário Henrique Simonsen, Situação Monetária..., *op.cit.* e em Octávio G. de Bulhões. A Luta Contra a Inflação. Digesto Econômico, 20 (183): 24-29, Mai./Jun.1965.

momento em que estourava a crise do paralelo, andava a política econômica às voltas em introduzir e consolidar o mais rapidamente possível a ORTN como um título de grande aceitação no mercado e, de outro, em conter o crescimento das letras de câmbio e, por conseguinte, a disseminação do deságio. A crise do paralelo em quase nada auxiliou o primeiro desses objetivos, a ORTN praticamente não absorveu capitais em fuga do paralelo. E comprometeu seriamente o outro, com a evolução que as letras de câmbio experimentaram a seguir à crise. As consequências dessa crise, portanto, não devem ser desprezadas, pois se não se refletiram tanto no sucesso da nova política de dívida pública, repercutiram amplamente na configuração do peculiar sistema brasileiro de indexação (conjugando correção pré e pós-fixada) e ainda, como veremos mais adiante, no redirecionamento dos recursos da letra de câmbio, dando origem ao crédito ao consumidor.

A letra de câmbio constituiu-se na principal forma de aplicação alternativa às que se realizavam no paralelo. E isto decorreu nem tanto pelos atrativos oferecidos aos compradores de letra, que na verdade eram poucos, mas principalmente pela inadequação dos títulos concorrentes. O principal entre eles, a ORTN, havia sido lançado pouco antes, em fins de 1964, com grande propaganda. O governo prometia pagar juros e correção monetária no novo título, oferecia incentivos fiscais em sua aquisição e, ainda, garantia tornar-se dali em diante um pontual pagador de sua dívida<sup>39</sup>. Mas o prazo de resgate foi fixado em no mínimo três anos, o que incompatibilizava o título público com o tipo de aplicação que, em momentos de "crise de confiança" como aquele que circundou o "estouro" do paralelo, era requerido, ou seja, o de menor prazo possível. Jogava ainda no sentido de conter a colocação da ORTN a fase nitidamente experimental pela qual passava a regulamentação do título.

Já a letra de câmbio, sem prometer nem a rentabilidade real, nem os incentivos fiscais acenados pela concorrente, apresentava a grande vantagem comparativa dos prazos, os quais raramente ultrapassavam 180 dias, podendo ainda ser renegociada em bolsa.

(39) Paralelamente, outras providências buscaram assegurar a subscrição de ORTN por via compulsória (com parcela do Fundo de Indenização Trabalhista, por exemplo) e semi-compulsória (alternativa de impostos, etc).

A letra de câmbio, um título já tradicional no mercado, também não despertava as incertezas e desconfianças assinaladas para a ORTN e, de mais a mais, operava com o mecanismo do deságio, o que permitia o cálculo seguro e antecipado do rendimento nominal das aplicações.

As evidências disponíveis parecem confirmar as sugestões levantadas acima. Com relação à ORTN, é preciso salientar que sua competitividade só aumentou algum tempo após ocorrerem os principais "estouros" no paralelo. Essa maior competitividade, como já foi mencionado, teve origem em um "pacote" de medidas tomadas no segundo semestre de 1965, com vistas a incentivar a colocação voluntária do título público em julho o governo elevou, para efeito do imposto de renda, o percentual de abatimento da renda bruta das pessoas físicas, de 20% para 30% do total dispendido na subscrição voluntária da ORTN; em setembro, lançou a ORTN com prazo de um ano, juros de 6% ao ano e correção monetária calculada mensalmente e, por fim, em novembro, abriu ao comprador de ORTN a opção de escolha entre a correção monetária e a correção cambial<sup>40</sup>. Muito rapidamente se fizeram sentir os efeitos dessas medidas. Já no último trimestre do ano, verificou-se um grande aumento da subscrição voluntária do título, graças fundamentalmente ao interesse que despertaram as ORTN com prazo de um ano e correção mensal<sup>41</sup>. Cabe salientar que tão ampla procura por ORTN em fins de 1965 surpreendeu os

(40) Cf. Maria da Conceição Silva. A Dívida do Setor Público Brasileiro: Seu Papel no Financiamento dos Investimentos Públicos. Rio de Janeiro, IPEA (Col. Relatórios de Pesquisa, nº 32), 1976, p.56.

(41) As subscrições voluntárias assim evoluíram em 1965:

TIPO DE SUBSCRIÇÃO	1º	2º	3º	4º	TOTAL
	TRIM.	TRIM.	TRIM.	TRIM.	
Subscrição Voluntária - (Cr\$ milhões)	10	35	19	121	185
- Prazo de 1 Ano - (Cr\$ milhões)	-	-	6	84	90

FONTE: Apec. A Economia Brasileira e suas Perspectivas, Jul.1967,p.36.

planos do próprio governo.

O orçamento monetário de 1965 estimara em CR\$ 76,9 milhões o valor da colocação líquida de ORTN, o que permitiria cobrir 10% do déficit previsto. Mas os recursos da venda do título ultrapassaram em quatro vezes a previsão, financiando mais da metade do déficit efetivo<sup>42</sup>. Com base nesses resultados, cabe especular se também a ORTN não teria herdado parcela marginal dos capitais em fuga do paralelo. Seja como for, o fato é que os incentivos e as alterações introduzidos no segundo semestre de 1965 eram já em si suficientes para atrair recursos ociosos de pessoas, em empresas e bancos, independentemente do que se passava no paralelo. O poder explicativo deste no êxito alcançado pelo título público, parece, portanto, ser reduzido. Tanto é assim que no ano seguinte, contando com incentivos adicionais, dentre os quais a famosa Res. 21, teve seguimento a rápida evolução da dívida pública federal em títulos, com base na subscrição voluntária. Algumas informações dão disso uma idéia: durante 1966, o saldo de ORTN em circulação ultrapassou o de letra de câmbio, assumindo o título público a liderança do mercado financeiro; ainda durante esse ano, a colocação líquida de ORTN forneceu recursos que permitiram financiar todo o déficit de caixa do Tesouro<sup>43</sup>; e, por fim, as subscrições voluntárias nesse ano alcançaram uma proporção tão alta do total subscrito que deixaram as modalidades de subscrição compulsória e alternativa de tributos criadas para garantir a venda das ORTN em um pouco significativo segundo plano<sup>44</sup>.

O quadro é inteiramente outro no caso da letra de câmbio. Aí claramente, apenas devido a um acontecimento "exógeno", como a crise do mercado paralelo, poderia se expandir tanto quanto efetivamente se expandiu o saldo de aceites cambiais em 1965. Esse ano, em sua segunda metade principalmente, foi um ano de ouro para a letra de câmbio e para as financeiras, sem precedentes em sua história e, talvez, apenas comparável à performance dos anos

(42) Cf. Mário Henrique Simonsen. Inflação: Gradualismo x Transporte de Choque. Rio de Janeiro, APEC, 1970, p.34.

(43) A colocação líquida da ORTN em 1966 correspondeu a 107,2% do déficit, contra 56,8% no ano anterior. (Edésio F. Ferreira. A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil. In. Política Monetária e Dívida Pública. Rio de Janeiro, IEMEC, 1974, pp.279-400, p.300

(44) Em 1966 a subscrição voluntária (incluindo a subscrição dos bancos comerciais com recursos do depósito compulsório) subiu a 83,5% do total contra 62,7% em 1965 e 26,8% em 1964. Cf. Maria da Conceição Silva, op.cit., p.58.

de "milagre" entre 1971 e 1973. O número de financeiras pulou de 154 para 202 entre fins de 1964 e fins de 1965 e o saldo de aceites cambiais no mesmo período, cresceu de 125% descontada a inflação<sup>45</sup>. Como reflexo deste rápido crescimento, a participação dos empréstimos concedidos pelas sociedades de crédito e financiamento relativamente à totalidade dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado dá um grande salto, passando desde os 5,6% alcançados em 1964 para 9,6% em 1965<sup>46</sup>. Ora, tal bom desempenho deu-se em condições que não propriamente favoreciam a venda de letras de câmbio. Senão, vejamos.

Tomemos de início o aspecto rentabilidade das letras de câmbio. O ano de 1965, e, particularmente a sua segunda metade, não foi favorável para quem adquiriu letras. Neste ano o seu rendimento foi se tornando rapidamente negativo em termos reais, chegando a taxa de inflação a superar o rendimento nominal em mais de dez

(45) Deve-se observar que este "boom" do mercado de letras incentivou a entrada de grande número de financeiras de pequeno porte, que posteriormente seriam eliminadas ou absorvidas por instituições maiores. A Banas publicou uma listagem das principais Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento constituídas em 1965. A lista não é completa, subestimando o que quebremos evidenciar aqui, mas das 89 empresas listadas, 75 possuíam capital de até CR\$ 100 mil; 12 entre CR\$ 101 mil e CR\$ 200 mil e 2 com capital superior a CR\$ 200 mil. Registre-se que por essa época, o capital de grandes e mesmo médias financeiras raramente descia abaixo de CR\$ 500 mil. (Banas. Investindo para o Brasil. São Paulo, Banas, 1966, pp.29-30).

(46) Vale dizer, em termos relativos ao conjunto do sistema financeiro, em 1965 as financeiras evoluíram quase tanto quanto haviam evoluído desde que foram introduzidas. Nos anos seguintes a 1965 e até o fim da década, a participação das financeiras nos empréstimos totais do sistema financeiro subiu, porém não muito além da marca alcançada em 1965. Em 1970 alcançara 11,4%. Em 1973 atingiu o máximo: 14,3%. (Dados do Boletim do Banco Central, vários números).

pontos percentuais a partir de julho<sup>47</sup>. Poder-se-ia contrapor que esta forma de avaliação dos ganhos na compra do título consiste numa visão a posteriori e poderia não ser o melhor caminho para se avaliar o atrativo das letras no momento da aplicação. Para este último objetivo melhor seria, talvez, tomar o rendimento nominal oferecido aos compradores de letras. Pois bem, o rendimento nominal revelou-se decrescente ao longo de 1965 até o mês de agosto, a partir de quando estabilizou-se a um nível correspondente à metade do verificado no início do ano<sup>48</sup>, numa clara indicação de que também por este enfoque não se mostravam atrativas as aplicações em letras<sup>49</sup>.

(47) Mês a mês, durante 1965, foram as seguintes as taxas de rendimento das letras de câmbio e de inflação.

MÊS	Rendimento Anual das Letras de Câmbio	Taxa de Inflação %
Janeiro .....	58,6	37,5
Fevereiro .....	49,9	37,2
Março .....	50,4	32,9
Abril .....	45,6	36,1
Maió .....	41,6	37,3
Junho .....	39,3	37,8
Julho .....	35,6	38,8
Agosto .....	28,3	39,8
Setembro .....	28,5	40,2
Outubro .....	30,7	40,6
Novembro .....	30,6	39,9
Dezembro .....	29,7	38,8

FONTE: Walter L. Ness Jr. A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, p.174 (Série Estudos - Especial, 5)

(48) Ver a Tabela da Nota 47. As taxas mensais pagas aos tomadores de letras de câmbio, comportaram-se em 1965, como se segue:

Mês	Taxa	Mês	Taxa	Mês	Taxa
Janeiro	3,9%	Maió	2,9%	Setembro	2,1%
Fevereiro	3,4%	Junho	2,8%	Outubro	2,3%
Março	3,5%	Julho	2,6%	Novembro	2,3%
Abril	3,2%	Agosto	2,1%	Dezembro	2,2%

FONTE: Boletim do Banco Central, 11 (10), Out. 1975, p.37

(49) É o que também indicam comentários da época: "(...) durante certo período do ano, houve uma escassez de letras decorrente da falta de sacadores, impondo-se dessa forma menores deságios e maiores taxas, com sensível diminuição de rentabilidade, que no entanto, não constituiu motivo para que os aplicadores afastassem suas preferências sobre estes títulos. (Apec. A Economia Brasileira e Suas Perspectivas, Jul. 1966, p.45).

Havia outra razão, potencialmente inibidora da colocação de letras de câmbio: a campanha organizada pelo governo contra o deságio em 1965, num preâmbulo do que seria uma campanha muito mais intensa, desenvolvida no ano seguinte. Estamos nos referindo à Lei nº 4.728, de meados de 1965, em que o governo determinou o aumento da taxaço sobre o deságio e estabeleceu o fim do anonimato na compra da letra, esta última medida a contar do início de 1967 em diante. Essas determinações causaram certa apreensão no mercado, mas nem por isso deixaram os saldos de letras de crescer acentuadamente.

Restaria apenas um fator cuja contribuição teria sido positiva. Trata-se da recuperação das atividades do comércio e da indústria após a "crise de estabilização" e, particularmente, da retomada das vendas da indústria automobilística no segundo semestre de 1965, com repercussões favoráveis no mercado de letras. Cabe, no entanto, observar que mesmo quando a demanda por empréstimos das financeiras se manteve em baixa, a venda de letras expandiu-se, sinal que fatores outros estavam em cena para incentivá-la.<sup>50</sup>

Existem, portanto, indicações seguras no sentido de que pelos atrativos inerentes às letras de câmbio, poucos argumentos justificariam a excepcional performance do título no ano de 1965. A nosso ver, não fossem os acontecimentos no mercado paralelo nesse ano, bem outro teria sido o comportamento do mercado de letras. Aquele verdadeiro salto que se observou na participação relativa das financeiras no crédito ao setor privado, certamente, não teria acontecido, se jogassem apenas os atrativos oferecidos pela letra e o desejo expresso pelos condutores da política econômica.

(50) Cf. a passagem do Apecão citada à nota anterior.

A crise do mercado paralelo pela via do impacto que causou no segmento das financeiras e na letra de câmbio influiu sobre os propósitos originais da reforma financeira de 1964-66 em dois importantes aspectos. Primeiramente, o espetacular crescimento da letra de câmbio em 1965 acabou por consagrar o deságio nas operações financeiras, sepultando o propósito governamental de que no sistema financeiro vigorasse com exclusividade a correção pós-fixada. Daí o tão peculiar sistema "misto" de indexação brasileira, que comunga a correção pós com a pré-fixada, não sem poucas consequências para a instabilidade do sistema. Em segundo lugar, o boom da letra de câmbio em 1965 está na origem de uma iniciativa da política econômica que viria a ter importância econômica crucial. Os condutores da política econômica, impossibilitados de impor a exclusividade da correção pós-fixada, mas ainda considerando válido o diagnóstico acerca da natureza inflacionária do deságio, decidem isolá-lo ao "fim da linha" do consumidor, recuperando um antigo propósito, até então em compasso de espera, aguardando que se solucionasse a questão do deságio: a articulação de um esquema de crédito exclusivo para o financiamento do consumo. Em fins de 1966, após infrutíferas tentativas de substituição do deságio pela correção pós-fixada na letra de câmbio desenvolvidas ao longo do ano, é instituído o crédito direto ao consumidor. Com isso, progressivamente se foi canalizando a totalidade dos volumes (após a crise do paralelo) recursos da letra de câmbio para o financiamento da compra de bens duráveis, redinamizando este setor industrial, líder da recuperação da economia brasileira a partir de 1968<sup>51</sup>

(51) Em outro trabalho, descrevo detalhadamente a questão do deságio versus correção monetária e a origem e o desenvolvimento inicial do CDC. Júlio Sérgio G. de Almeida, op.cit., Cap.4 e 5.

S  
UFRJ/IEI  
TD43

ALMEIDA, JULIO SERGIO GOMES DE.

043280-6  
FEA

CRISE DO MERCADO PARALELO DE  
LETRAS : CAUSAS E CONSEQUENCIAS  
SOBRE A REFORMA FINANCEIRA DE  
1964-66.

NS97640

06/12/12

ESTE LIVRO SO DEVE SER CONSULTADO NA BIBLIOTECA

F104  
ex.2