

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Reforma financeira do PAEG: Efeitos sobre as Condições
de Financiamento do Crescimento Econômico no Brasil
durante o Regime Militar (1964-1984)**

LEONARDO SALIM SAKER CHAVES
matrícula nº: 108019884

ORIENTADOR (A): Prof.^a Jennifer Hermann

AGOSTO 2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Reforma financeira do PAEG: Efeitos sobre as Condições
de Financiamento do Crescimento Econômico no Brasil
durante o Regime Militar (1964-1984)**

LEONARDO SALIM SAKER CHAVES
matrícula nº: 108019884

ORIENTADOR (A): Prof.^a Jennifer Hermann

AGOSTO 2012

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

Dedico este trabalho aos grandes professores que tive durante as etapas de meu ensino, cada qual contribuindo com uma parte do meu aprendizado até o presente momento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família que sempre me incentivou nos estudos e a Jennifer Hermann pela paciência que teve ao me orientar na elaboração do atual trabalho.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar o período de regime militar no Brasil entre 1964-1984 com relação ao financiamento de longo prazo. Para tanto, se inicia com uma abordagem teórica das correntes neoclássica, novo-keynesiana e pós-keynesiana, que relacionam o crescimento econômico a um sistema financeiro desenvolvido. Já como forma de representação dos arranjos financeiros que possibilitaram o crescimento econômico ao longo da história, será utilizada a classificação dos sistemas financeiros com base no trabalho de Zysman, 1983. Prossegue com a apresentação do sistema financeiro brasileiro anterior a 1964, e como este pouco estimulava o crescimento do país na medida em que sua baixa capacidade de financiar investimentos alimentava a inflação. Contrapondo a este sistema, se retratará a reforma financeira do PAEG em 1964 que propôs um novo modelo de financiamento de investimento. Com isso, serão buscadas as razões para que o sistema financeiro brasileiro não conseguisse, ao fim do regime militar em 1984, alcançar as transformações que o governo propunha.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I - CRESCIMENTO E FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	9
I.1 - A RELAÇÃO ENTRE CRESCIMENTO ECONÔMICO E DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO	9
I.2 - DETERMINANTES DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	14
I.3 - ARRANJOS FINANCEIROS POSSÍVEIS PARA O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	18
CAPÍTULO II – O PAEG E SUA REFORMA FINANCEIRA	21
II.1 - O PROJETO DO PAEG	21
II.2 - O SFB NO INÍCIO DOS ANOS 1960	23
II.3 - PROPOSTA DE ORGANIZAÇÃO DO SFB DO PAEG	27
CAPÍTULO III – AMBIENTE MACROECONÔMICO E SISTEMA FINANCEIRO RESULTANTE ...	32
III.1 - AMBIENTE MACROECONÔMICO ENTRE 1964-1984.....	32
<i>III.1.1 - Implementação do PAEG (1964-1967)</i>	<i>32</i>
<i>III.1.2 - O “Milagre Econômico” (1968-1973).....</i>	<i>33</i>
<i>III.1.3 - II PND (1974-1979)</i>	<i>34</i>
<i>III.1.4 - Crise do Balanço de Pagamentos (1980-1984).....</i>	<i>36</i>
III.2 - POLÍTICA FINANCEIRA ENTRE 1964-1984.....	38
<i>III.2.1 - Mercado de Capitais</i>	<i>39</i>
<i>III.2.2 - Sistema Bancário Privado.....</i>	<i>40</i>
III.3 - O CRÉDITO NO BRASIL ENTRE 1964-84	41
CONCLUSÃO	45
APÊNDICE ESTATÍSTICO	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	54

INTRODUÇÃO

A economia brasileira no início dos anos 1960 passava por um período de estagnação após as elevadas taxas de crescimento vividas com o Plano de Metas de Juscelino Kubitschek. Além disso, também houve a tomada de poder pelos militares em Março de 1964. Para legitimar esse novo governo, era necessário retomar o crescimento e o diagnóstico foi de que o sistema financeiro pouco desenvolvido era uma das barreiras a serem transpostas. Por isso, se propôs uma reorganização do sistema financeiro dentro das reformas inclusas no Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), lançado já em 1964.

O modelo de reforma financeira idealizado no início do regime militar seguia os passos do modelo norte-americano de financiamento de longo prazo, criado após a crise de 1929, onde o mercado de capitais encarregava-se do crédito para investimentos de maior maturidade enquanto que os bancos se encarregavam das necessidades de curto e médio prazo.

Apesar desse modelo dos EUA ter sido bem sucedido, o mesmo não pode ser dito da tentativa brasileira de desenvolvimento das formas de financiamento de longo prazo. A hipótese utilizada para explicar tal insucesso seria o ambiente macroeconômico ao qual foi submetida a economia brasileira. Sucederam duas crises do petróleo, crescente processo inflacionário e um aumento da restrição externa no início dos anos 1980. Esses choques promoveram um cenário de grande instabilidade monetária aumentando a incerteza quanto aos preços, juros e câmbio, o que reduziu bastante a previsibilidade na avaliação do retorno dos investimentos, especialmente os de longo prazo.

Com isso, os efeitos sobre o sistema financeiro foram de grande retração tanto do lado da demanda quanto da oferta de crédito. Do lado da demanda, essa queda se deve ao fato de que a instabilidade econômica elevou os riscos dos planos de investimento das empresas e, assim, optaram por reduzi-los. Já com relação à oferta de fundos para o longo prazo, que mesmo em cenários de estabilidade são os de maior risco, tiveram uma redução ao passo em que houve uma ampliação dos riscos inerentes. Também afetando a oferta de crédito de longo prazo, os títulos da dívida pública, ativos de menor risco numa economia, foram cada vez mais emitidos e indexados à inflação.

Assim, a monografia terá como objetivo geral a análise dos principais efeitos e consequências produzidas durante o regime militar de 1964-1984 da reforma financeira de 1964 no Brasil proposta dentro do PAEG sobre o Sistema Financeiro Brasileiro (SFB). Mais especificamente, serão buscadas as razões do fracasso dessa reforma no sentido de fomentar o financiamento de longo prazo no Brasil.

Será utilizada a hipótese de que o fracasso da reforma financeira proposta no PAEG seria explicado pelas diversas turbulências sofridas pela economia brasileira ao final dos anos 1970 e início dos 80, tais como dois choques do petróleo, elevação dos juros nos EUA, seguidos da crise da dívida externa, alta inflação e dificuldades fiscais.

Para tanto, a estrutura da monografia se dividirá em 3 capítulos: no primeiro, de caráter teórico, será tratada a importância do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico, perpassando pelos determinantes que facilitem o crescimento do crédito de maior maturidade e chegando a forma de organização dos sistemas financeiros que podem ser implementadas.

Tendo conhecimento desse debate, no capítulo 2 será analisada a experiência brasileira de reforma financeira incluída no PAEG, um plano que visava remover gargalos ao desenvolvimento econômico, sendo necessário mostrar o sistema antecedente a fim de explicar a necessidade de mudanças.

Com isso posto, o capítulo 3 retratará os resultados da reforma financeira entre os anos 1964-84, período no qual o país obteve um bom crescimento econômico, mas que já durante a década de 1970 sofreu com choques externos, tanto de petróleo como de juros, reforçando as restrições de financiamento externo, além de no início dos anos 1980 ter havido um aumento inflacionário junto a maior indexação dos preços.

CAPÍTULO I - Crescimento e Financiamento de Longo Prazo

Este capítulo tratará da relação entre o desenvolvimento econômico e a importância de um sistema financeiro capaz de sustentar esse processo, bem como da forma como o Estado pode intervir para melhorar essa relação. A primeira parte será sobre evidências da relação entre o crédito de longo prazo e o crescimento econômico, com base nas três principais correntes teóricas; a neoclássica, novo-keynesiana e pós-keynesiana. O segundo ponto, trabalhará os fatores determinantes para que haja, de fato, um volume adequado de financiamento de longo prazo de acordo com as três visões acima. Por último será mostrado de acordo com evidências empíricas, os possíveis arranjos do sistema financeiro que podem propiciar um maior crescimento econômico.

1.1 - A Relação entre Crescimento Econômico e Desenvolvimento Financeiro

Para diversas correntes do pensamento econômico, o sistema financeiro é de grande relevância para explicar o crescimento e desenvolvimento dos países. Dessa forma, serão apresentadas as três principais correntes teóricas que tratam dos ganhos para o crescimento econômico de um sistema financeiro bem desenvolvido, são elas a neoclássica, novo-keynesiana e pós-keynesiana.

O modelo neoclássico de sistema financeiro, esquematizado por Shaw (1973) e McKinnon (1973), é realizado usando as hipóteses de uma economia em concorrência perfeita, ou seja, um ambiente ideal. Outra hipótese simplificadora acrescentada ao modelo é a de que o mercado é composto apenas por dois agentes maximizadores que são os poupadores e investidores. Dessa forma, o sistema financeiro é o meio pelo qual é possível realizar intermediação entre unidades poupadoras e deficitárias através das instituições financeiras (STUDART, 2005, pg.21).

Assim, sob tais hipóteses e havendo todos os instrumentos e informações necessários para cada agente, eles poderão avaliar corretamente a composição de ativos ótima desejada. A falta de financiamento para certos projetos seria então explicada pelo baixo retorno dos mesmos que é inferior ao que se realiza no mercado.

Além disso, percebe-se que é fundamental a questão da informação no modelo neoclássico. Devido à alocação eficiente que será obtida no mercado

financeiro, os preços dos ativos conterão todas as informações relevantes para a tomada de decisões (CARVALHO et alli, 2007, pg.323).

Logo, se constata que as instituições financeiras não interferem nos volume e qualidade dos fundos destinados ao investimento, sendo apenas agentes passivos. Seus benefícios para a economia são notados na eficiência em distribuir informações entre os poupadores e investidores produtivos para que se obtenha uma alocação eficiente de recursos (STUDART, 2005, pg.21).

Já a visão novo-keynesiana, que aqui será apresentada de acordo com Ross Levine, enfatiza como os principais ganhos para a economia de um sistema financeiro bem desenvolvido, as características a seguir:

- Gerar informações sobre possíveis investimentos
- Exercer monitoramento e controle corporativo após a provisão de recursos
- Possibilitar redução de riscos
- Concentrar a poupança da economia
- Facilitar a troca de bens e serviços

A relação desses benefícios com o crescimento econômico de forma geral pode ser compreendida tanto por modelos baseados na acumulação de capital, onde a poupança determina o crescimento de longo prazo, devido à clara relação com aumentos no nível de poupança no agregado, mas também por modelos que consideram irrelevante essa acumulação já que o sistema financeiro pode, através da alocação mais eficiente de recursos, estimular ganhos de produtividade dos fatores como o trabalho (LEVINE, 2004, pg.6). Adiante há um detalhamento da conexão entre cada uma das cinco características do setor financeiro e os ganhos econômicos proporcionados.

Caso não houvesse intermediação financeira, cada agente enfrentaria elevados custos para avaliar o melhor retorno de seu capital e, isso, impediria o capital de fluir para os maiores lucros. Assim, dessa vontade econômica dos agentes em buscar maiores retornos é que emerge o sistema financeiro produzindo informações sobre firmas e, como há escassez do fator capital, a poupança da economia irá para os melhores projetos (LEVINE, 2004, pg.8). Além disso, o fato de produzirem conhecimento sobre possíveis investimentos, também eleva o grau de inovação da economia.

Já o uso de mecanismos para exercer maior controle sobre as decisões da firma terá a sua efetividade condicionada à distribuição acionária das empresas. Muitos casos onde há grande difusão das cotas, as informações internas à empresa podem não ser bem avaliadas já que ocorre o problema da “carona”, pois cada participante contará com a avaliação do outro controlador. Com isso, há a possibilidade de os administradores almejem resultados que os beneficiem em detrimento dos verdadeiros donos da empresa. O mesmo problema pode ocorrer no caso de participações concentradas em poucas mãos já que pode haver uma dissonância entre os objetivos do sócio majoritário e os minoritários, com o primeiro utilizando a empresa em benefício próprio, e muitas vezes também se utilizam de influências políticas para proteger seus negócios (LEVINE, 2004, pg.11). Isso fatalmente impedirá o processo de concorrência de atuar, inibindo a inovação o que por sua vez piora a alocação de recursos e impede o pleno desenvolvimento econômico. Como forma de evitar essas distorções, há a emissão de dívidas, a tomada de crédito ou remuneração dos administradores com parcelas acionárias.

Em havendo precificação correta no mercado de capitais, a remuneração de empregados com ações alinharia interesses ao relacionar os ganhos de todos com as variações de valor da empresa (LEVINE, 2004, pg.13). Já a via do endividamento ocasiona redução do caixa disponível da companhia, reduzindo também o raio de manobra dos administradores. Por último, ao utilizar o crédito bancário há uma transferência dos encargos de monitoramento, pois agora será o intermediário financeiro que os irá realizar e se reduz o racionamento de crédito à firma (LEVINE, 2004, pg.14).

Outra questão relevante para a economia advinda do sistema financeiro é a redução de riscos envolvidos em um ambiente econômico, seja ele de liquidez, intertemporal ou de portfólio. Como consequência, haverá ganhos para o crescimento (LEVINE, 2004, pg.16). Considerando que os intermediários financeiros permitem uma maior diversificação de riscos através de novos instrumentos de captação, e dada a aversão de poupadores ao risco, esse processo induz a realocação de portfólio para projetos de maior retorno que antes ofereciam elevado risco, estimulando atividades inovadoras. Prosseguindo a análise de outros riscos, também importante é o intertemporal, resultado de choques

inesperados, que pode ser mitigado através das instituições financeiras que regulam o pagamento dos retornos sobre aplicações de acordo com a situação econômica, atuando de forma a atenuar os efeitos de choques.

Além disso, há o risco de liquidez já que muitos investimentos requerem a manutenção de poupanças por longo período e os agentes normalmente necessitam reaver esse capital em prazo menor. Essa demanda por liquidez pode ser atendida através do mercado de capitais ou pelo crédito a fim de viabilizar os investimentos com maior retorno e maturidade. Resultados de pesquisas já constataram que o acesso de uma empresa a liquidez, especialmente de crédito, permite mais gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), pois se atenuam as dificuldades de ajustes no futuro.

Não menos importante é a capacidade de empresas financeiras mobilizarem elevados níveis de poupança, o que para os agentes que desejam viabilizar projetos envolveria elevados custos relacionados a transacionar com diversos agentes e a convencer poupadores de que a decisão sobre onde melhor alocar o capital será com ele (LEVINE, 2004, pg.22). Devido a esse procedimento dispendioso, há incentivos a instituições que lidem com essa tarefa. Essas firmas necessitarão de grande reputação como forma de conquistar mais poupadores. As consequências de unir maiores vultos de poupança é que se pode superar indivisibilidades do investimento e também possibilitar a obtenção de economias de escopo.

Além disso, a evolução do sistema financeiro ao criar novos produtos e instrumentos para captação e aplicação reduz os custos de transação paulatinamente. Com menores custos envolvidos numa transação, ocorre cada vez mais um aumento de trocas na economia, possibilitando a especialização produtiva que fatalmente produzirá ganhos de produtividade dos fatores (LEVINE, 2004, pg.24).

Prosseguindo com a apresentação das teorias principais que relacionam o desenvolvimento financeiro com crescimento econômico, agora será analisada a corrente pós-keynesiana. Como distinção em relação às duas anteriores, se incluem os conceitos de incerteza e da preferência por liquidez para explicar o funcionamento do sistema financeiro.

A incerteza pode ser explicada como a impossibilidade em se mensurar corretamente qualquer evento futuro. Frente à dificuldade em mensurar os riscos no qual se incorre, surge a preferência por liquidez que é entendida como uma demanda de moeda para o entesouramento, ou seja, não se destina a um gasto propriamente dito. Dessa forma, os recursos disponíveis na economia não serão totalmente destinados ao financiamento de investimentos, o que eleva a taxa de juros desejada para a viabilização dos projetos e se torna um limitante de investimentos (CASTRO, 2008, pg.282)

Tendo em mente tais conceitos, o financiamento do investimento é concebido pelos pós-keynesianos como um processo de duas fases: *finance* e *funding*. A etapa de *finance* compreende as decisões de gasto anteriores ao incremento na capacidade produtiva, e o posterior estágio de *funding* representa o processo de alongamento dos prazos de captação das firmas endividadas.

“Como visa financiar apenas gastos iniciais e, portanto, de valor bem inferior ao montante do investimento planejado, a fase de finance pode ser satisfeita com crédito de curto prazo. Numa segunda etapa, porém, para que o investimento se complete, as firmas devem ser capazes de emitir títulos de prazos mais longos, compatíveis com o do ativo a ser financiado (o bem de capital), ou mesmo de reduzir seu grau de endividamento, trocando dívidas por ações.” (HERMANN, 2011, pg. 4-5)

Num primeiro momento, as necessidades de crédito da economia conseguem ser supridas pelos bancos comerciais, que, em geral, possuem suas operações concentradas no curto prazo. Porém, seu papel é limitado na etapa seguinte já que suas captações são também em grande parte de curto prazo. Com isso, torna-se fundamental a questão de preferência por liquidez já que para poder alongar os prazos dos ativos financeiros é preciso que haja uma demanda dos agentes poupadores por este tipo de ativo. Isto somente ocorrerá se houver um ambiente de baixa preferência por liquidez.

Para que se alcance a redução da preferência por liquidez dos agentes é fundamental que se tenha um sistema financeiro mais diversificado, com ativos financeiros que permitam uma redução dos riscos incorridos pelos agentes.

“sistemas financeiros mais diversificados, com mercados de crédito bancário e mercados de capitais, tanto de dívida quanto de participação do capital, com instrumentos de financiamento variados, que permitam aos tomadores de recursos financiar seus projetos de modo que não impliquem graus inaceitáveis de exposição a risco.” (CARVALHO 2010, pg. 12)

Com isso, chega-se a conclusão de que a importância do sistema financeiro em impulsionar uma economia é mediante a capacidade das instituições financeiras conseguirem desenvolver novos produtos e alongar os prazos de captação e do financiamento, o que por sua vez seria capaz de viabilizar novos investimentos. Tais funções podem ser resumidas de acordo com Fernando Cardim de Carvalho:

“Um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento econômico tem de cumprir duas funções essenciais: disponibilizar recursos financeiros para a sustentação do processo produtivo e da realização de investimentos que permitam ampliar e modernizar a capacidade produtiva existente na economia no volume e nos termos apropriados; e criar ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza.”
(CARVALHO, 2010, pg.9)

I.2 - Determinantes do Financiamento de Longo Prazo

Após uma análise sobre os benefícios à economia que são proporcionados por um sistema financeiro desenvolvido, o próximo passo será com relação à intervenção governamental. De que forma deve haver essa ação a fim de que não piore o sistema financeiro e, conseqüentemente, não comprometa os ganhos já observados no tópico inicial. Nesse ponto há uma maior divergência entre as três principais correntes de pensamento.

De acordo com a visão neoclássica exposta no tópico anterior, poupadores e intermediários financeiros possuem toda a informação e instrumentos para determinar a composição ótima de seus portfólios. A explicação para o não financiamento de alguns investimentos é então dada pelos seus retornos que são abaixo do que é exigido pelos poupadores. Outra consequência da hipótese de mercados eficientes é a de que toda informação existente se reflete nos preços dos bens, ou seja, a precificação do crédito sempre será a eficiente (STUDART, 2005, pg.21).

Dessa forma, a saída para que os mercados financeiros deixassem de ser incompletos estaria na liberalização financeira. De acordo com os modelos gerados a partir dessa teoria, o não desenvolvimento do sistema financeiro seria causado por prolongados períodos de “repressão financeira”, ou seja, tentativas frustradas do governo em controlar as taxas de juros do mercado e também de se efetuar políticas de crédito direcionado.

“(…) financial liberalization models link financial underdevelopment (incomplete financial markets) with prolonged ‘financial repression’ in such economies.

In other words, 'financial underdevelopment' (defined here as lack of financial depth) is put down exclusively to misguided interest-rate repression and selective lending policies." (STUDART, 2005, pg.22)

Assim, a melhor forma de intervenção que o governo pode efetuar seria através de questões não relacionadas diretamente ao mercado financeiro já que essa atuação é vista, de acordo com a teoria neoclássica, como algo perturbador e com um potencial de piora para a economia.

Os ramos de atuação ficam então restritos a questões de melhorias jurisdicionais. Esse risco jurisdicional é visto pela teoria neoclássica como as dúvidas com relação à mudança das regras e também no que se refere a decisões nos tribunais que desfavoreçam os credores. Uma intervenção de forma a reduzir os riscos associados a elaboração e cumprimento de contratos poderia proporcionar maior garantia ao poupador em caso de inadimplência do credor e, com isso, o preço cobrado no crédito seria reduzido já que o risco também se reduz (TEIXEIRA, 2004, pg.13).

De outro lado estão as visões novo-keynesiana e pós-keynesiana que dão maior embasamento para as intervenções governamentais como forma de se melhorar o sistema financeiro e proporcionar benefícios à economia.

A teoria novo-keynesiana tem como hipótese central a noção de que o mercado financeiro, no qual uma de suas funções seria obter e processar informação para a sociedade, não é por si só eficiente justamente devido a esse bem que é a informação não ser um bem como outro qualquer. A informação num senso econômico é considerada um bem público, ou seja, seu consumo é não rival, o consumo de um agente não impede o do outro, e também não excludente, não se pode excluir ninguém de usufruir desse bem (STIGLITZ, 1994, pg.24).

Além disso, essa informação também não é simétrica a todos os agentes do mercado, pois há vantagens obtidas ao não divulgá-las. Um caso bem esclarecedor de como isso afeta o equilíbrio do sistema financeiro é quando emprestadores, devido à falta de informação, possuem dificuldades em distinguir os bons projetos, de baixo risco, dos maus projetos. Assim, como forma de se protegerem, os emprestadores elevam o preço do crédito ou aumentam as garantias de forma a cobrir o aumento no risco presente no mercado, ou seja, a oferta de crédito se reduz gerando assim um racionamento e se torna claramente um empecilho ao desenvolvimento econômico.

“With imperfect information, markets may not clear. In credit markets those who are willing to pay the most may not be those for whom the expected return to the lender is the highest; the expected return may actually decrease as the interest rate increases because the probability of default may rise. As a result, there may be credit rationing: even though there is an excess demand for credit, lenders may not increase the interest rate.” (STIGLITZ, 1994, pg.30)

Outra razão que justifica a intervenção estatal de acordo com o pensamento novo-keynesiano são as consequências sociais de uma quebra financeira. Como pode ser visto nos diversos casos onde houve crise, a quebra de um banco gera diversos efeitos indiretos, tais como o saque de depósitos bancários e uma elevação dos custos de crédito paralisando o fluxo produtivo (STIGLITZ, 1994, pg.26)

Conhecendo os problemas percebidos por essa corrente no funcionamento do sistema financeiro sem nenhuma intervenção, as propostas de atuação do governo que se apresentam são todas elas mais contundentes que a neoclássica, porém ainda é uma atuação indireta no mercado. São elas a imposição e fiscalização de regras quanto a solvência de credores e emprestadores, e também regulando os riscos aos quais se expõem as instituições financeiras como forma de reduzir os riscos de crise (STIGLITZ, 1994, pg.34).

A visão pós-keynesiana, de forma muito próxima a análise efetuada pelo novo keynesianismo possui justificativas para uma intervenção do governo, sendo essa atuação mais direta no mercado de crédito. Essa maior intervenção pode ser vista como resultado de um olhar do ponto de vista do desenvolvimento econômico que é aplicado. Para tanto um conceito relevante é a ideia de funcionalidade do sistema que é bem definido em STIGLITZ, 1995:

“a financial system is functional to the process of economic development when it expands the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons.” (STIGLITZ, 1995, pg.64)

Outro ponto que o diferencia na análise do sistema financeiro com relação às duas correntes apresentadas anteriormente era a inclusão de incerteza na previsão dos agentes, o que distorce e dificulta a capacidade de mensurar riscos futuros a serem tomados pelos agentes.

Além disso, a incerteza, entre outros mecanismos de defesa, conduz à preferência por liquidez dos agentes que implica numa tendência de maior oferta

de fundos de curto prazo por serem mais seguros. Com isso se introduz a distinção clara entre o crédito de longo prazo, voltado mais para os investimentos, e os de curto prazo, mais para consumo e capital de giro das empresas, mostrando a limitação que há nas instituições financeiras privadas em financiar atividades de maior maturidade (HERMANN, 2011, pg.4).

Um caso onde fica clara essa incapacidade das instituições privadas proverem os fundos para investimentos é o caso do processo de desenvolvimento econômico, em especial nos países em desenvolvimento devido ao grau de atraso tecnológico. Isto acaba por gerar maiores necessidades de financiamento de longo prazo e, os custos para a realização de operações de maior prazo, que por si só são mais elevados, inibem a maior parte da demanda pelos mesmos:

“No entanto, é a natureza do comportamento racional dos potenciais ofertantes de fundos (pessoas físicas e instituições financeiras) a rejeição a riscos presumidamente (embora não necessariamente) muito elevados, especialmente em cenários de maior incerteza: de um lado, um grau elevado de incerteza dificulta (ou mesmo impede) a previsão e cálculo dos riscos envolvidos; de outro, a incorporação de riscos elevados às taxas de retorno exigidas dos ativos financeiros pode elevar demasiadamente os custos para os potenciais devedores, inibindo a demanda.”
(HERMANN, 2011, pg.10)

Dessa forma, ao constatar as dificuldades do financiamento de longo prazo geradas em grande parte pela incerteza, a corrente pós-keynesiana preconiza uma atuação governamental que vise o incentivo à demanda por ativos de longo prazo, o estabelecimento de um ambiente macro de baixa incerteza e o direcionamento de crédito em setores estratégicos. O incentivo por instrumentos de longo prazo seria realizado pela perda de atratividade das aplicações de curto prazo mediante a queda dos juros de menor prazo, já que, nessa teoria, a curva de rendimentos será sempre positivamente inclinada, pois não há equilíbrio e a incerteza é maior com maiores prazos, exigindo maiores retornos. Com isso, também será atingido um ambiente mais seguro por reduzir o nível de endividamento e melhorar as perspectivas futuras de crescimento (HERMANN, 2011, pg.13).

Diferentemente dos novos- keynesianos, a atuação do Estado no sistema financeiro conteria ações como a oferta de crédito direcionado atuando como um auxílio enquanto não há um ambiente propício a emissão voluntária de recursos de longo prazo, já que seria uma ação mitigadora de riscos para estimular o setor privado a se envolver em novos setores, mas o crédito público direto também seria

importante para guiar o avanço de setores estratégicos que tradicionalmente possuem baixo interesse do crédito privado.

“As duas primeiras (incentivo ao ativo de longo prazo e estabilidade macro) visam à redução de forma consistente, do grau de preferência por liquidez, tipicamente elevada nos países em desenvolvimento; a última (crédito direcionado), como já observado visa compensar os efeitos, sobre a oferta de fundos de longo prazo (...).”
(HERMANN, 2011, pg.13)

I.3 - Arranjos Financeiros Possíveis para o Desenvolvimento Econômico

Apesar de todas essas recomendações teóricas, ao longo da história, o desenvolvimento dos países não seguiu regras rígidas sobre a organização das instituições financeiras. Como forma de melhor identificar os modelos que obtiveram êxito, será utilizada a classificação proposta em ZYSMAN, 1983, para viabilizar os projetos de longo prazo. Ela se divide em três modelos: sistema baseado no mercado de capitais, caso norte-americano e britânico, apoiado em grandes bancos privados, caso alemão, e o estruturado em grandes bancos com forte atuação do governo, caso japonês e francês. Em cada um desses três tipos, a interação entre governo, sistema financeiro e lado real da economia, bem como a precificação de ativos foi diferente.

No sistema onde o financiamento de longo prazo é em grande parte fornecido pelo mercado primário de títulos, há um elevado número de participantes tanto no lado da compra quanto da venda para gerar a liquidez suficiente no mercado secundário de forma a viabilizar cada vez mais o crescimento das emissões primárias devido a maior liquidez do ativo. Além disso, o poder de proteção de sua aplicação se dá pelo mecanismo de “saída” através da simples revenda do papel ao preço cotado no mercado. O crédito bancário atenderá as necessidades de curto prazo da economia. A atuação do governo nesse caso é mais efetiva através da regulação dos agentes financeiros, devendo também objetivar a estabilidade das condições econômicas, com o Banco Central atuando como emprestador de última instância para manter a solvência do sistema (ZYSMAN, 1983, pg.70).

Porém, existem problemas relacionados ao fato de o mercado de capitais viabilizar os investimentos numa economia já que os agentes podem ter preferências por alocar seu dinheiro em instituições de depósito, ou mesmo pode

ocorrer de a firma ser pequena a ponto de não atrair investidores suficientes. Dessa forma, o crédito aparece com muita atratividade por solucionar esses pontos além de que vem a se somar a opção de financiamento acionário já que este possui limitações operacionais ao seu uso e com isso melhora o mix de opções para o financiamento dos investimentos da firma:

“Such arrangements (credit based systems) can permit a high return on capital because the company has less of its own money invested, but heavy debt can also make companies vulnerable to economic downturns. Very simply, debt represents fixed charges that must be repaid, regardless of business conditions, whereas returns to investors can be restrained by not declaring a stock dividend.” (ZYSMAN, 1983, pg.63)

Assim, passando a análise em modelos baseados no crédito bancário, o menos intervencionista é o que possui predominância de grandes bancos privados. Nesse sistema, a forma de exercer controle sobre o valor despendido é justamente exercendo “sua voz” sobre as decisões de investimento da empresa. Além disso, a precificação do crédito nesse caso é bastante dependente dessas poucas instituições de crédito uma vez que possuem grande poder de mercado. Com essa estruturação, a realização de políticas governamentais visando afetar a economia ocorrerá através da indução de níveis agregados de crédito para os diversos setores da economia (ZYSMAN, 1983, pg.72).

Já onde o governo possui poder de intervir de fato nas decisões de alocação dos recursos e, assim, ter nas mãos a possibilidade de estimular diretamente determinados setores da economia é classificado como modelo de crédito público. Para financiar as decisões de investimento do poder público, muitas das vezes o mercado de capitais será utilizado nesse sistema. Assim, o setor privado seria pouco influente em ditar o ritmo de crescimento e a imposição de um modelo como esses é fruto da dificuldade percebida para o financiamento privado local prover os recursos suficientes (ZYSMAN, 1983, pg.71).

Sendo assim, sistematizando a classificação de sistemas financeiros voltados para o financiamento de longo prazo, existem como possíveis alternativas o modelo baseado no mercado de capitais, tal como praticado nos Estados Unidos e no Reino Unido, o modelo de bancos privados universais e crédito bancário para investimento industrial como na Alemanha, e também seria possível que houvesse uma maior intervenção governamental no mercado de

crédito a fim de que se viabilizassem os investimentos, caso do desenvolvimento do Japão.

Capítulo II – O PAEG e sua Reforma Financeira

Esse capítulo especifica as propostas do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) lançado pelo governo Castello Branco em 1964. Para tanto, será vista a razão de ter havido reformas na parte tributária, salarial, setor externo e de sistema financeiro brasileiro. Após um breve panorama do que foi o PAEG, serão enfatizadas as reformas financeiras, foco desta monografia, mostrando seus objetivos tendo como ponto de partida a constatação da ineficiência do sistema financeiro vigente até 1964 em financiar o desenvolvimento brasileiro.

II.1 - O Projeto do PAEG

No ano de 1964, em que foi criado o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), o país havia passado por um período de grande instabilidade política. Afinal houve a tomada de poder por parte dos militares em 1º de abril. Com esse golpe, instaurou-se um governo ditatorial, e seu primeiro presidente foi o marechal Humberto Castello Branco, tendo como Ministros da Fazenda e do Planejamento, respectivamente, Otavio Bulhões e Roberto Campos.

Com relação à economia brasileira, o país, desde o final do Plano de Metas de Juscelino Kubitschek em 1961, estava num período de estagnação do crescimento junto a uma inflação crescente. O PAEG foi justamente um conjunto de reformas que visavam controlar a inflação de forma gradual, possibilitar a retomada do crescimento econômico e corrigir a tendência a déficits no balanço de pagamentos que prejudicavam a continuação do processo de industrialização (MONTORO FILHO, 1982, pg. 80).

A ideia que norteava o PAEG era a de que os governos anteriores haviam feito elevados gastos financiados de forma inflacionária e que o setor público agora deveria ser menor para que fosse imposta a “disciplina de mercado” a fim de corrigir as políticas populistas de antes (STUDART, 1995, pg.117). Suas principais propostas de reformas eram a tributária, salarial e financeira.

Com relação à parte tributária, o governo reconhecia que havia um déficit estrutural nas contas do governo, devido ao não ajustamento tarifário em governos passados, e que isto seria uma das principais razões para o crescimento da inflação. Com isso, se propõe uma mudança de tarifas para colocar as contas

públicas em ordem através de um processo que ficou conhecido como “inflação corretiva”.

Além disso, o financiamento do déficit através da emissão de moeda deveria perder sua importância e ser substituído pela emissão de títulos públicos. Para isto foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), cláusulas de correção monetária de papéis do Tesouro, o que na visão do governo à época, tornaria os títulos públicos mais atraentes para os investidores. Outra medida que o governo planejou para melhorar as contas públicas foi o corte das despesas não prioritárias e uma elevação dos impostos diretos e indiretos, visando uma redução progressiva do déficit público para aliviar a pressão inflacionária. Seus efeitos foram imediatos já que em 1966 o déficit do governo como proporção do PIB declina de 4,2% em 1963 para 1,1% e o seu financiamento já era totalmente coberto pela emissão de títulos. (LARA RESENDE, 1990, pg.218)

No que diz respeito à reforma salarial, na visão de André Lara Resende, o PAEG pretendia manter a participação dos trabalhadores no produto, impedir reajustamentos desordenados que comprometessem o combate inflacionário e corrigir as distorções salariais. Para tanto o governo, interveio reduzindo o poder de barganha dos sindicatos e pôde impor uma regra de reajustes salariais para todos os setores:

“O PAEG tinha uma política salarial bem definida, que deveria basear-se em três pontos básicos: (i) manter a participação dos assalariados no produto nacional; (ii) impedir que reajustamentos salariais desordenados realimentem irreversivelmente o processo inflacionário; e (iii) corrigir as distorções salariais, particularmente no serviço público federal, nas autarquias e nas sociedades de economia mista.” (LARA RESENDE, 1990, pg .216)

A fórmula de reajuste salarial adotada seria através da recomposição do salário médio real dos últimos 24 meses, acrescentando os ganhos de produtividade e metade da inflação oficial prevista para o próximo ano. Além disso, os próximos reajustes ocorreriam somente ao final de 12 meses.

No entanto, na visão de Rogério Studart, essa política salarial veio justamente a ser o pilar de controle inflacionário. A política de reajustes implementada pelo governo reajustava salários com base em índices inferiores a inflação ocorrida. Isto reduzia os rendimentos dos trabalhadores e estimulava a queda da inflação. Tais ações só conseguiram ser mantidas com base em muita

repressão militar já que, como era de ser esperado, houve um elevado custo político na implementação da nova correção salarial.

“This (wage policy) involved the re-adjustment of the minimum wage, wages of public servants and of workers in the private sector, according to an official index which was repeatedly below inflation. This procedure significantly compressed the real wage in a short period of time.” (STUDART, 1995, pg.98)

Já as reformas financeiras foram propostas porque era percebida a incapacidade do sistema financeiro em compatibilizar uma nova etapa do processo de desenvolvimento da indústria brasileira. Isso se mostrava principalmente pela inflação gerada uma vez que não se conseguia atender a demanda de crédito para financiar investimentos na economia. Maior detalhamento sobre o sistema bem como a proposta contida no PAEG serão apresentados nos tópicos adiante.

II.2 - O SFB no início dos anos 1960

O sistema financeiro brasileiro anterior à 1964 era muito pouco diversificado no que diz respeito às instituições financeiras e havia uma grande importância dos bancos públicos. As operações de crédito possuíam um prazo de maturação bastante reduzido, sendo somente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) atuante nas modalidades de longo prazo.

“(...) o sistema financeiro brasileiro era composto fundamentalmente dos bancos comerciais, Banco do Brasil, BNDE e caixas econômicas. As caixas econômicas, aqui definidas incluindo as operações financeiras da previdência social, eram especializadas em crédito imobiliário, o BNDE preocupava-se com financiamento de investimentos de longo prazo e as outras instituições forneciam crédito a médio e curto prazos.” (MONTORO FILHO, 1982, pg.71)

O Banco do Brasil era um híbrido entre banco comercial, banco central e banco de fomento, o que lhe permitia financiar os déficits do Tesouro Nacional (TN) com emissão de moeda, de forma indireta, ou seja, através da expansão de crédito ao TN, sem contrapartida na captação de fundos, seja ele de qualquer prazo.

A demanda de crédito para investimento era relativamente baixa desde a década de 1950 já que se tratavam de indústrias de bens não duráveis e elas atendiam suas necessidades através do reinvestimento de lucros. Cabia assim aos bancos atender mais às necessidades de capital de giro das empresas.

Fatores institucionais também moldaram esse sistema financeiro e guiaram o curso de seu desenvolvimento frente às necessidades da economia até 1964. Havia a Lei de Usura, que impedia a cobrança de juros e comissões superiores ao dobro da taxa legal de 6% estabelecida pelo artigo 1.062 do Código Civil, e também não era permitida a indexação de contratos de acordo com o Decreto nº 23.501 já que seria nulo o contrato que estivesse estipulando pagamentos em qualquer mercadoria que restringisse a utilização da moeda nacional (MONTORO FILHO, 1982, pg.72).

Tais medidas afetaram negativamente o crédito de longo prazo, uma vez que tornava escassos os fundos para empréstimos, pois as dívidas contraídas iam perdendo valor real à medida que a inflação ocorria. Assim, algumas modalidades foram se extinguindo, como alguns programas habitacionais já que o valor real das dívidas contraídas se reduzia quanto maior fosse o prazo da operação.

Nos bancos comerciais, o predomínio do crédito de curto prazo era explicado pelo lado de suas captações, preponderantemente fundos de curto prazo, tais como depósitos a vista. Isto foi em grande parte gerado pelo baixo grau de diversificação do sistema financeiro que não oferecia produtos de prazos mais elevados aos poupadores. Também, frente a incertezas de níveis futuros de inflação, a demanda por esses produtos era baixa devido à corrosão dos ganhos nominais. Logo, devido a falta de alternativas de ativos aos poupadores, eles se concentravam nas aplicações de curto prazo, com o depósito a vista chegando a representar 95% do total de depósitos dos bancos comerciais (MONTORO FILHO, 1982, pg.74), o que levou os bancos, a fim de evitar o risco de liquidez em suas operações, a reduzir também o prazo do crédito.

Outra possível fonte de crédito seria o capital externo que estava regulado pela Instrução 113 de 1955 da Superintendência de Moeda e Crédito (SUMOC), a qual permitia câmbio mais baixo para investidores privados estrangeiros em setores considerados estratégicos. Suas firmas eram autorizadas a registrar a importação de equipamentos a câmbio livre, operação de menor custo que entrar com recursos financeiros para efetuar posteriormente a importação de maquinário. Essa Instrução também permitiu que as remessas de lucros de firmas estrangeiras pudessem chegar a até 10% dos rendimentos (STUDART, 1995, pg.106).

Além disso, o mercado de capitais que havia era muito pouco desenvolvido no Brasil à época:

“(...) o mercado mobiliário não era importante e não se desenvolveu nesse período. Foi estimado que as novas subscrições de ações através da bolsa de valores representavam menos de 0,05% do PIB em 1963, e que o total de transações na Bolsa eram inferiores a 1,5% do PIB no início dos anos 60.” (MONTORO FILHO, 1982, pg. 76)

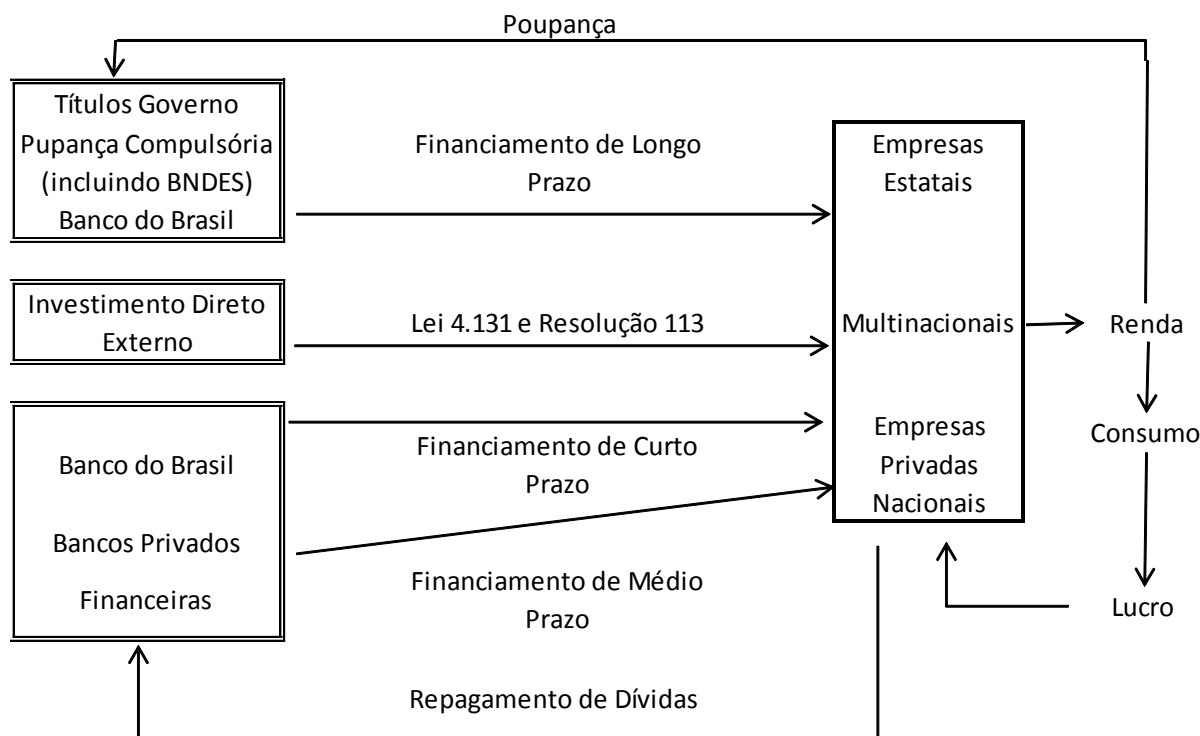
Nesta citação se constata que havia baixo volume transacionado, ocasionando pouca liquidez aos ativos e gerando grande volatilidade nos preços. Isso pode ser uma das razões para o baixo interesse por parte dos investidores.

Sendo assim, pode-se perceber um baixo desenvolvimento no sistema financeiro anterior a reforma do PAEG, sendo bem simples suas operações e agentes. Predominavam bancos comerciais e ativos monetários, e, do lado dos empréstimos havia bancos comerciais especializados no curto prazo e agências governamentais que conseguiam ofertar uma parte das necessidades de financiamento de longo prazo da economia.

Dessa forma, a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro entre 1947-1961 pode ser vista no quadro 1, onde há relações de causalidade indicadas pelas setas. Tudo se inicia pelo financiamento dos investimentos das empresas através de fundos públicos, empréstimos de curto prazo ou investimentos externos. Esses investimentos geram um efeito multiplicador elevando a receita tributária do governo e a renda da população, proporcionando às firmas lucros elevados capazes de quitar o crédito contraído pelas empresas.

À medida que o processo de industrialização vai atingindo níveis de maior aprofundamento da produção interna, chegando aos bens de consumo duráveis e de capital no final dos anos 1950 e início dos 1960, há uma necessidade de investimento maior e, conseqüentemente, maior volume de financiamento é necessário. A economia estava desenvolvendo setores mais intensivos em capital, alterando sua estrutura produtiva.

Quadro 1 - Estrutura Sistema Financeiro Brasileiro Pré 1964



Fonte: STUART, 1995

Para atender a essa demanda crescente por fundos de longo prazo, se coloca para o sistema financeiro o desafio de criar melhores mecanismos para transferência de recursos. No entanto, a saída encontrada foi estender o sistema vigente.

De início, os bancos tentaram elevar seus empréstimos, o que requeria uma elevação do volume de captações. Para tanto, tentam captar mais depósitos à vista, aumentar o número de agências e elevar suas despesas, implicando aumento dos custos bancários. Porém, esse maior custo não poderia ser inteiramente repassado ao tomador devido à Lei da Usura e o que ocorre é uma tentativa de aumentar as exigências para concessão de crédito.

Assim, as firmas com planos de expansão dos investimentos se veem pressionadas pela insuficiência de crédito no mercado. Restava às empresas recorrer ao autofinanciamento e ao crédito externo, sendo este último restrito a poucas empresas. Como forma de se viabilizar os investimentos mediante recursos próprios, as firmas elevaram seus *mark ups* antes de investirem. Dava-se então um processo de “poupança forçada”, internalizando recursos nas empresas e, como esse processo de alta de preços ocorria na economia como um todo, era de se esperar uma maior inflação.

Além disso, o governo da época investiu pesadamente em setores como infra-estrutura, provendo o capital necessário a realização de tais empreendimentos. Por outro lado, as receitas não conseguiram acompanhar o rápido crescimento das despesas. Logo, o financiamento desse déficit foi realizado mediante a emissão de moeda já que não havia um mercado de títulos públicos estruturado, devido à Lei da Usura e à inflação já elevada, o que só contribuiu para aumentar o processo inflacionário e evidenciar a necessidade de se reformular o sistema financeiro brasileiro. As medidas propostas serão verificadas no tópico seguinte.

II.3 - Proposta de Organização do SFB do PAEG

Como foi apresentado acima, o sistema financeiro brasileiro anterior às reformas do PAEG se mostrava pouco desenvolvido para sustentar um novo salto na industrialização do país. No final dos anos 1950, o Brasil contava com uma indústria já capaz de produzir a maioria dos bens duráveis e não duráveis consumidos internamente. Restava um salto importante para a produção de bens de consumo duráveis, tais como automóveis e eletrodomésticos. Para tanto havia maior necessidade de financiamento para prazos maiores. Até início dos anos 1960 a solução que vinha sendo posta em prática era a de financiamentos inflacionários em uma tentativa de conviver com o baixo grau de desenvolvimento do sistema financeiro.

Porém, o efeito colateral advindo dessa tentativa era a aceleração da inflação, que desestabilizava a economia e distorcia os preços relativos. Assim, o governo militar que toma posse em 1964 elegeu como um de seus principais objetivos contornar o problema inflacionário. Para tanto, o sistema financeiro era ponto chave em suas reformas. O diagnóstico era de baixa canalização de poupança através de agentes financeiros.

Como forma de correção das heranças ruins recebidas pelo governo militar, consideradas fruto de governos passados ineficientes e populistas, as diretrizes do governo militar propunham a imposição de uma “disciplina de mercado”, ou seja, as atividades econômicas seriam desenvolvidas primordialmente pelo setor privado de forma competitiva.

Para reduzir os riscos do sistema financeiro, promover o financiamento privado de longo prazo e estimular maior concorrência no segmento bancário, se propôs a segmentação das instituições financeiras de acordo com a maturidade do crédito. Esse projeto se espelhava na exitosa experiência norte-americana de reorganização do sistema financeiro após a crise de 1929 (HERMANN, 2005, pg.76).

Assim, o quadro 2 serve como uma representação esquematizada das novas características do sistema que eram propostas no PAEG em contraposição ao quadro 1.

Quadro 2
O SFB após as Reformas de 1964-1967

Tipo de Instituição	Área de Atuação
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Criado em 1964, em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), com função normativa e reguladora do sistema financeiro.
Banco Central do Brasil (Bacen)	Criado em 1964, como executor das políticas monetária e financeira do governo.
Banco do Brasil (BB)	Banco comercial e agente financeiro do governo, especialmente em linhas de crédito de médio e longo prazos, para exportações e agricultura
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)	Criado em 1952 para atuar no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infra-estrutura
Bancos de Desenvolvimento (BD) regionais e estaduais	Atuação semelhante à do BNDE, mas em âmbito regional/estadual.
Bancos Comerciais	Crédito de curto e médio prazos (capital de giro).
Bancos de Investimento	Regulamentados em 1966, para atuarem no segmento de crédito de longo prazo e no mercado primário de ações (operações de subscrição).
Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento	Instituições não-bancárias, conhecidas como "Financeiras", voltadas ao financiamento direto ao consumidor (curto e médio prazos).
Sistema Financeiro de Habitação (SFH)	Criado em 1964, tendo o Banco Nacional de Habitação (BNH) como instituição central, e composto ainda pela Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo (APE).
Corretora e Distribuidoras de Valores	Mercados primário e secundário de ações.

Fonte: HERMANN, 2005, pg.77

Dessa forma, o governo programou uma grande reestruturação do sistema financeiro a fim de que este se tornasse mais participativo no processo de industrialização pelo qual o Brasil enfrentava. Duas leis foram de grande importância à nova organização: a Lei da Reforma Bancária, Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, criando o Banco Central do Brasil (BACEN) e que reformulou as obrigações das autoridades monetárias, e a Lei do Mercado de Capitais, Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965, reorganizando e regulando o funcionamento do mercado de capitais. Com elas veio a possibilidade de correção monetária e o fim da Lei da Usura.

Com relação à reformulação do mercado de capitais, este foi tratado como o principal canal de financiamento de longo prazo, através do qual seriam financiados os investimentos da economia, ou seja, o financiamento deixaria de ser estatal e inflacionário. As instituições financeiras previstas para intermediar o lançamento de ações em bolsa, bem como administrar os fundos de médio e longo prazo, seria o Banco de Investimentos, regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) mediante Resolução nº18, de 18 de fevereiro de 1966.

Além disso, como forma de prover maior liquidez às operações do mercado de capitais, foram criadas vantagens tanto para os agentes aplicarem recursos em bolsa quanto para as empresas emitirem papéis. Essas medidas foram a criação de Sociedades de Capital Aberto com incentivos fiscais através da Resolução nº16 de 16 de fevereiro de 1966, e o Fundo 157 que proporcionava a opção, tanto para pessoa física quanto jurídica, de transformarem de 5 a 10% de sua dívida tributária em fundos administrados pelos Bancos de Investimento. Com isso, visava gerar fundos para o financiamento de investimentos fixos de maiores prazos, facilitar a emissão de ações por empresas nacionais e aumentar a parcela de financiamento de longo prazo originado por instituições privadas.

Outra medida importante para o desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro era sobre a criação de ativos com cláusulas de correção monetária a fim de tornar atrativas as aplicações de maiores prazos ao proteger o retorno real. Na Lei do Mercado de Capitais, foi permitido para quase a totalidade de instrumentos do sistema financeiro o uso de cláusulas de correção monetária e também foram criados novos instrumentos como letras de câmbio e certificados de depósitos a prazo e bancários.

Um ativo importante que viria a ser negociado no mercado de capitais e que também se beneficiou da correção monetária foram os títulos públicos os quais mediante a Lei nº 4.357 de julho de 1964 estabelecendo as ORTN. Este financiamento do governo mediante emissão de títulos, como já notado, seria não inflacionário, de forma que contribuiria para os objetivos de política macroeconômica do governo assim como seria mais um impulso para alavancar o volume de transações efetuadas no mercado de títulos.

No que tange a Lei de Reforma Bancária, baseada no modelo americano do pós-crise de 1929, esta reorganizou o sistema financeiro brasileiro de forma a estimular a concorrência e reformulou a estrutura administrativa das autoridades monetárias. As principais alterações foram o fim da SUMOC, com a criação do CMN, cuja função seria, entre outras, regulamentar as atividades do sistema financeiro brasileiro. Além disso, o Banco do Brasil deixou de exercer oficialmente a função de autoridade monetária¹, que agora seria encargo apenas do BACEN. Com isso, o governo desejava maior controle da oferta de moeda para alcançar seu objetivo de combate à inflação (STUDART, 1995, pg.117).

A maioria dos bancos oficiais, após a implementação da Lei de Reforma Bancária, foram considerados apenas como bancos comerciais, tais como, Banco do Brasil, Banco da Amazônia, Banco do Nordeste e o Banco de Roraima. Além desses, o BNDE, teve reafirmada sua característica de prestador de longo prazo para programas de investimento e houve a criação do Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais (FINAME) cuja totalidade dos recursos era proveniente do BNDE e se destinava a repasses para instituições financeiras de forma a viabilizar o crédito para compra de máquinas e equipamentos.

Com a reforma, as financeiras já existentes no sistema financeiro brasileiro iriam permanecer com o financiamento de modalidades em menores prazos. Porém, haveria uma alteração em seu modelo de captação. O governo considerava os grandes ágios, diferença entre a taxa de captação e de empréstimo, praticados por estas instituições como alimentadores da inflação. Dessa forma, para coibir esse viés, a emissão de letras de câmbio pelas “financeiras” seria agora

¹ Este ainda manteve seu papel de financiador do Tesouro Nacional através da Conta Movimento encerrada em 1986.

indexada, o que traria também maiores fundos ao crédito de curto prazo devido a um aumento da taxa real dos papéis. (STUDART, 1994, pg.119-120)

Também no bojo das reformas, uma grande mudança com relação ao sistema financeiro anterior foi a implementação de um Sistema Financeiro de Habitação (SFH) pela Lei nº 4.380 de 1966, como forma de impulsionar o crédito imobiliário. A liderança desse segmento estaria a cargo do Banco Nacional da Habitação (BNH). Para tanto, a correção monetária foi fundamental na medida em que possibilitou novos instrumentos de captação de maiores prazos como caderneta de poupança e letras imobiliárias. Outra forma de captação mais estável foi garantida pela Lei nº 5.107 de 13 de setembro de 1966 que instituiu o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), formado por contribuições patronais compulsórias de 8% sobre a remuneração paga aos empregados, e sob administração do BNH (LEMGRUBER, 1978, pg.29).

Além do BNH, também passaram a constituir o SFH as Caixas Econômicas Estaduais e a Federal bem como as Associações de Poupança e Empréstimo, e Sociedades de Crédito Imobiliário, estruturando assim o subsistema financeiro de habitação.

Por último cabe ressaltar o papel do capital externo nessa reorganização do sistema financeiro brasileiro. Através da Resolução 63, os bancos nacionais tiveram a permissão de captar empréstimos em moeda estrangeira junto a bancos do exterior e repassá-los em moeda nacional como crédito ao mercado interno.

Assim, após vermos as novas definições e campos de atuações das instituições financeiras, pode-se perceber uma clara segmentação de agentes financeiros, sendo as principais distinções para o modelo anterior: as instituições do SFH encarregadas do crédito imobiliário, a criação do CMN para regular e produzir normas voltadas para o sistema financeiro, o BACEN com a responsabilidade de executar a política monetária, os bancos de investimento como intermediadores junto ao mercado de capitais e o Banco do Brasil que deixou de acumular a função de autoridade monetária.

Capítulo III – Ambiente Macroeconômico e Sistema Financeiro Resultante

Este capítulo se propõe a analisar o ambiente macroeconômico da época em que a reforma financeira do PAEG estava sendo implementada, bem como o do período posterior à sua implementação, que juntamente com essa reforma, moldou as características do sistema financeiro brasileiro. Após essa análise macroeconômica e da política financeira, serão apresentados mais detalhadamente os avanços ocorridos entre os principais agentes do sistema financeiro podendo concluir se de fato o que se propunha no PAEG foi posto em prática.

III.1 - Ambiente Macroeconômico entre 1964-1984

III.1.1 - Implementação do PAEG (1964-1967)

O ano de 1964 marcou uma grande transformação institucional no Brasil, devido à mudança de regime político, passando de uma democracia para uma ditadura militar. Esta se propunha a retomar o crescimento econômico, porém, durante o período inicial de elaboração do PAEG, a economia brasileira permaneceu com um crescimento abaixo do desejado, só retomando um maior crescimento no ano de 1967, como pode ser visto nos dados do PIB. Este apresentou um crescimento anual médio de 4,2%, sendo que em 1967 o PIB cresceu 6,7% (TABELA 1)².

O principal componente de demanda que pode auxiliar na explicação desse desempenho do PIB é o investimento que, após apresentar níveis em torno de 15%, fechou em 1968 próximo a 19% (TABELA 1). Isto pode ser reflexo também da quebra de regime político pela qual passou o país em 1964 e, à medida que o regime militar se estabelecia, se retomava a confiança com relação ao crescimento econômico.

A política fiscal se caracterizou por ser restritiva com um ajuste fiscal a fim de controlar o déficit público. Já a política monetária obteve um comportamento diferente, oscilou bastante entre expansiva e contracionista. Em 1964, pode ser percebida uma forte contração real dos meios de pagamento e, já

² Tabelas em Anexo no Apêndice Estatístico

no ano seguinte se alternou para expansiva e fechou em 1968 com nova queda dos meios de pagamento (TABELA 2).

Outra meta proposta no PAEG era a contenção da inflação. No entanto, apesar da política fiscal bastante restritiva, a inflação não ficou dentro das metas estipuladas, tendo como média, para o período de 1964-1967, o patamar de 47,62% ao ano (TABELA 1). Parte disso foi resultado da inflação corretiva proporcionada pelo aumento das tarifas públicas, como mencionado no capítulo anterior e também das oscilações dos movimentos da política monetária (HERMANN, 2005).

III.1.2 - O “Milagre Econômico” (1968-1973)

Como o nome sugere, a economia brasileira passou por uma fase de intenso crescimento do PIB a uma taxa média de dois dígitos, 11,2% ao ano. Isso por si só já seria um desempenho impressionante da economia, mas isso foi alcançado a taxas de inflação estáveis em patamares decrescentes apesar de ainda elevados, em média 19,3% ao ano. O setor externo apresentou um equilíbrio nas contas do balanço de pagamentos, chegando inclusive a apresentar superávits (TABELA 3). Por esse desempenho extraordinário, tanto no setor externo quanto nas contas internas, o período ficou lembrado por “milagre econômico”.

“O termo ‘milagre’ se justifica ainda mais nesse caso em razão de duas relações macroeconômicas bastante conhecidas: (1) a relação direta entre crescimento e inflação, retratada na Curva de Philips; e (2) a relação inversa entre crescimento econômico e saldo do BP, retratada em diversos modelos de macroeconomia aberta, que ressaltam o ‘dilema’ da política econômica entre o equilíbrio interno e externo.” (HERMANN et alli, 2005, pg.82-83)

Por trás desse desempenho da economia brasileira estava a política governamental, que, a partir de 1967, tinha como objetivos conciliar o controle da inflação ao mesmo tempo em que se estimulava a demanda para retomar o crescimento. Dessa forma, a política monetária passa a ser claramente expansiva, tendo em média um crescimento real da base monetária por volta de 10%. Seguindo também essa política mais propícia ao aumento do PIB, os meios de pagamento também tiveram expansão real numa média de 14% (TABELA 2). Assim, o crescimento da demanda gerado pelo crédito que se expandiu a taxas médias acima do PIB durante 1969-1973 (TABELA 4), produziu efeitos positivos na indústria, mais precisamente no setor de bens de consumo duráveis e no de construção (STUDART, 1995, pg.137).

Além disso, ao decompor o crescimento obtido durante o período de 1968-1973, é percebida as elevadas taxas de expansão da indústria, principalmente no setor de transformação e no de construção, com médias superiores aos demais (TABELA 5). Todo esse desempenho obtido na indústria fez com que a taxa de investimento também crescesse a taxas elevadas próximas a 20% e, junto ao consumo que obteve crescimento em torno de 13%, foram os componentes de demanda que mais influenciaram o bom desempenho da economia (TABELA 6).

Apesar do relaxamento monetário, o país não enfrentou elevados níveis de inflação devido: à capacidade ociosa da economia, que vinha de anos com baixo crescimento; ao controle direto do governo nos preços, mediante instituições como o CONEP (Comissão Nacional de Estabilização de Preços) e o CIP (Comissão Interministerial de Preços); a uma política salarial herdada do PAEG, que corroía os salários reais; e também a uma política agrícola de estímulos do governo, através de subsídios e isenções, para elevar a produção de alimentos (LAGO, 1990, pg.245).

Outro fator de grande auxílio no êxito governamental em atingir o objetivo de crescimento no período de 1968-1973 foi a política de minidesvalorizações cambiais, que mantinham o câmbio em um patamar que impedisse uma piora no saldo do balanço de pagamentos do país. Isto permitiu que as exportações se elevassem em 178% no mesmo período, mas, as importações tiveram uma elevação maior, cerca de 211%. Assim, a balança comercial apresentou uma deterioração que foi atenuada pelas desvalorizações cambiais. Somado a isso, houve uma elevação das despesas com juros que saíram de US\$154 milhões em 1968 para US\$840 milhões em 1973. Dessa forma, o saldo de transações correntes sofreu uma elevação do déficit em 258% (TABELA 3).

No entanto, o bom equilíbrio no setor externo percebido nos dados do balanço de pagamentos presentes na TABELA 3 é primordialmente explicado pelo o superávit na conta de capital que teve um salto de 500%. Essa entrada de capital era tão elevada que permitiu um aumento líquido de reservas no período de US\$6,6 bilhões, evidenciando o caráter excessivo das entradas de capitais, ou seja, um endividamento externo elevado.

III.1.3 - II PND (1974-1979)

Com a exposição acerca das questões externas durante o “milagre econômico”, é visto que se elevou a vulnerabilidade brasileira com relação ao exterior na medida em que cresceu o endividamento externo. Além disso, aumentou a dependência do país com relação ao petróleo, cuja parcela no consumo de energia primária passou de 34% em 1971 para 43% em 1973 e havia sofrido uma grande elevação em seus preços. Outro fator que piora as perspectivas da balança de pagamentos é que uma expansão do parque industrial nacional a partir de 1974 demandaria bens de capital que só seriam ofertados de início por importações (HERMANN, 2005, pg.95-96).

Junto com a necessidade crescente de moeda estrangeira para importar, também se elevou a dependência da economia com relação ao movimento de capitais externos devido à necessidade de se financiar essas importações. A única forma de ter capacidade de honrar com a crescente dívida externa seria mediante um rolamento das dívidas contraídas ou elevação das exportações que dependem da renda externa e da taxa de câmbio.

Assim, para compreender o contexto macroeconômico desse período, são relevantes as questões do cenário externo. Já em 1973, há o choque do petróleo, que eleva o preço do barril a patamares nunca antes praticados e isto causa a mudança da balança comercial de um relativo equilíbrio – superávit de US\$7 milhões em 1973 – para elevado desequilíbrio – déficit de US\$4,6 bilhões em 1974.

O ajuste do governo a essa alteração brusca nos termos de troca veio através da elaboração do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), cujos objetivos eram manter os elevados níveis de crescimento e promover rapidamente uma substituição de importações nos setores de bens de capital e na produção de petróleo, bem como outras fontes energéticas. Em outras palavras, se tratava de um plano de intenso investimento, a fim de alterar a estrutura produtiva interna e reduzir a restrição externa a que o Brasil estava sujeito.

“Finalmente, a nova política escolhia superar a atrofia dos setores produtores de insumos básicos e de bens de capital. Ocorre porém, que o atraso relativo destes setores constitui o próprio estigma, no plano industrial do subdesenvolvimento. Neste sentido, reiteramos, o II PND se propunha superar, conjuntamente, a crise e o subdesenvolvimento...” (CASTRO e SOUZA, 2004, pg.33)

Como resultados, a economia viu sua taxa de investimento se elevar de 20,4% em 1973 para 23,4% em 1979 (TABELA 1), a maior taxa, até então, do regime militar instaurado em 1964. Dessa forma, seu impacto foi sentido no PIB,

que cresceu em média 6,7% ao ano durante 1974-1979. Além disso, o objetivo de desenvolver o setor de bens de capital foi alcançado já que este cresceu em média 6,6% ao ano, como mostra a TABELA 7.

A demanda durante o período cresceu bastante apoiada no investimento e consumo do mercado interno que se expandiram a taxas médias anuais de 7% e 6%, respectivamente (TABELA 6). Outro fator preponderante na expansão do produto durante o II PND foi o setor de construção juntamente com os serviços, de acordo com a TABELA 5.

O governo, ao perceber a economia aquecida com tantos investimentos e com a inflação em patamares elevados, decide pôr em prática a partir de 1976 uma política monetária restritiva. Como pode ser visto na TABELA 2, houve uma expansão real da base monetária inferior ao que vinha sendo praticado e inclusive se liberou as taxas de juros. Além disso, essa ação, ao elevar os custos de financiamento, causou um repasse direto aos preços devido a já mencionada capacidade das empresas alterarem seu *mark-up*.

Percebe-se que a política monetária adotada era ela própria realimentadora da inflação e cada vez mais debilitava as contas públicas devido ao endividamento para financiar os investimentos do II PND (STUDART, 1995, pg.157). No entanto, o governo dava pouca atenção a tal tema já que seu objetivo maior era a extensão do processo de substituição de importações.

Com relação ao setor externo, ao final da década de 1970, houve um novo choque do petróleo elevando mais uma vez o déficit em balança comercial do país. No entanto, dessa vez há também um choque de juros de externos, iniciados pela economia norte americana como forma de conter impactos inflacionários do segundo choque do petróleo.

Este último choque compromete o saldo em transações correntes, devido ao pagamento de juros referentes ao endividamento externo. Assim, o saldo positivo na conta de capital deixa de ser suficiente para financiar as transações correntes que se deterioram em demasia, e o país passa a incorrer em déficits seguidos no balanço de pagamentos (TABELA 3).

III.1.4 - Crise do Balanço de Pagamentos (1980-1984)

Com a inflação se acelerando na economia brasileira, a partir de 1979 o governo decide aprofundar sua política de restrição aos meios de pagamento e,

consequentemente, ao crédito bancário. Para evitar o problema do balanço de pagamentos, o governo propõe uma política de desvalorizações reais do câmbio a fim de se elevar as exportações e reduzir o déficit comercial.

Uma política monetária restritiva associada a seguidas desvalorizações reais do câmbio poderia gerar na economia grandes distúrbios devido ao elevado grau de endividamento externo das empresas do setor público e privado. Como forma de compensar suas políticas monetária e cambial, o Bacen edita no início de 1979 as Resoluções 432 e 230 permitindo as firmas e bancos quitarem de forma antecipada suas dívidas em dólar junto a ele. Isto transferiu os riscos cambiais para o governo, que ainda precisava quitar as dívidas externas junto ao período de seus vencimentos (HERMANN, 2005, pg.108).

Tais medidas foram adotadas enquanto havia um bom fluxo de capitais externos direcionados ao país. Porém, em meados de 1979, ocorrem os choques do petróleo e dos juros, agravando de vez o cenário externo. Frente a essa mudança brusca, o governo novamente precisaria intervir para promover um reajuste a fim de retomar o crescimento saudável da economia.

A solução encontrada para os problemas do balanço de pagamentos, diferentemente da obtida com o II PND, foi mediante o realinhamento de preços relativos. Para tanto, há uma maxidesvalorização cambial de 30% em fins de 1979 e uma política monetária restritiva com redução real da base monetária em 24% ao ano. Além disso, como forma de recompor as finanças públicas, é realizada uma correção tarifária.

Porém, foi fracassada a tentativa de ajuste do balanço de pagamentos mediante políticas fiscal e monetária restritivas aliada a um reajuste de preços. A inflação acabou saindo do controle, alcançando patamares de três dígitos, e os efeitos da maxidesvalorização foram anulados em pouco tempo. O mesmo ocorreu com as finanças públicas, que se deterioraram devido à correção monetária dos títulos da dívida pública com base na inflação.

Dessa forma, a única saída para aliviar a restrição externa seria a recessão interna. Para tanto, é estabelecida uma política de juros reais elevados como forma de incentivar a captação externa e também conter a demanda interna.

Os efeitos dessa recessão com queda anual média de 2,1% do PIB, entre 1981-1983, foram diretamente sentidos no saldo de importações do país. Além disso, devido à recessão imposta pelo governo e ao cenário externo incerto, os investimentos caíram entre 1981-1983 cerca de 6,7% ao ano (TABELA 6). Por

setores, desta vez os relacionados a indústria foram os mais atingidos pelo desempenho econômico, apresentando queda média de 1,35% ao ano, e na construção chega a haver queda de 14,4% em 1983 (TABELA 5).

Com a recessão que reduziu as importações e, juntamente com os investimentos já maturados do II PND que elevaram as exportações do país, a balança comercial apresentou um superávit crescente a partir de 1982. No entanto, como os juros internacionais estavam em patamares altos, o saldo positivo na balança comercial não foi capaz de cobrir o pagamento de juros ao exterior e o saldo em transações correntes permaneceu deficitário (TABELA 3).

Com a deflagração da moratória da dívida externa do México em 1982, tornam-se escassos os recursos externos. Devido a essa crise de confiança dos credores internacionais com a América Latina, o problema de restrição externa do Brasil se agravou a ponto de o governo decidir por recorrer a empréstimos junto ao FMI no final de 1982. Disso, seguiu-se uma nova desvalorização cambial de 30% em 1983, até que, em 1984, o balanço de pagamentos reverteu a situação deficitária de anos passados para obter um superávit de US\$7,0 bilhões (HERMANN, 2005, pg.112). Esse empurrão dado pelas exportações, que cresceram 22% em 1984, gerou um crescimento do PIB de 5,4%, o que, frente ao cenário da época era um bom desempenho.

O período de ditadura termina com o ajuste externo e permaneceram como dificuldades as questões referentes ao equilíbrio interno como o endividamento público, mostrado pela TABELA 8, cuja necessidade de financiamento do setor público (NFSP) operacional, uma medida do déficit do governo, chega a 6,89% do PIB em 1982, e também a inflação que já havia saído do controle alcança 223,81% em 1984.

III.2 - Política Financeira entre 1964-1984

Analisando o desempenho da economia brasileira no período logo após a elaboração das reformas financeiras do PAEG, como o “milagre econômico” e o II PND, é constatado que houve maciço investimento em expansão da capacidade produtiva, o qual levou a taxa de investimento ao seu maior nível em toda história (TABELA 1). Assim, o período de regime militar parece confirmar que foram criados mecanismos de financiamento com prazos mais alongados.

Além disso, pode ser visto que houve uma expansão do Sistema Financeiro Brasileiro, na medida em que o volume de crédito com relação ao PIB

aumentou e foram diversificados os tipos de ativos financeiros, percebido na TABELA 9 com o aumento dos haveres não monetários da economia que saíram de 8% em 1964 para 56% do total de haveres monetários e não monetários em 1973 (LAGO, 1990, pg.260), evidenciando um aprofundamento do sistema financeiro.

No entanto, como será detalhada a seguir, a forma que o SFB operou durante o período de 1964-1984 muito se afastou do objetivo principal de reforçar o crédito de origem privada por meio de um modelo segmentado.

III.2.1 - Mercado de Capitais

Como pôde ser visto no capítulo anterior, um dos objetivos do PAEG era tornar o mercado de capitais a fonte principal do financiamento de longo prazo da economia. Para tanto, o governo forneceu diversos incentivos fiscais para que surgissem novos investidores e se elevasse o volume de negociações.

Ocorreu uma brusca elevação real nos valores negociados em bolsa da ordem de 167% ao ano entre 1966-1971 (TABELA 9). Porém, esse aumento das transações foi levado em sua maioria por investidores inexperientes induzidos apenas pelas vantagens fiscais oferecidas, o que, por terem sido em sua maioria aplicações no mercado secundário, promoveu um caráter especulativo às movimentações financeiras ocorridas na Bolsa de Valores. Isto culminou ao final do ano de 1971 com a quebra sem precedentes da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Com o objetivo de retomar a importância do mercado de capitais, o governo, a fim de reorganizar e conferir maior segurança ao investidor, oficializou duas medidas importantes no ano de 1976; a Lei das Sociedades Anônimas (S.A.) e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Lei das S.A. proporcionou uma maior transparência das firmas, já que, entre outros aspectos, regulamentou a divulgação contábil das demonstrações financeiras das empresas com capital em bolsa. Já a criação da CVM veio como forma de institucionalizar um órgão como responsável pela fiscalização do cumprimento das regras no mercado de capitais (HERMANN, 2002b, pg.7).

Porém, tudo isso não foi capaz de recuperar a confiança dos investidores, e, com um cenário de instabilidade econômica crescente nos anos 1970, o

mercado de capitais não conseguiu alcançar o grau de importância que lhe conferia a reforma financeira do PAEG.

III.2.2 - Sistema Bancário Privado

Outro agente que seria importante para o desenvolvimento do crédito de longo prazo no país era o Banco de Investimento que, de acordo com as reformas realizadas em meados dos anos 1960, teria suas captações mediante emissão de títulos com prazo superior a um ano e correção monetária. Além disso, os Bancos de Investimento poderiam através da Resolução 63, captar empréstimos junto a bancos estrangeiros para repasse interno.

No entanto, como o mercado nacional apresentava dificuldades para efetuar captações com prazos mais longos, as autoridades da época flexibilizaram as regras, permitindo que Bancos de Investimento realizassem emissões de títulos com prazos mais curtos. Como consequência desse encurtamento de prazos do passivo, era de se esperar que também se encurtassem os prazos dos ativos destes bancos a fim de evitar um descasamento de prazo e possível risco de liquidez.

Dessa forma, os bancos de investimento se tornaram financiadores de capital de giro das empresas, ou seja, se especializaram em prazos mais curtos do que o que seria preciso para financiar planos de investimento:

“In other words, investment Banks began their operations in a way which clearly contradicted the functional segmentation proposed by the reforms: instead of issuing long-term indexed CDs [Certificates of Deposits] to finance long-term investment, they were issuing discounted CDs with (high) nominal interest rates and acted as mere privileged intermediaries by transferring the funds obtained through their access to foreign loans (Resolution 63). Consistent with their liability structure, they reduced the maturities of their loans and specialized in the financing of short and medium-term working capital. Indeed, by 1971, loans for working capital represented more than 80 per cent of their freely allocated loans.” (STUDART, 1995, pg.122)

Assim, com o encurtamento das operações de crédito dos bancos de investimento, a modalidade de crédito que passam a oferecer é a de curto prazo, cujo mercado antes faziam parte apenas as financeiras e os bancos comerciais. Dessa forma, criou-se um processo concorrencial, sendo que as instituições incumbentes não tinham acesso à captação externa via Resolução 63. Com isso, as financeiras foram perdendo participação no mercado de crédito e apenas os bancos comerciais conseguiram, devido ao baixo custo de seus depósitos à vista, concorrer em igualdade com os Bancos de Investimento.

Como consequência dessas três instituições financeiras atuarem no mesmo mercado, os bancos comerciais, em geral, criavam bancos de investimento e financeira para se adequarem a legislação vigente criada pelas reformas do PAEG e se aproveitarem das vantagens de cada um. Porém, em vez de haver uma concorrência entre instituições financeiras, se gerou conglomerados financeiros que se estendiam para novas áreas, e estes grupos tinham como controladores um Banco de Investimento ou comercial devido aos seus baixos custos de captação (HERMANN, 2002b, pg.6).

Em resposta a essa movimentação do sistema bancário, a postura adotada pelo governo foi a de estimular esta concentração com vistas a gerar ganhos de escopo e, assim, permitir a redução do custo do crédito no país. Um caso emblemático foi o congelamento da concessão de novas licenças para a criação de novos bancos.

“A concentração bancária foi efetivamente promovida de forma ativa inclusive através de vantagens fiscais às fusões e incorporações, a partir de 1971. (...) A política do governo beneficiou também a formação de conglomerados, ou seja de grupos de instituições financeiras atuando nas várias faixas criadas pelas reformas de 1964-66, mas também incluindo, em vários casos, instituições não financeiras.”
(LAGO, 1990, pg.258)

Como um agravante ao desenvolvimento do crédito privado de longo prazo, além do processo de concentração bancária que vinha ocorrendo durante a década de 1970, o cenário macroeconômico estava cada vez mais instável e inseguro, ou seja, pouco propício para o desenvolvimento do crédito privado de longo prazo. Além disso, devido à crise fiscal, o governo precisou emitir mais títulos a juros mais elevados, o que, somados à correção monetária, tornava os títulos públicos mais atraentes que qualquer outro ativo financeiro já que, em geral os governos são instituições de risco menor que qualquer outro devedor privado.

III.3 - O Crédito no Brasil entre 1964-84

Tendo em vista o cenário macroeconômico da época e a política financeira adotada pelos governos no período de 1964-1984, resta analisar a forma com que o crédito se desenvolveu, já que houve de fato uma expansão constante do produto durante quase uma década.

Durante os primeiros anos do regime militar de 1964-1967, enquanto o PAEG ainda era pensado e posto em prática pelo governo, o crédito teve uma expansão muito moderada, com uma expansão média de 4,9% ao ano (TABELA

4). Isto pode ser explicado em grande parte pela reestruturação das atividades dos agentes do sistema financeiro brasileiro frente às medidas impostas pelo PAEG.

Já no período do “milagre econômico”, a economia se expandiu apoiada nos setores de bens duráveis e na indústria em geral, com maior impulsão no setor de construção. Boa parte do acréscimo de demanda para esses setores foi fruto direto da política financeira.

Com o aumento de instituições financeiras voltadas para o crédito ao consumo, houve uma elevação do mesmo que possibilitou sustentar a demanda de bens duráveis em níveis elevados. Além disso, devido à concentração de renda existente na economia e ao curto prazo dessa modalidade de crédito, esta se apresentava como de baixo risco, nos moldes ideais para os agentes financeiros atuantes neste tipo de mercado. Pelo lado da produção, como os bancos de investimento passaram a fornecer capital de giro às empresas e houve uma política monetária expansiva durante o período, se possibilitou expandir as operações. O total de crédito vindo dessas instituições financeiras chegou a 28% do crédito ao sistema privado ao final de 1973 (TABELA 10).

Já a explicação para a expansão do setor de construção está fundada na criação, em 1964, do SFH, que tinha o BNH como banco principal e que aos poucos foi perdendo espaço para a Caixa Econômica Federal (CEF). Porém, a totalidade de crédito do SFH teve um forte crescimento que em 1973 chegou a 16% do crédito ao sistema privado (STUDART, 1995, pg.137).

No entanto, conforme já explicitado, as restrições apresentadas a economia brasileira ao fim de 1973 fizeram com que o governo optasse por implementar o II PND, que envolvia grandes investimentos. E isto necessitava uma observação mais cuidadosa de como estavam as fontes de financiamento da economia

No mercado de capitais, as emissões primárias como parcela do investimento não conseguiram atingir níveis acima de 3% do investimento (TABELA 9). Já a outra fonte de financiamento privado que era mediante o crédito bancário foi perdendo espaço, com os bancos comerciais privados, financeiras e bancos de investimento perdendo 8% do mercado de crédito ao setor privado entre 1972-1974. Por outro lado, no mesmo período, o Banco do Brasil e BNDE juntos aumentaram sua participação no mercado em 4% (TABELA 10).

Com base nos dados apresentados, pode-se constatar que, o sistema financeiro nacional privado não foi capaz de desenvolver os mecanismos de

financiamento de longo prazo. Logo, diante da necessidade de vultosos investimentos no parque industrial nacional, a opção adotada pelo governo para viabilizar seu programa de desenvolvimento foi o de induzir o crédito público para o setor privado e o crédito externo para as empresas estatais.

Para tanto, há uma expansão das atividades do Banco do Brasil, do BNH, da CEF e do BNDE como pode ser notada na TABELA 10. Além disso, é a partir deste momento que começa a ser aperfeiçoado o modelo de repasses de instituições públicas para as privadas a fim de que estas também atuassem no financiamento de investimentos. Uma evidência disso é a expansão dos repasses no balanço do BNDE; apresentado na TABELA 11, onde passam de 28% para 47% do seu ativo entre 1974-1980.

As captações externas tiveram grande influência nos investimentos das estatais, como mencionado acima, já que não havia fontes de financiamento privado e o governo queria aproveitar o momento de excessiva liquidez. Como forma de obrigá-las a captação externa, o governo passou a controlar suas tarifas, que era fruto de uma política anti-inflacionária, e reduziu seus acessos aos fundos de longo prazo. (STUDART, 1995, pg.154)

Essa elevação da captação externa pode ser percebida pela TABELA 12, que mostra o salto que tiveram os empréstimos pela Lei nº 4.131 de 1962, a qual permitia a captação externa de forma direta por empresas nacionais, bem como a Resolução 63, que permitiam captações externas para os bancos nacionais sob a forma de um repasse. Considerando ambas, o salto nessas captações durante o II PND foi de 259%.

Dessa forma, após observar o cenário macroeconômico, a política financeira e como o crédito pode se desenvolver durante o regime militar, pode-se afirmar que o projeto de reforma financeira gestado no PAEG não foi bem sucedido. Enquanto os objetivos eram de um sistema financeiro semelhante ao norte-americano, com as instituições financeiras segmentadas e onde o crédito de longo prazo seria fornecido por fontes privadas, o resultado alcançado foi a gestação de grandes conglomerados bancários que detinham grande parte dos mercados de crédito.

Outro ponto que demonstra a falha em desenvolver mecanismos de financiamento de longo prazo pelo setor privado pode ser encontrada na excessiva flexibilidade das políticas monetárias frente às dificuldades enfrentadas pelos bancos. Com isso, somado ao fato de a economia enfrentar um cenário

macroeconômico de grandes incertezas, ao final da década de 1970 e início de 1980, onde o governo provia títulos públicos de elevada rentabilidade a prazos curtos, realmente não se tornou atraente a opção de aplicações no longo prazo para as instituições financeiras privadas.

Conclusão

Esta monografia, cujo objetivo era a análise da reforma financeira proposta em 1964 pelo governo militar, no bojo de um plano que visava o combate gradual da inflação junto com a retomada do crescimento a fim de que se justificasse a ditadura militar. O plano ganhou a alcunha de Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) e se concentrava em 3 grandes reformas: tributária, salarial e financeira. Estas reformas se justificavam por terem sido identificados como as 3 principais causas do processo inflacionário.

A reforma tributária intencionava um ajuste das contas do governo e de suas estatais mediante elevação de tarifas bem como dos impostos diretos e indiretos. Além disso, foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), possibilitando a emissão de títulos com correção monetária, de modo a permitir o financiamento não inflacionário do déficit público. Já a alteração no âmbito dos salários visava estabelecer uma regra de reajustes salariais que não alimentassem a inflação.

Além disso, a reforma financeira, foco desta monografia, partia da constatação de que o sistema financeiro brasileiro da época era incapaz de sustentar uma nova etapa do processo de desenvolvimento da indústria brasileira. Uma vez que não se conseguia atender a demanda por crédito de novos investimentos, também se tornava uma fonte geradora de inflação.

Esse financiamento inflacionário ocorria uma vez que o sistema financeiro era incapaz de prover os recursos suficientes as empresas como forma de viabilizarem os investimentos recorriam ao autofinanciamento. Dado que estas firmas possuíam certo poder de mercado, o financiamento veio com o aumento do *mark up*.

O sistema financeiro anterior a 1964 era pouco desenvolvido, sendo suas operações pouco diversificadas. Predominavam bancos comerciais fornecendo capital de giro às empresas, forte participação dos bancos públicos e havia, do lado da captação financeira, pouca diversificação de ativos, muito concentrados também em depósitos de curto prazo. Apenas as agências governamentais conseguiam ofertar uma parte das necessidades de financiamento de longo prazo da economia.

Outro fator, na avaliação do governo, que contribuía para o baixo desenvolvimento do sistema financeiro eram os retornos reais muito baixos que se

obtinham nas operações de intermediação. A Lei da Usura restringia os juros cobrados nas operações de crédito e havia também o Decreto nº 23.501, impedindo atrelar o pagamento a qualquer outro fator que não fosse a moeda nacional. Com tudo isso, a oferta para os financiamentos de maiores prazos era inibida.

Desse modo, a reforma financeira do PAEG identificava a baixa alocação de poupança no sistema financeiro, causada pelo baixo retorno real, como uma das causas do fraco desenvolvimento financeiro. Apoiada no modelo norte-americano de financiamento, os objetivos da reforma eram a criação de instituições e instrumentos, bem como regras de operação para que se desenvolvesse um segmento privado de intermediação financeira de médio e longo prazo. Para tanto, se propôs a segmentação do SFB de acordo com as áreas de atuação das instituições financeiras, onde os agentes de maior importância para o financiamento de longo prazo seriam os Bancos de Investimento e o Mercado de Capitais.

Apesar do bom desempenho da economia nos anos que se seguiram a reforma do PAEG, com a diversificação e aumento da importância dos ativos não monetários, e de o investimento como proporção do PIB ter alcançado níveis históricos, o SFB idealizado não foi alcançado.

O governo militar tinha como forma de legitimar o regime imposto, a retomada do bom desempenho econômico. Desta forma, frente às primeiras dificuldades de captação de longo prazo dos Bancos de Investimento, a saída adotada foi a de se flexibilizar as medidas adotadas no PAEG, permitindo a atuação no crédito de menores prazos e possibilitando o processo de concentração bancária.

Assim, com o financiamento privado de longo prazo bastante escasso, a saída para o Estado poder financiar seus projetos de desenvolvimento econômico foram o crédito externo e público. No entanto, com os choques do petróleo (1973 e 1979), somados ao choque dos juros (1979), a economia brasileira entrou em um período de grande instabilidade macroeconômica que impossibilitou qualquer forma de financiamento de longo prazo devido aos elevados riscos que esta modalidade impunha.

Dessa forma, apesar das intenções de se desenvolver um modelo segmentado com o setor privado sendo o fornecedor principal do financiamento de longo prazo da economia, o que se viu foi um processo de concentração dos

bancos privados com operações de crédito em prazos mais reduzidos. Por outro lado, o setor público aumentou sua importância no crédito voltado para o investimento, se aproximando do modelo de sistema financeiro adotado no Japão. Porém, com a reversão do cenário externo no início da década de 1979, o crédito de longo prazo fornecido tanto pelo setor privado quanto o público ficaram inviabilizados, confirmando assim a hipótese inicial do trabalho.

APÊNDICE ESTATÍSTICO

TABELA 1
Indicadores Macroeconômicos Selecionados

Data	PIB - var. real anual - (% a.a.)	Taxa de investimento - preços correntes - (% PIB)	IGP-DI - (% a.a.)
1964	3,4%	15,0%	92%
1965	2,4%	14,7%	34%
1966	6,7%	15,9%	39%
1967	4,2%	16,2%	25%
1968	9,8%	18,7%	25%
1969	9,5%	19,1%	19%
1970	10,4%	18,8%	19%
1971	11,3%	19,9%	19%
1972	11,9%	20,3%	16%
1973	14,0%	20,4%	16%
1974	8,2%	21,8%	35%
1975	5,2%	23,3%	29%
1976	10,3%	22,4%	46%
1977	4,9%	21,3%	39%
1978	5,0%	22,3%	41%
1979	6,8%	23,4%	77%
1980	9,2%	23,6%	110%
1981	-4,3%	24,3%	95%
1982	0,8%	23,0%	100%
1983	-2,9%	19,9%	211%
1984	5,4%	18,9%	224%

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais Referência 2000 e para IGP-DI Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica

TABELA 2
Evolução dos Agregados Monetários

Data	Base Monetária		M1	
	Expansão Nominal	Expansão Real	Expansão Nominal	Expansão Real
1964	79%	-7%	82%	-5%
1965	73%	29%	79%	34%
1966	23%	-12%	14%	-18%
1967	31%	5%	46%	17%
1968	42%	13%	39%	11%
1969	29%	8%	33%	11%
1970	17%	-2%	33%	11%
1971	36%	14%	31%	9%
1972	19%	2%	38%	19%
1973	47%	27%	47%	27%
1974	33%	-1%	34%	-1%
1975	36%	5%	44%	11%
1976	50%	2%	38%	-5%
1977	51%	9%	38%	-1%
1978	45%	3%	41%	0%
1979	84%	4%	73%	-2%
1980	30%	-38%	77%	-16%
1981	67%	-14%	88%	-4%
1982	100%	0%	66%	-17%
1983	80%	-42%	98%	-36%
1984	264%	12%	202%	-7%

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Moeda e Crédito

TABELA 3
Balança de pagamentos - (US\$ milhões)

Discriminação	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
TRANSAÇÕES CORRENTES	-171	81	284	-31	-276	-582	-364	-839	-1630	-1688	-2085
Balança comercial (FOB)	112	343	655	438	213	26	318	232	-344	-241	7
Exportação de bens	1406	1430	1595	1741	1654	1881	2311	2739	2904	3991	6199
Importação de bens	-1294	-1086	-941	-1303	-1441	-1855	-1993	-2507	-3247	-4232	-6192
Serviços e Rendas	-326	-317	-446	-548	-566	-630	-713	-1092	-1300	-1452	-2119
Renda de outros investimentos (juros)	-87	-131	-156	-155	-184	-144	-182	-234	-302	-359	-514
Despesa	-90	-133	-166	-162	-202	-154	-204	-284	-344	-489	-840
Juros pagos	-90	-133	-166	-162	-202	-154	-204	-284	-344	-489	-840
Juros refinanciados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Juros atrasados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Transferências unilaterais correntes	43	55	75	79	77	22	31	21	14	5	27
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	210	134	-35	47	49	680	936	1281	2173	3793	4111
Investimento Direto	87	86	154	159	115	135	207	378	448	441	1148
Investimento estrangeiro direto	87	86	154	159	115	137	219	392	449	460	1181
Outros investimentos estrangeiros (líquido)	138	-30	32	105	41	614	698	1001	1881	3460	3292
Empréstimos e financiamentos LP e CP	118	31	392	263	33	490	709	843	1699	3067	2410
ERROS E OMISSÕES	-76	-217	-31	-25	-35	-1	-41	92	-7	433	355
RESULTADO DO BALANÇO	-37	-2	218	-9	-262	97	531	534	537	2538	2380
HA VERES DA AUTORIDADE MONETÁRIA (=aumento)	37	2	-218	9	262	-97	-531	-534	-537	-2538	-2380

Discriminação	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
TRANSAÇÕES CORRENTES	-7504	-6999	-6426	-4826	-6983	-10708	-12739	-11706	-16273	-6773	95
Balança comercial (FOB)	-4690	-3540	-2255	97	-1024	-2839	-2823	1202	780	6470	13090
Exportação de bens	7951	8670	10128	12120	12659	15244	20132	23293	20175	21899	27005
Importação de bens	-12641	-12210	-12383	-12023	-13683	-18084	-22955	-22091	-19395	-15429	-13916
Serviços e Rendas	-2814	-3461	-4172	-4923	-6030	-7880	-10059	-13094	-17039	-13354	-13156
Renda de outros investimentos (juros)	-652	-1498	-1810	-2104	-2696	-4186	-6311	-9161	-10670	-9166	-9872
Despesa	-1370	-1863	-2091	-2462	-3344	-5348	-7457	-10305	-11851	-9864	-11070
Juros pagos	-1370	-1863	-2091	-2462	-3344	-5348	-7457	-10305	-11851	-7264	-10556
Juros refinanciados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-260	-514
Juros atrasados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2340	0
Transferências unilaterais correntes	1	2	1	0	71	11	143	186	-14	111	161
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	6531	6374	8499	6151	11884	7624	9610	12746	12101	7419	6529
Investimento estrangeiro direto	1208	1203	1391	1827	2180	2408	1910	2522	3115	1326	1501
Outros investimentos estrangeiros (líquido)	5680	5151	7406	4159	10169	5446	8237	11780	9793	6564	5302
Empréstimos e financiamentos LP e CP	5432	5381	5817	4011	8827	6107	7196	11720	9974	4437	10517
ERROS E OMISSÕES	-68	-439	615	-611	-639	-130	-343	-415	-369	-670	403
RESULTADO DO BALANÇO	-1041	-1064	2688	714	4262	-3215	-3472	625	-4542	-24	7027
HA VERES DA AUTORIDADE MONETÁRIA (=aumento)	1041	1064	-2688	-714	-4262	3215	3472	-625	4542	24	-7027

Fonte: Banco Central do Brasil

TABELA 4
Variação Real do Crédito Total

1964-67	4,9%
1968-1973	17,4%
1974-1978	14,8%
1979-1980	-11,0%
1981-1983	-5,1%
1984	-4,6%

Fonte : Boletim do Banco Central

TABELA 5
Taxas de Crescimento Real - por Setor (%)

Data	Agropecuária	Indústria			Serviços
		Transformação	Construção	Subtotal	
1971	10,2	11,9	12,5	11,8	11,2
1972	4	14	17,9	14,2	12,4
1973	0,1	16,6	20,9	17	15,6
1974	1,3	7,8	9,1	8,5	10,6
1975	6,6	3,8	8,1	4,9	5
1976	2,4	12,1	10,2	11,7	11,6
1977	12,1	2,3	5,2	3,1	5
1978	-2,7	6,1	6,2	6,4	6,2
1979	4,7	6,9	3,7	6,8	7,7
1980	9,6	9,1	9	9,3	9,2
1981	8	-10,4	-6,1	-8,8	-2,5
1982	-0,2	-0,2	-2,5	0	2,1
1983	-0,5	-5,8	-14,4	-5,9	-0,5
1984	2,6	6,2	-1,2	6,3	5,3

Fonte: Livro de Economia Brasileira Contemporânea (2005)

TABELA 6
Taxas de Crescimento Real - Demanda (%)

Data	Consumo Total	Investimento Bruto	Exportações	Importações
1971	12,9	15,3	5,5	24,5
1972	11	16,7	24,2	20
1973	12,1	21	14,3	20,4
1974	10,8	13,3	2,3	28,5
1975	1,1	9,7	11,6	-4,5
1976	12	6,8	-0,3	-1,2
1977	4,6	-1,4	-0,4	-7,6
1978	5	3,1	13,3	4,6
1979	8,9	4,7	9,3	8,2
1980	5,9	8,4	22,7	0,6
1981	-5,7	-12,1	21,3	-12,4
1982	4,2	-6,8	-9,2	-6
1983	-2	-16,3	14,3	-17,4
1984	2,7	-0,2	22	-2,9

Fonte: Livro de Economia Brasileira Contemporânea (2005)

TABELA 7
Industria - Crescimento Real (%) - Categorias de Uso

Data	Bens de Capital	Bens Intermediários	Bens de Consumo Duráveis	Bens de Consumo Não-Duráveis
1974	22,3	9,3	8,3	3,9
1975	4,7	6,4	-4,2	2,9
1976	10	12,9	17,6	10,3
1977	-5,3	7	0,2	0,2
1978	0,1	6,9	20,8	5,1
1979	7,8	9,2	7,5	3,5
1980	8,6	9,1	18,7	5,3
1981	-19,4	-11,1	-24,9	1,1
1982	-14,8	2,8	8	2,1
1983	-19,2	-2,4	-0,9	-4,9
1984	14,8	10,3	-7,5	2,1

Fonte: Livro de Economia Brasileira Contemporânea (2005)

TABELA 8
NFSP Setor Público

Data	nominal (% PIB)	operacional (% PIB)
1981	13,26	6,31
1982	16,37	6,89
1983	20,75	3,15
1984	24,61	2,88

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim, Seção Finanças Públicas

TABELA 9
Panorama do Mercado de Capitais

Data	Emissões Primárias / Investimento (%)	Valores Negociados / Emissões Primárias (%)	Expansão Real Valores Negociados (%)
1966-71	1,9	5,7	167
1972-74	0,7	23,1	-34
1975-79	0,6	21,2	31
1980-89	2,6	11,8	n.d.

Fonte: HERMANN, 2002, pg.27. Para a coluna 3, Boletim do Banco Central

TABELA 10
Empréstimo ao Setor Privado (% Total Crédito)

Data	Banco do Brasil	Bancos Comerciais Públicos	Bancos Comerciais Privados	Financeiras	Bancos de Investimento	BNDE	CEF	BNH	Outras
1972	20%	10%	24%	13%	13%	2%	5%	4%	10%
1973	19%	10%	21%	15%	13%	2%	5%	3%	12%
1974	22%	10%	19%	12%	11%	4%	6%	3%	14%
1975	23%	10%	18%	10%	11%	5%	12%	2%	8%
1976	23%	10%	17%	8%	10%	6%	12%	2%	11%
1977	23%	10%	17%	7%	10%	7%	11%	2%	13%
1978	21%	10%	18%	8%	10%	7%	8%	1%	16%
1979	21%	11%	19%	7%	11%	7%	7%	1%	16%
1980	21%	11%	19%	6%	11%	7%	8%	1%	18%
1981	17%	11%	19%	5%	11%	7%	9%	1%	21%
1982	13%	11%	17%	9%	9%	8%	12%	1%	22%
1983	11%	10%	17%	9%	9%	9%	13%	1%	23%
1984	9%	6%	19%	10%	9%	8%	13%	3%	22%

Fonte : Boletim do Banco Central

TABELA 11
Balço Consolidado BNDE (com FINAME)

ATIVO	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Encaixe	1%	4%	1%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%
Empréstimos	44%	27%	23%	23%	42%	48%	53%	48%	49%	52%	74%	72%	79%	80%	80%	81%	82%	79%	75%	71%	71%
Direto	44%	27%	23%	20%	37%	45%	46%	30%	24%	26%	46%	45%	43%	40%	37%	35%	34%	34%	36%	34%	33%
Repasses	1%	0%	0%	3%	5%	3%	7%	18%	25%	26%	28%	27%	35%	40%	43%	46%	47%	44%	39%	38%	38%
Títulos Públicos	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	2%	1%	0%	0%	5%	3%	2%
Ações e Debentures	27%	31%	42%	49%	33%	28%	25%	23%	21%	18%	12%	10%	11%	11%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Outros Ativos	27%	37%	34%	27%	22%	21%	20%	27%	28%	29%	12%	16%	10%	8%	17%	18%	17%	21%	19%	25%	24%
PASSIVO	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Depósitos (Fundos Financeiros)	16%	27%	19%	13%	22%	16%	13%	8%	7%	6%	3%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Recursos Próprios	24%	19%	53%	67%	64%	69%	76%	69%	61%	57%	47%	39%	32%	27%	25%	22%	20%	19%	23%	21%	20%
Financiamento por Estrangeiros	18%	12%	9%	6%	5%	5%	7%	5%	6%	8%	8%	8%	7%	8%	11%	14%	14%	13%	11%	16%	16%
Outros	42%	42%	19%	14%	9%	10%	4%	18%	26%	28%	42%	52%	60%	65%	65%	64%	65%	68%	66%	63%	64%

Fonte: Boletim Banco Central

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CASTRO, A. B. de e SOUZA, F. E. P. de. **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2004.

CASTRO, L. B. de. “Financiamento e Crescimento Econômico: Uma Visão Geral da Literatura e Posicionamento no Debate.” **Revista do BNDES**, Vol. 14, nº29, 2008.

CARVALHO, F. J. C. de, et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2ª edição, Rio de Janeiro: Campus, 2007.

_____, “Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento”. **Textos para Discussão CEPAL-IPEA**, nº 14. Brasília, DF: CEPAL Brasil e IPEA, 2010.

HERMANN, J. “Política Financeira e Desenvolvimento Econômico: um debate a partir de contribuições recentes de Fernando Cardim de Carvalho”, **IV Encontro da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**, agosto de 2011.

_____, J. “Reformas, Endividamento Externo e o ‘Milagre Econômico’ (1964-1973)”, in Giambiagi F., Villela A., Hermann J. e Castro L. B. de (orgs.), **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

_____, J. **Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. Tese de Doutorado – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.

_____, J. Financial System Structure and Financing Models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997). **Journal of Latin American Studies**, Vol. 34, Fevereiro, pp. 71-114, 2002.

LAGO, L. A. C. do. “A Retomada do Crescimento e as Distorções do Milagre: 1967-1973”, in Abreu, M. P. (org) **A Ordem do Progresso**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990.

LARA RESENDE, A. “Estabilização e Reforma: 1964-1967”, in Abreu, M. P. (org) **A Ordem do Progresso**, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990.

LEMGRUBER, A. C. **Uma Análise Quantitativa do Sistema Financeiro no Brasil**. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1978.

LEVINE, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence". **NBER Working Papers** n°10766, 2004.

MCKINNON, R. I. **Money and capital in economic development**. Washington, D.C: Brookings Institutions, 1973.

MONTORO FILHO, A. F.. **Moeda e Sistema Financeiro no Brasil**. Brasília, IPEA/PNPE, 1982.

SERRA, J. “Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira do Pós-Guerra”, in Belluzzo, L. G. e Coutinho, R. (org.), **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise**. São Paulo: Brasiliense, 1984.

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. Nova York: Oxford University Press, 1973.

STIGLITZ, J. **The role of the State in financial markets**. Proceedings of the “World Bank Conference on Development Economics”. Washington, DC: World Bank, 1993.

STUDART, R.. **Investment Finance in Economic Development**. London: Routledge, 1995.

_____. “The State, the Markets and Development Financing.” **CEPAL Review** n°85, 2005.

TAVARES, M. da C.. **Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro**. Rio de Janeiro: Zahar, 1979.

TEIXEIRA, N., Avanços e Desafios na Reforma do Mercado de Capitais Brasileiro, **Seminário Anbid de Mercado de Capitais**, novembro de 2004.

ZYSMAN, J. **Governments, Markets and Growth**. Londres: Cornell University Press, 1983.