



22

**A INFLUÊNCIA DO CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO  
SOBRE A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA:  
BRASIL, ANOS OITENTA**

**Banca examinadora**

**Prof. Orientador Robert N. V. C. Nicol**

**Prof.....**

**Prof.....**

**Prof.....**

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO**

**MARIA ANTONIETA DEL TEDESCO LINS**

**A INFLUÊNCIA DO CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO  
SOBRE A EVOLUÇÃO DA ECONOMIA:  
BRASIL, ANOS OITENTA**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-  
Graduação da FGV/EAESP  
Área de Concentração: Economia e Finanças  
Públicas como requisito para obtenção do título  
de mestre em Administração Pública.

Orientador Prof. Robert N. V. C. Nicol



Fundação Getúlio Vargas  
Escola de Administração  
de Empresas de São Paulo  
Biblioteca



904/95



1199500904

**SÃO PAULO  
1995**

Carlos

*[Handwritten signature]*

Escola de Administração de S Empresa de São Paulo	
Data 7-8	No. de Chamada 206-77 (81) L759i
N.o Volume 904/95	Registrado por S.

Dis.  
e.1

SP-00007798-8

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
I - FORMULAÇÃO TEÓRICA	3
1. O problema	3
2. Definição de capital financeiro	6
2.1. A visão de Hilferding	6
2.2. O capital segundo Schumpeter	7
3. A ação específica do setor financeiro no processo de desenvolvimento	8
3.1. Os bancos no modelo de Hilferding	8
3.2. Schumpeter: o crédito como instrumento da inovação	10
3.3. O sistema financeiro na visão ortodoxa	11
3.4. As diferentes estruturas do sistema financeiro	13
4. O sistema financeiro reprimido e as taxas de juros reais	15
5. Investimento e inflação	17
6. O sistema financeiro e as crises	18
II - A FORMAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL	19
1. Estrutura financeira da primeira fase de industrialização	19
1.1. Um sistema financeiro atrofiado	19
1.2. Estrutura de financiamento da industrialização durante o Plano de Metas	22
1.3. Elementos de crise inerentes à estrutura de financiamento	23
2. As reformas da década de sessenta	24
2.1. Contexto político-econômico	24
2.2. As reformas do governo militar	25
2.3. A nova estrutura financeira e seu modo de funcionamento	30
2.4. A instabilidade no sistema financeiro	32
3. Ainda um sistema financeiro "reprimido"?	33
4. A reforma bancária de 1988	34

III - FINANCIAMENTO E DESEMPENHO DA ECONOMIA NOS ANOS OITENTA	36
1. Retrospectiva dos anos setenta	36
1.1. O "milagre" e seu esgotamento	36
1.2. Financiamento e endividamento	41
2. Política econômica e performance da economia nos anos oitenta	46
2.1. Alguns pontos de vista sobre a crise	46
2.2. O Estado	47
2.3. A dívida pública	50
2.4. A inflação	53
2.5. Políticas de ajustamento e evolução econômica	55
3. Questões sobre a dinâmica macroeconômica	60
IV - O SETOR FINANCEIRO	63
1. Estrutura e funcionamento	63
2. Conglomeração e concentração	66
3. Relações com o setor produtivo	69
4. O setor financeiro na crise	73
V - CRÉDITO DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA DÉCADA DE OITENTA	78
1. Evolução do crédito	78
1.1. Visão Global	78
1.2. Financiamento de capital de giro pelos bancos comerciais	82
1.3. Financiamento ao investimento	86
2. Fatores condicionantes da tomada de crédito	90
2.1. As taxas de juros	90
2.2. A instabilidade macroeconômica	98
REFLEXÕES FINAIS	99
BIBLIOGRAFIA	103

## AGRADECIMENTOS

*Várias pessoas contribuíram de diversas maneiras para a execução deste trabalho.*

*Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a meu orientador, Prof. Robert Nicol, pelo apoio, disponibilidade, calma e as grandes sugestões.*

*Agradeço também ao Prof. Claudio Furtado pelos valiosos comentários, na defesa do projeto e na fase final.*

*Em seguida, gostaria de lembrar muita gente que ajudou e esteve envolvida: Eduardo Nogueira Graça, Regina Gagliardi Assumpção, Carlos Jerônimo Lins, Nelson Marconi, Marianne Nassuno, Márcio Estrela, Arthur Assumpção.*

*Meu curso de mestrado foi financiado pela CAPES.*

*Em chinês a palavra "crise" se compõe de dois caracteres:  
um representando o perigo, outro a oportunidade.*

John Kennedy

## INTRODUÇÃO

A atividade de intermediação financeira, definida como o ato de coletar fundos de poupadores para emprestá-los a investidores, é a primeira característica que surge quando se trata do sistema financeiro. No entanto, em situações específicas, esta característica pode perder importância e o sistema financeiro atuar de maneira distinta, segundo outras prioridades.

O interesse deste trabalho surgiu da perplexidade diante do ganho de importância que teve o setor financeiro brasileiro durante os anos oitenta, em um momento de profunda crise da economia. Pareceu então importante investigar como foram as relações de financiamento na economia naquele período, com a finalidade de determinar a participação do sistema financeiro neste financiamento e o comportamento das empresas com relação às opções de financiamento em meio à crise.

O período escolhido foi marcado por uma importante redução da atividade econômica, conjugado com um desequilíbrio crônico das finanças públicas e um total descontrole sobre a aceleração inflacionária.

Durante a crise, o setor financeiro assumiu uma posição de destaque por ter recebido os recursos dos demais setores e por ter tido um papel dinâmico nos desdobramentos da crise financeira do Estado.

A idéia é poder responder, ao final do estudo, à questão de estar ou não o sistema financeiro nacional apto a servir de alavanca a uma retomada do crescimento econômico, na eventualidade da economia se estabilizar.

Para tanto, parece importante tentar traçar o perfil da estrutura de financiamento da economia brasileira e acompanhar sua evolução até os anos oitenta, para verificar o que ocorreu durante aquele período.

A hipótese principal que levanta o trabalho é a de que o sistema financeiro afastou-se de sua principal função de financiador das empresas não-financeiras. Isto só pode ser averiguado se o sistema financeiro for inserido no bojo das relações mais gerais presentes na economia, nas quais o Estado desempenha um papel de protagonista. Não se trata de afirmar simplesmente que o sistema financeiro não concedeu crédito, mas sim de, primeiramente, verificar se este fato é verdadeiro e, em seguida, buscar suas

causas considerando a situação macroeconômica que viveu o país no período e as suas consequências sobre as relações entre os diversos setores da economia.

Para situar este tema, é preciso definir o objeto com o qual se está trabalhando. Assim, o capítulo I faz uma breve incursão na teoria econômica para procurar autores que tenham abordado a importância do financiamento para a expansão geral da economia e as diferentes formas que este financiamento pode assumir. Procura-se também, poder confrontar as formulações teóricas com a realidade que se vai efetivamente observar no caso brasileiro, criando referências para o estudo.

Em seguida, a evolução do sistema financeiro nacional é descrita. A intenção foi observar a configuração deste setor no conjunto da economia, para compreender a lógica das alterações institucionais a que ele foi submetido e seus efeitos sobre os outros setores (capítulo II).

Depois de se conhecer o objeto de estudo e sua história, é preciso situar o tema no tempo e no espaço. O capítulo III apresenta uma retrospectiva do desempenho da economia nos anos oitenta, retomando aspectos de períodos anteriores que contribuíram de alguma forma para a crise que viveu o país naquele momento.

O capítulo IV apresenta o setor financeiro no período estudado, enfatizando seu processo de organização interna e suas relações com os demais setores da economia que determinaram a evolução do total de crédito concedido.

Focalizando de mais perto o problema, o capítulo V estuda os créditos do sistema financeiro e seus condicionantes, procurando ilustrar empiricamente as suposições que o trabalho levantou.

Finalmente poder-se-á traçar algumas breves reflexões sobre a estrutura do sistema financeiro e a possibilidade de que ele venha a ser um elemento facilitador de um processo de crescimento sustentado que venha a conhecer a economia, se o processo de estabilização tiver êxito.

## I - FORMULAÇÃO TEÓRICA

### 1. O problema

Na literatura econômica, sempre que se aborda a acumulação capitalista - considerada como a expansão das bases produtivas de uma economia que tem a indústria como o setor dinâmico - surge a discussão acerca das condições desta acumulação: qual seria a origem dos recursos que serviram à expansão produtiva e que forma teve o processo de acumulação.

O financiamento aparece como o meio mais importante de dotação de recursos aos agentes econômicos que decidiram investir. Com efeito, as decisões de investimento das empresas privadas e do setor público muitas vezes pressupõem a existência de uma estrutura de financiamento destes gastos, posto que nem sempre os agentes já dispõem dos recursos que vão investir.

O objetivo deste trabalho não é de fazer uma revisão da história do pensamento econômico a respeito do financiamento da economia. É importante, no entanto, apresentar algumas destas abordagens para que se possa definir os elementos que entram em jogo quando se fala em desenvolvimento e crescimento econômicos e particularmente quando se busca entender a importância que o financiamento tem nestes processos.

Este capítulo pretende delimitar o assunto a ser tratado e definir a atividade de intermediação financeira em alguns de seus aspectos principais: inicialmente o seu objeto - o capital financeiro-; em seguida sua posição dentro da economia como um todo - suas funções e relações com os outros setores -; por último, certos elementos presentes em suas relações dentro do sistema econômico -as taxas de juros, o investimento e seu papel nas crises.

De que processo de desenvolvimento participa o setor financeiro? Para Schumpeter<sup>1</sup>, o desenvolvimento é visto como uma ruptura do fluxo econômico normal, que tem origem no próprio sistema econômico, em suas mutações internas:

---

<sup>1</sup> SCHUMPETER (1982), texto publicado pela primeira vez em 1911.

"O desenvolvimento, no sentido em que o tomamos, é um fenômeno distinto, inteiramente estranho ao que se pode ser observado no fluxo circular ou na tendência para o equilíbrio. É uma mudança espontânea e descontínua nos canais do fluxo, perturbação do equilíbrio, que altera e desloca para sempre o estado de equilíbrio previamente existente."<sup>2</sup>

O desenvolvimento, segundo esta ótica, é a realização de novas combinações sejam elas para dar origem a um novo bem, seja uma nova forma de produção ( uma diferente técnica de produção), ou novos mercados, novos componentes para o produto, ou ainda uma diferente organização dos mercados numa economia.

Para Schumpeter, em equilíbrio, o capital tem um efeito neutro, ele não se constitui em uma alavanca para o desenvolvimento. Apenas através das novas combinações a evolução econômica se põe em marcha. Dentro do processo de mudança, o crédito tem uma grande importância pois as novas combinações exigem recursos que muitas vezes são maiores que os fundos acumulados pelas empresas. As instituições financeiras têm então a possibilidade de criar um poder de compra adicional que poderá servir para tornar possível uma produção em maior escala, ou qualitativamente melhor.

Mais tarde, em Business Cycles<sup>3</sup>, Schumpeter indica os efeitos desestabilizadores da evolução que se faz a partir da inovação, cujo instrumento monetário é o investimento. Todo investimento que dê origem a uma mudança tecnológica afasta a economia do equilíbrio estacionário. O equilíbrio se reestabelecerá em um outro nível, quando o efeito das inovações tiver se disseminado por toda a economia.

Também no início deste século Rudolf Hilferding<sup>4</sup> estudou as relações do sistema financeiro com o resto da economia na dinâmica do crescimento. Ele notou o caráter assíncrono dos vários ciclos de capitais isolados. O crédito é num primeiro momento um crédito de circulação, que substitui as mercadorias e é praticado entre os próprios capitalistas. São trocadas letras

<sup>2</sup> SCHUMPETER op. cit. p. 47

<sup>3</sup> SCHUMPETER (1939)

<sup>4</sup> HILFERDING (1985)

de câmbio e promissórias entre os capitalistas. À medida em que esta forma de crédito se amplia, os bancos passam a ter as funções de confrontar os títulos uns com os outros e de conferir certa credibilidade a estes títulos e assim o crédito comercial é substituído pelo crédito bancário. Os bancos nesta estrutura têm a possibilidade de ampliar os efeitos expansionistas do crédito pois os capitalistas depositam seu capital monetário disponível que eles poderão alocar para outros fins. Como os empresários não tomam a decisão de investir ao mesmo tempo, estes capitais que ficariam ociosos por um período de tempo são postos à disposição de investidores potenciais. Esta transferência de recursos transforma capital inativo em capital ativo. Há assim uma ampliação da função do capital produtivo pela ação do sistema financeiro.

Na teoria ortodoxa moderna que trata do desenvolvimento, a formação de capital corresponde a uma mobilização de um excedente econômico. Trata-se de uma visão estática pois os recursos que servirão ao investimento provêm de um excedente gerado dentro do próprio fluxo econômico em um período anterior. Dos mecanismos internos, esta teoria enfatiza a importância das taxas de juros reais, dos determinantes da poupança e do papel do Estado na alocação do excedente. A ênfase fica então sobre as condições internas ao sistema e não sobre o papel dinâmico do setor financeiro.

Considerando como certa a importância do sistema financeiro sobre a evolução dos negócios, por possibilitar às empresas o acesso a recursos que permitam a realização de planos de investimento, Zysman<sup>5</sup> aponta a importância de se estudar as estruturas dos diferentes sistemas financeiros presentes em diversos países para que se possa compreender os efeitos que esta organização financeira poderá exercer sobre as relações entre o setor industrial e o governo<sup>6</sup>. Isto porque a configuração da intermediação financeira determina as formas em que os recursos não gastos serão canalizados para as empresas produtivas que os utilizarão para investimentos.

---

<sup>5</sup> ZYSMAN (1983)

<sup>6</sup> Ibid. p.56: "(...) the structure of the national financial system will be an autonomous influence on the political relations between business and government."

Em todas as abordagens teóricas o financiamento de incrementos de produção aparece como a principal função do sistema financeiro, que recebe recursos de um agente econômico e os repassa a outro, que, em princípio teria uma destinação produtiva para estes recursos. O objetivo deste trabalho é verificar em que medida esta função foi efetivamente cumprida no Brasil durante a década de oitenta. Hipóteses auxiliares deverão permitir uma melhor aproximação deste problema, dado que a realidade econômica de um país em desenvolvimento, com uma indústria considerável e também sofrendo de problemas graves de instabilidade econômica, é muito distinta do que viveram os teóricos do início do século. Todavia, há muitas formulações que seguem atuais nos dias de hoje ou que podem servir de referência para o que o estudo se propõe. Inicialmente parece importante ter uma visão panorâmica de algumas formulações teóricas sobre o assunto.

## **2. Definição de capital financeiro**

### **2.1. A visão de Hilferding**

Ao longo do processo de desenvolvimento do capitalismo, o capital tomou diversas formas e sua função mudava com as transformações nas estruturas sociais e econômicas.

Pela formulação elaborada por Hilferding, o capital trocado entre capitalistas por mercadorias é o capital comercial. Assumindo a forma de depósitos bancários dos excedentes, ele passa a ser capital bancário. Quando alocado a outros capitalistas como um crédito concedido pelos bancos, ele é capital industrial. Desta forma, Hilferding define o capital financeiro como o capital bancário (em sua forma monetária) que, enquanto crédito, se transforma em capital produtivo. Assim, o capital financeiro é a união de todas as formas de capital:

"Assim, extingue-se, no capital financeiro, o caráter particular do capital. O capital aparece como poder unitário que domina soberanamente o processo vital da sociedade; como poder que surge diretamente da propriedade dos meios de produção, das riquezas naturais e de todo o trabalho passado acumulado, e a disponibilidade do trabalho vivo aparece como nascida diretamente das relações de propriedade."<sup>7</sup>

Esta definição de capital financeiro contém as interrelações entre as diferentes esferas do capital e permite identificar suas funções em cada etapa de sua circulação na economia.

O capital financeiro e o sistema financeiro em sua totalidade teriam como maior finalidade colocar à disposição do setor produtivo os recursos necessários para sua expansão.

## 2.2. O capital segundo Schumpeter

Numa economia em que não haja desenvolvimento não existe a figura do capital como instrumento da evolução econômica. Ele aparece enquanto a possibilidade oferecida ao empresário de adquirir os bens necessários para introduzir uma inovação em seu negócio:

"O capital não é nada mais do que a alavanca com a qual o empresário subjuga ao seu controle os bens concretos que necessita, nada mais do que um meio de desviar os fatores de produção para novos usos, ou de ditar uma nova direção para a produção"<sup>8</sup>.

Assim, o capital é um poder de compra que está ligado exclusivamente ao processo de desenvolvimento. Ele leva o empresário a obter as mercadorias que o farão produzir mais e melhor. É uma transferência de meios produtivos ao empresário.

O acesso a este capital é facultado através do mercado monetário. Nele se realizam transações de compra e venda de crédito e se estabelecem as possibilidades de desenvolvimento futuro.

<sup>7</sup> HILFERDING op. cit. p. 227

<sup>8</sup> SCHUMPETER (1982) p.80

Na definição de Schumpeter as relações funcionais do capital descritas por Hilferding desaparecem mas a finalidade principal do capital é a mesma: permitir uma evolução da atividade econômica.

### **3. A ação específica do setor financeiro no processo de desenvolvimento**

A importância do financiamento da atividade econômica no processo de crescimento e desenvolvimento é um consenso entre todas as visões teóricas.

Os autores que estudaram esta questão a partir de uma abordagem histórica mostraram o apoio da atividade bancária ao processo de industrialização nos países hoje desenvolvidos. Alexander Gerschenkron<sup>9</sup> cita os casos da França e da Alemanha onde a atividade bancária trouxe grandes benefícios à atividade produtiva. Na Inglaterra, ao contrário, a industrialização se fez sem o suporte de créditos a longo prazo.

Rondo Cameron<sup>10</sup> cita Gerschenkron e afirma que a aparição e expansão das atividades de intermediação financeira são características quase universais dos processos de desenvolvimento. Mas para ele, o sentido da relação causal entre aparição do sistema financeiro e expansão do setor produtivo não é evidente. Seria a demanda por serviços financeiros por parte da indústria que levou ao desenvolvimento dos bancos ou teria sido a maior disponibilidade de recursos junto aos bancos que permitiu o crescimento industrial? Qualquer que seja a causa e o efeito, Cameron, como muitos outros autores, reconhece o sistema financeiro como lubrificante da atividade econômica.

Vejamos esta relação segundo algumas abordagens teóricas.

#### **3.1. Os bancos no modelo de Hilferding**

A necessidade de atividades bancárias surge com a expansão das atividades comerciais entre capitalistas. Inicialmente as transações se fazem pela troca de letras de câmbio entre os diferentes capitalistas. Este movimento está

---

<sup>9</sup> GERSCHENKRON (1962)

<sup>10</sup> CAMERON (1967)

ligado ao processo de circulação de mercadorias. Um produtor entrega sua mercadoria mas não recebe sempre o pagamento à vista, seu cliente lhe apresenta um título com um certo prazo. Este título pode ser usado pelo produtor como meio de pagamento de matéria primas, por exemplo. Assim se faz uma espécie de multiplicação do crédito, pela circulação destes títulos. A quantidade de mercadorias em circulação cresce sem que a demanda de moeda precise crescer também. Este mecanismo pode se reproduzir sem a intermediação dos bancos.

Os bancos entram em cena no caso em que os títulos não sejam pagos, para fornecer a moeda necessária e, de maneira mais importante, juntando todos estes títulos e constituindo um fundo de crédito. Assim surgiu o crédito bancário.

À medida em que o sistema bancário se desenvolve, os excedentes dos produtores (o capital inativo) são depositados nos bancos e permitem a ampliação do sistema de crédito bem como sua valorização fora da esfera produtiva.

Hilferding definiu as principais atividades dos bancos<sup>11</sup>:

1. são intermediários nas relações de pagamento que eles ampliam pela concentração destes pagamentos e as compensações de suas diferenças locais;
2. transformam capital monetário inativo em capital monetário ativo;
3. reúnem na forma de dinheiro as rendas de todas as classes e colocam-nas à disposição dos capitalistas.

Os bancos passam a remunerar os depósitos que lhes são confiados e, para permitir sua expansão, eles abrem filiais.

Com o desenvolvimento da atividade bancária, a empresa vê suas relações com os bancos modificadas. A concorrência intercapitalista transforma o crédito em um importante instrumento na luta por mercados. O crédito

---

<sup>11</sup> HILFERDING op. cit. p. 93

torna possível a expansão da planta de produção e assim do produto total e da massa de lucros. As empresas tornam-se dependentes dos bancos.

### 3.2. Schumpeter: o crédito como instrumento da inovação

Como assinalado acima, para Schumpeter o crédito é uma das forças para a evolução econômica porque ele permite colocar em marcha novas estruturas produtivas.

Se o empresário quer incorporar novas formas de produção ou tentar outras combinações que demandem um esforço de investimento que ele não possa financiar com recursos próprios, ele deve recorrer a um crédito.

"A função essencial do crédito no sentido em que o tomamos consiste em habilitar o empresário a retirar de seus empregos anteriores os bens de produção de que precisa, ativando uma demanda por eles, e com isso forçar o sistema econômico para dentro de novos canais. Nossa segunda tese agora se coloca: na medida em que o crédito não puder ser concedido a partir dos resultados de empreendimento passado ou, em geral, a partir das reservas de poder de compra criadas pelo desenvolvimento passado, só pode consistir de meios de pagamento creditícios criados *ad hoc*, que não podem ser respaldados pelo dinheiro, em sentido estrito, nem por produtos já existentes. Pode realmente ser coberto por outros ativos que não os produtos, ou seja, por qualquer espécie de propriedade que o empresário porventura possua. Mas, em primeiro lugar, isso não é necessário, e, em segundo, não altera a natureza do processo, que consiste em criar uma nova demanda, sem simultaneamente criar uma nova oferta de bens."<sup>12</sup>

O poder de compra suplementar criado pela atividade bancária levará então a um produto ampliado e a renda adicional aos agentes econômicos. Este poder de compra criado através de crédito ao empresário produtivo tem efeitos sobre a evolução geral da economia. O crédito ao consumo é apenas uma transferência de recursos entre agentes. O investimento pode modificar uma parte da estrutura econômica.

---

<sup>12</sup> SCHUMPETER (1982) p. 74

O crédito recém-criado, não sendo a contrapartida de uma quantidade de moeda já presente na economia e sendo um aumento de demanda sem oferta adicional correspondente, tem efeitos inflacionários pelo crescimento da massa monetária no circuito econômico. Assim que a oferta cresça como resultado da expansão do investimento, haverá pressões baixistas sobre os preços e a economia voltará gradualmente ao equilíbrio.

Esta visão dos bancos através de uma teoria de investimentos coloca-os numa posição de independência em relação a seus clientes, sobretudo quanto às iniciativas das empresas. A independência e a força das instituições financeiras repousa em sua faculdade de criação de recursos e principalmente na promoção de uma concentração destes recursos.

Os bancos interferem, portanto, sobre a destinação do crédito que servirá de base para a ampliação da capacidade produtiva. A demanda pelos recursos que eles oferecerão será determinada pelas decisões de investimento das empresas. Desta maneira, as instituições financeiras participam em vários níveis do processo de desenvolvimento: por serem detentoras do crédito, por participarem de alguma maneira da decisão sobre a utilização do mesmo -ao determinarem as condições do contrato de crédito - e pelo conseqüente aumento de sua participação política e institucional na organização econômica.

### 3.3. O sistema financeiro na visão ortodoxa

Também para esta abordagem teórica a intermediação financeira tem um papel fundamental no processo de crescimento econômico.

As identidades macroeconômicas são retomadas. O sistema econômico contém em si mesmo os elementos que levarão ao crescimento. Para determinar o nível de investimento de uma economia será preciso determinar seu nível de poupança.

Neste sentido, existe toda uma formulação teórica para estudar a formação da poupança. Ela pode ser de origem doméstica ou provir do exterior. Os resultados finais sobre o produto total e sobre a renda serão iguais nos dois

casos, admitindo-se que o país não esteja com um grave desequilíbrio em seu balanço de pagamentos. Evidentemente, recursos externos injetados numa economia permitem que ela cresça independentemente de sua própria poupança.

Faz-se também uma distinção entre poupança pública e privada. Neste caso os resultados sobre a economia não são similares pois os economistas desta linha pensam que a atuação do Estado para mobilizar recursos tem efeitos precisos: na maioria dos casos elas se traduzem por pressões inflacionárias, seja pela emissão de moeda, seja pelas perturbações decorrentes de um crescimento excessivo da dívida pública.

Por outro lado, a teoria afirma que, sendo a propensão marginal a consumir do setor público superior à do setor privado, um aumento da renda disponível do governo terá relativamente menos sucesso no aumento do montante total de poupança.

Do lado da poupança privada, ela é determinada antes de tudo pela renda. Várias nuances teóricas são introduzidas mas é a renda o fator fundamental na determinação das decisões de consumo e poupança dos indivíduos.

Estudos empíricos apresentados na obra de Gillis e outros<sup>13</sup> mostram que a poupança privada interna teve grande contribuição na formação de capital nos países em desenvolvimento.

Uma vez determinada a origem dos recursos que financiarão a expansão econômica e lembrando que, para esta posição teórica, estes recursos provêm de variáveis internas ao modelo - o que não acontecia na formulação schumpeteriana, por exemplo - passa-se ao funcionamento do sistema financeiro enquanto participante do processo de crescimento que tem origem no investimento.

---

<sup>13</sup> GILLIS et alli (1990)

Gillis define quatro grandes funções de um sistema financeiro:

1. fornecimento de moeda;
2. intermediário financeiro, pela coleta de poupanças e distribuição delas entre os investidores;
3. desempenho de um papel de conversão e repartição dos riscos pela diversificação das possibilidades oferecidas aos poupadores e investidores;
4. participante das políticas econômicas de estabilização, sobretudo no combate à inflação.

O sistema financeiro auxilia então o setor produtivo em decisões de portfólio e gerenciamento de seus recursos, numa clara relação de fornecimento de serviços.

Observando estas funções pode-se deduzir que o sistema financeiro não pode conduzir por si só o processo de crescimento da economia. Isto é, o setor financeiro funciona como qualquer outro setor e não tem uma faculdade de condução da evolução econômica, apesar de sua atuação nos fluxos de recursos entre agentes. O investimento é a contrapartida da poupança, cujo montante é decidido fora do setor financeiro. A taxa de juros tem uma importância crucial no modelo mas ela não é determinada exclusivamente pelos bancos. Nesta visão, o setor financeiro não tem um papel de ponta, conduzindo a dinâmica do crescimento.

#### 3.4. As diferentes estruturas do sistema financeiro

Existem várias formas de uma empresa recorrer a recursos de terceiros para suas necessidades de operação e de ampliação da capacidade produtiva. Zysman<sup>14</sup> afirma que a diferença entre os sistemas financeiros é determinada pela importância relativa dos dois tipos de mercados financeiros: o mercado de capitais e o mercado de empréstimos. No mercado de capitais as empresas vendem ações e participações de seu capital a outras firmas ou a pessoas que tenham recursos disponíveis. Neste caso, o intermediário financeiro será uma instituição não-bancária que agirá

---

<sup>14</sup> ZYSMAN op. cit.

enquanto uma corretora destas operações. Já o mercado de empréstimos é constituído predominantemente por instituições bancárias que intermediam os recursos entre poupadores e eventuais investidores. Evidentemente, cada um dos mercados têm desdobramentos e influem de forma diferente sobre a evolução geral da economia.

As diferentes estruturas dos sistemas financeiros darão origem a relações diversas entre as empresas, as instituições financeiras e o Estado, na condução das políticas de crescimento e industrialização. Um sistema que tenha predomínio dos mercados de capital é fundamentalmente distinto de um baseado em créditos e empréstimos. No primeiro caso, as empresas conservam uma maior independência em relação às instituições financeiras e conseqüentemente às políticas públicas que influem sobre o custo do dinheiro, a taxa de juros. No caso de economias nas quais o crédito é a fonte de financiamento mais frequente, os bancos tendem a especializar-se na concessão de recursos a curto prazo, deixando as operações de mercado de capitais para outras instituições. Quanto maior for a dependência de uma empresa de créditos de instituições financeiras, mais estas instituições poderão interferir nas decisões da própria empresa. A política creditícia do governo também terá influência direta sobre a empresa.

Assim, em economias com forte presença do mercado de crédito, a alocação deste crédito passa a ser um elemento fundamental da política industrial. Neste caso, o governo pode participar efetivamente deste mercado e suas ações têm maior impacto do que teria a adoção de regulamentações e atos administrativos.

O autor define então três modelos de sistemas financeiros:

1. Um modelo baseado no mercado de capitais no qual ações e títulos das empresas são a fonte mais importante de recursos a longo prazo. Neste modelo, os bancos encarregam-se dos empréstimos a curto prazo e o banco central cuida principalmente da política monetária e da determinação das taxas de juros. Firms, bancos e governos são co-participantes do mercado;
2. O segundo tipo de sistema financeiro é baseado no mercado de crédito, que atua com preços administrados pelo governo. Neste caso, um

mercado de capitais pouco desenvolvido levaria as firmas a recorrer a instituições de empréstimo para recolher fundos. Os bancos têm a faculdade de criar dinheiro através da concessão de crédito e o governo pode intervir determinando os preços de tipos distintos de empréstimos com a finalidade de incentivar um ou outro setor da economia. Assim, o funcionamento do mercado é diretamente afetado pela intervenção estatal, que deve fazer escolhas sobre a alocação dos recursos disponíveis no mercado. A separação entre público e privado passa a ser tênue em tal estrutura financeira<sup>15</sup>;

3. Um outro modelo é um sistema formado por poucas, porém importantes, instituições de crédito dominando o mercado e independentes da ação estatal. Os preços são determinados pelo mercado e refletiriam a concentração do poder financeiro. O Estado, neste caso, controla prioritariamente os agregados econômicos e não tem funções na alocação dos recursos financeiros. As instituições financeiras, fortes, têm o domínio do mercado e influem sobre as decisões das empresas. Devido à extensão de seu poder, os bancos podem aliar-se ao Estado e, através do mercado, fazer a política financeira.

A idéia central desenvolvida por Zysman é, portanto, que na condução da política de crescimento industrial, a alocação dirigida dos recursos financeiros em direção de setores específicos é uma arma importante do poder público. A estrutura do sistema financeiro irá determinar de que forma este instrumento será usado.

#### **4. O sistema financeiro reprimido e as taxas de juros reais**

Se para a grande maioria das formulações teóricas o sistema financeiro tem importância crucial no financiamento do desenvolvimento, é natural deduzir que elementos perturbadores deste setor se constituam em entraves à evolução econômica. Ou, mesmo na ausência de um sistema financeiro estruturado, as possibilidades de crescimento de uma economia seriam restritas.

---

<sup>15</sup> ZYSMAN op. cit. p.72

Ronald Mc Kinnon<sup>16</sup> identifica um setor financeiro reprimido quando se observa: restrições sobre as taxas de juros; um alto nível de reservas bancárias imposto pelo governo; alocações de crédito compulsórias; inflação que reduza a atratividade de reter ativos financeiros; e, taxas de juros reais negativas. Estes expedientes foram bastante usados por governos de países em desenvolvimento, sob o pretexto de que os juros baixos estimulariam as decisões de investimento. No entanto, juros inferiores às taxas de inflação poderiam desfavorecer a formação de poupança na economia. De acordo com o autor, uma tal situação produz efeitos nefastos sobre a acumulação de capital na medida em que toda a atividade financeira é reduzida.

Esta constatação permite deduzir a existência de uma relação direta entre o fortalecimento e solidificação do sistema financeiro e a evolução do nível de atividade econômica.

A limitação institucional, especialmente sobre o nível das taxas de juros reais foi uma política deliberada de muitos países em desenvolvimento nas primeiras fases da industrialização. No Brasil ela também foi adotada até meados da década de sessenta, isto será visto no capítulo seguinte. Economistas e governantes defendiam esta prática como forma de proteção ao investimento nacional. No entanto, com o aumento da inflação os recursos desapareciam do sistema financeiro, à procura de uma melhor rentabilidade ou, ao menos, da manutenção de seu valor real.

Além disso, segundo Gillis, as taxas de juros reais negativas tornam rentáveis para os empresários alguns investimentos tradicionais, marginais e com baixa produtividade. As sanções de mercado deixam de funcionar adequadamente e também diminui a eficiência marginal do capital. Neste caso, por inexistência de boas opções no mercado financeiro, os recursos ficam subutilizados ou dirigem-se para atividades pouco rentáveis, com reflexos sobre o conjunto da economia.

---

<sup>16</sup> Mc KINNON (1988)

## 5. Investimento e inflação

Há formas de financiamento da economia além daquelas oferecidas pelo setor financeiro. O auto-financiamento por parte das empresas não traz problemas para a estabilidade macroeconômica mas mostra-se insuficiente para determinados montantes de investimento. A emissão primária de moeda também aparece como uma possibilidade.

Muitas vezes nos países em desenvolvimento os governos lançaram mão da emissão de moeda para financiar a economia. Durante as décadas de cinquenta e sessenta os economistas da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) não viam muitos problemas nesta prática que era tida como uma forma de realocação de uma parte da poupança do setor privado para o setor público. Evidentemente, as taxas de inflação "aceitáveis" deveriam ser moderadas. Este ponto de vista se fundamentava na idéia de que o Estado tem uma propensão a investir mais alta que a do setor privado.

A teoria ortodoxa responde a isto afirmando que, num processo de alta sistemática dos preços, os agentes econômicos adaptam suas expectativas de inflação e o sentido da redistribuição decorrente da emissão monetária será dos detentores de moeda em direção às autoridades monetárias. A este mecanismo se deu o nome de imposto inflacionário e por ele a população perde uma parte de seu poder de compra.

Atualmente é bastante improvável que se defenda ainda este expediente, principalmente porque seus efeitos mostraram-se muito desfavoráveis na prática. Mesmo quando o crescimento foi atingido, a política de estabilização tem um custo muito alto.

Ademais, a inflação e a instabilidade que decorre dela parece ter um efeito negativo importante sobre as decisões de investimento das empresas. Num contexto inflacionário, qualquer previsão é feita mais dificilmente e isto afeta as expectativas dos empresários, que têm sua capacidade de planejamento a longo prazo diminuída. Este assunto voltará a ser discutido adiante.

## 6. O sistema financeiro e as crises

Da mesma maneira que seu impulso está ligado à expansão da atividade econômica não-financeira, poderia se supor que o sistema financeiro sente os efeitos das crises tanto quanto o restante da economia.

A crise do lado real da economia levaria o setor financeiro consigo? Ou estaria ele imune às crises por ter outras atividades além do crédito ao setor produtivo?

Hilferding apresenta uma análise das relações entre os setores na crise. Segundo ele, a necessidade de valorização do capital não pode realizar-se num contexto macroeconômico desfavorável. Consequentemente, a produção diminuirá pela queda dos investimentos. Aí reside o elemento de aprofundamento das crises: a queda dos investimentos é um efeito da crise mas também a causa de seu agravamento.

Naturalmente, o grau de desenvolvimento do setor financeiro em uma economia determinará de que maneira este setor poderá se comportar em situações de desaceleração da atividade econômica. Se existirem inúmeras modalidades de aplicações de recursos e de operações de empréstimos, o setor terá maior flexibilidade para operar durante as crises e pode até mesmo desviar-se das operações de crédito. Pelo contrário, um país que tenha um setor financeiro restrito verá seu desempenho acompanhar a evolução do setor produtivo. Elementos não-financeiros, particularmente a estrutura macroeconômica de um país têm influência direta sobre a determinação das relações dinâmicas do setor com o restante da economia. Por isso é importante observar como se forma o setor financeiro de uma economia, a quem ele atende e de que maneira ele segue as flutuações dos demais setores.

## II - A FORMAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NO BRASIL

### 1. Estrutura financeira da primeira fase de industrialização

#### 1.1. Um sistema financeiro atrofiado

Desde os anos trinta até meados da década de cinquenta a indústria, embora já sendo o setor mais dinâmico da economia, ainda encontrava obstáculos a um crescimento auto-sustentado pois o setor de bens de equipamento não crescia à frente da demanda. É o que se chamou industrialização restringida<sup>17</sup>.

Neste período a economia não possuía bases financeiras adequadas para facilitar um movimento contínuo de acumulação industrial.

A partir do final da década de trinta, o governo populista de Getúlio Vargas cria uma série de organismos estatais que teriam a finalidade de promover a decolagem de um desenvolvimento sustentado, no qual o Estado ocupava um papel de protagonista. As várias agências oficiais criadas tinham como funções principais a proteção e o apoio à indústria nacional e às atividades agro-exportadoras. Foram elas: o Conselho Nacional do Petróleo (CNP) em 1938; o Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA) em 1933; o Conselho Federal do Comércio Exterior em 1934; o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em 1938, entre outras. O mais importante órgão público criado neste período foi, sem dúvida, a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), criada em 1945<sup>18</sup> e que, junto com o Banco do Brasil desempenhou as funções de autoridade monetária até a reforma financeira da década de sessenta.

Antes de 1945 o financiamento das atividades produtivas se fez sobretudo através do autofinanciamento e de crédito entre as empresas ou, em menor parte, pelos bancos. Até a metade da década de sessenta houve um importante aumento do número de estabelecimentos bancários no país<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> CARDOSO DE MELLO (1982)

<sup>18</sup> Decreto-lei nº 7293 de fevereiro de 1945.

<sup>19</sup> BAER (1986) apresenta dados a este respeito.

Este movimento está associado à industrialização crescente, à urbanização e à consolidação do mercado interno.

A SUMOC funcionou como um banco central típico até a reforma financeira. Ela cuidava da política monetária, da política cambial e das funções de regulação e direção do mercado de crédito, o que ela fazia juntamente com o Banco do Brasil. Assim, o sistema financeiro era constituído pela SUMOC, pelo Banco do Brasil e pelos bancos comerciais.

A despeito das mudanças institucionais implementadas pelo Estado Novo e do maior número de estabelecimentos bancários, a economia tinha uma estrutura de financiamento ainda muito insuficiente para alavancar o desenvolvimento.

Até o início da década de cinquenta a industrialização se fez de maneira extensiva e apenas em 1952 introduziu-se um instrumento fundamental para a coordenação e o financiamento das políticas de desenvolvimento. Foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico<sup>20</sup> (BNDE), que, num primeiro momento, passa a coordenar programas públicos de infraestrutura de transportes e energia. A partir de segunda metade da década de cinquenta ele começa a financiar investimentos de longo prazo da indústria<sup>21</sup>.

Dois outros importantes instrumentos institucionais vieram somar-se à ação do BNDE. A Instrução nº 70 da SUMOC, de 1953, modifica a política cambial do país ao introduzir três mercados de câmbio diferenciados: um para as importações; um para exportações e outro para operações financeiras especiais. As taxas diferem segundo os tipos de bens com a finalidade de baratear importações de produtos essenciais como o trigo e o petróleo e também para o pagamento do serviço da dívida interna; do lado das exportações, elas foram divididas em grupos que receberiam bonificações fixas com a finalidade de corrigir seus diferenciais de produtividade<sup>22</sup>. A importação de equipamentos básicos também foi beneficiada, dentro do

---

<sup>20</sup> Criado pela Lei nº 1628 de 20 de junho de 1952.

<sup>21</sup> LESSA (1981)

<sup>22</sup> Ibid. p.22

espírito de prioridade à industrialização. A Instrução 70 permitiu ao setor público obter receitas na comercialização de divisas, protegeu alguns produtos nacionais e facilitou as importações para a indústria.

Em 1955, a Instrução nº 113 da SUMOC introduz uma política de atração de investimentos diretos estrangeiros através de facilidades fiscais concedidas à entrada de equipamentos e de uma taxa de câmbio subvencionada para a remessa de lucros. Esta regulamentação estreitou a articulação entre o Estado e as empresas transnacionais, que foi de fundamental importância na fase de expansão posterior.

A despeito dos novos instrumentos que buscavam dinamizar a industrialização com base em relações com o exterior, a capacidade financeira do Estado permanecia restrita e as opções de financiamento disponíveis para o setor privado continuavam pequenas, face às necessidades para a expansão da atividade produtiva. Estado e resto do mundo eram as fontes de recursos mais importantes.

O setor financeiro desde os anos cinquenta era composto pela SUMOC e o Banco do Brasil (fundado em 1808) que eram as autoridades monetárias; por um sistema bancário comercial; por bancos de desenvolvimento (BNDE e bancos estaduais de desenvolvimento); por financeiras; seguradoras e previdência social<sup>23</sup>.

No entanto, o mercado financeiro era bastante reduzido, sobretudo no que tange aos bancos comerciais. A Lei da Usura em vigor no período limitava as taxas de juros nominais a um teto máximo de 12% anuais. À medida em que a inflação se acelerava, as próprias instituições financeiras perdiam o interesse em conceder empréstimos e também esta restrição inibia a formação de poupança privada. Os bancos comerciais não concederam os créditos necessários ao grande movimento de industrialização e os recursos de longo prazo vieram principalmente do setor público ou do exterior. Desta maneira, as limitações institucionais e a inflação inibiram o desenvolvimento do sistema financeiro.

---

<sup>23</sup> ZINI (1982)

A emissão monetária, principal fonte de financiamento estatal durante a fase de expansão posterior (o Plano de Metas), trouxe complicações ainda maiores ao funcionamento do setor financeiro.

## 1.2. Estrutura de financiamento da industrialização durante o Plano de Metas

O Estado desempenhou o papel de principal centralizador de recursos e de canalizador destes recursos em direção aos setores tidos como prioritários durante a fase de extremo crescimento que se estendeu de 1955 a 1960. O BNDE cuidou da alocação de fundos para a indústria pesada.

Do lado externo, favoreceu-se a captação de recursos com a finalidade de manter a capacidade de importar. As políticas cambial e comercial favoreceram as importações através da Instrução 70 da SUMOC. O governo endividou-se no exterior e repassou os fundos às empresas nacionais via operações SWAPS, assumindo os riscos cambiais e transformando linhas de crédito de curto prazo em financiamento a longo prazo. As empresas transnacionais puderam beneficiar-se, pela Instrução 113, de uma legislação favorável para instalar-se no país.

No plano interno, a debilidade do mercado financeiro fez com que toda a mobilização de recursos ficasse nas mãos do Estado.

O aumento da arrecadação fiscal foi muito inferior às necessidades advindas com o crescimento das despesas públicas. Os preços públicos também foram reajustados abaixo da inflação durante o período.

As saídas escolhidas foram o endividamento interno do setor público e a emissão primária de moeda. A dívida interna era um meio de financiamento mais aceitável politicamente.

Além dos efeitos clássicos da expansão monetária sobre os preços, muitas empresas aumentaram seus preços acima da inflação, o que reforçou a pressão sobre as taxas de juros reais do sistema bancário comercial. Tratava-

se de um esquema de financiamento que já continha em si elementos de instabilidade que se manifestariam a qualquer momento.

É importante lembrar que as insuficiências estruturais do sistema financeiro continuavam presentes e mesmo agravadas pelo descompasso deste com o lado produtivo da economia que conheceu uma evolução considerável durante o Plano de Metas.

### 1.3. Elementos de crise inerentes à estrutura de financiamento

Ao longo do período de expansão, todas as medidas de política econômica estavam voltadas para o crescimento industrial. Mais cedo ou mais tarde, os efeitos colaterais sobre a estabilidade econômica deveriam aparecer.

A inflação é um dos resultados mais imediatos deste processo e ela traz consigo uma perda do valor real da renda contratual dos agentes econômicos, sobretudo os trabalhadores.

O déficit do setor público surge também para complicar a estabilidade macroeconômica.

Alguns desequilíbrios estruturais foram acentuados pela política adotada: o setor primário ficou à margem da fase de crescimento, assim como as regiões menos desenvolvidas.

Do que foi exposto se conclui que a economia deu um grande salto em seu lado produtivo com desigualdades e desequilíbrios, mas ela carecia de instrumentos de financiamento que permitissem um crescimento auto-sustentado, servindo de apoio às decisões de investimento das empresas. Para isto seria preciso criar também incentivos à poupança privada. Grande parte dos recursos investidos durante o período provieram do exterior ou de ações governamentais.

Ficou evidente a insuficiência do setor financeiro enquanto suporte ao desenvolvimento econômico. A necessidade de constituição de um setor financeiro que viabilizasse e apoiasse a expansão produtiva aparecia como

premente. Ele deveria poder oferecer diferentes modalidades de financiamento ao setor produtivo e estimular a formação de poupança privada.

## 2. As reformas da década de sessenta

### 2.1. Contexto político-econômico

A crise econômica havia sido bem semeada no período precedente.

O quadro político torna-se bastante instável a partir de 1960. A política econômica do começo do governo Jânio Quadros era contraditória com o discurso populista usado em sua campanha<sup>24</sup>.

Com a renúncia de Jânio em 1961, a instabilidade política se acentua com desdobramentos diretos sobre a saúde macroeconômica. A inflação e as dificuldades do balanço de pagamentos se agravam.

O Plano Trienal é lançado em dezembro de 1962 por Celso Furtado, ministro do Planejamento de João Goulart, com a proposta de combinar estabilização com a retomada da industrialização. A idéia era que, uma vez saneados os desequilíbrios, o planejamento público permitiria à economia decolar de novo. O plano encontrou obstáculos na renegociação da dívida externa e sofreu críticas até mesmo dos grupos de esquerda mais próximos à presidência da República. A inflação não cedeu e a recessão apareceu devido ao esgotamento do ciclo expansivo do Plano de Metas e pelos elementos contracionistas contidos no Plano Trienal.

O governo tentava manter uma posição intermediária entre as forças conservadoras e os setores esquerdistas mais radicais.

Com a tomada do poder pelos militares em 1964, um ciclo se encerra para o país. Os primeiros anos da década de sessenta são a concretização do esgotamento do modelo político populista e também a inserção do Brasil em

---

<sup>24</sup> PAIVA ABREU (1990)

uma nova realidade: uma economia industrial na qual coexistem setores e regiões muito atrasados com pólos dinâmicos de crescimento.

O governo militar põe em marcha um programa de reformas institucionais com o objetivo de criar os instrumentos necessários para o prosseguimento da acumulação e de centralizar a condução da política econômica, reforçando o poder do Estado.

## 2.2. As reformas do governo militar

Os economistas do novo governo partiam da constatação que o sistema financeiro sofria de insuficiências estruturais. Esta análise via na inflação efeitos extremamente negativos sobre o desenvolvimento da intermediação financeira: pelo desincentivo à poupança, pela perda de valor real dos ativos, etc. Diagnosticava-se a presença de uma inflação de demanda (expansão monetária para financiar os déficits do Tesouro) que levava a distorções no funcionamento normal da economia.

Nesse sentido, a política de combate à inflação teve um perfil ortodoxo: controle da emissão de moeda, dos salários e dos gastos públicos. Ao mesmo tempo, o governo precisou liberalizar alguns preços essenciais que haviam sido fixados em níveis relativamente baixos, principalmente os preços públicos.

Foi lançado simultaneamente com a política antiinflacionária um vasto plano de reformas institucionais. Tratou-se de um conjunto de medidas complementares visando, todas, a viabilização da retomada do desenvolvimento.

As reformas tiveram um caráter extremamente centralizador em torno do Estado, transformando-se assim em um instrumento a mais para um maior controle da sociedade por parte do novo governo.

As medidas podem ser classificadas em grandes blocos: uma reforma fiscal, uma reforma financeira que redefiniu todo o perfil do sistema financeiro e

das autoridades monetárias, mudanças na política cambial e medidas dirigidas ao setor industrial<sup>25</sup>.

♦ *Reforma fiscal*

A administração fiscal é centralizada pelo governo federal.

Mas o mais importante aqui, foi a indexação dos déficits fiscais com a finalidade de eliminar uma prática comum de atraso dos pagamentos das obrigações fiscais, costume bastante rentável num cenário de aceleração inflacionária. Esta medida foi um dos começos da generalização da indexação.

As finalidades do componente fiscal das reformas eram eliminar os déficits do Tesouro, dar mais funcionalidade e eficiência ao sistema fiscal, bem como estimular as decisões de investimento. A equidade distributiva não constava entre as prioridades das medidas postas em prática.

♦ *Reforma financeira*<sup>26</sup>

O sistema financeiro nacional passou por uma profunda reestruturação a partir de 1964. Em julho de 1964 a Lei nº 4357 instituía a correção monetária.

A Lei nº 4380 de agosto de 1964 criou o Banco Nacional da Habitação (BNH) e o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), composto, além do banco oficial, que tinha a finalidade de controlar todo o sistema, pelas Sociedades de Crédito Imobiliário, Cadernetas de Poupança e Caixas Econômicas. A função do SFH era a de financiamento à construção e aquisição de moradias.

Como alternativa ao financiamento dos gastos públicos via emissão de moeda, foi criado em 1964 um título do Tesouro Nacional, corrigido monetariamente que permitiria um fluxo de recursos do setor privado para os cofres públicos sem pressionar ainda mais a inflação: a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN).

---

<sup>25</sup> Uma importante síntese do conjunto das reformas é apresentada por MOURA DA SILVA (1979)

<sup>26</sup> TEIXEIRA (1985) e MOURA DA SILVA, op. cit.

No final daquele mesmo ano, a Lei nº 4595 (lei da Reforma Bancária) procedeu a uma completa reorganização do sistema bancário e das autoridades monetárias. O Conselho da SUMOC foi extinto e substituído pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que passou a ter a incumbência de elaborar a política monetária, financeira, orçamentária e as diretrizes da dívida pública.

Com o desaparecimento da SUMOC, suas funções são remodeladas e redistribuídas. É criado o Banco Central com funções de autoridade monetária: a execução da política monetária; a fiscalização das instituições financeiras; o controle de capitais estrangeiros e dos fluxos de divisas; e, a emissão de moeda segundo determinação do CMN.

O Banco do Brasil ocupa o papel de banco do governo, executando as diretrizes das políticas de crédito rural e comercial, mas atua também como um banco comercial normal.

Em 1965/66<sup>27</sup> são criados os bancos de investimento privados com a finalidade de prover crédito para a ampliação da capacidade produtiva a prazos mais longos.

Os bancos de desenvolvimento estaduais, embora já existissem, reivindicam uma regulamentação própria, o que é feito no final da década<sup>28</sup>.

O BNDE consolida sua posição de agente da política de investimentos do governo, tanto para investimentos públicos propriamente quanto para a concessão de linhas especiais de crédito ao setor privado, atuando através do intermédio de outros bancos (de investimento ou de desenvolvimento) e de subsidiárias. A grande maioria dos créditos de longo prazo proveio do BNDE.

---

<sup>27</sup> Lei nº 4728 de 14 de julho de 1965 e Resolução nº 18 do Banco Central de 18 de fevereiro de 1966.

<sup>28</sup> TEIXEIRA (1978): Resolução nº 93 de 25 de junho de 1968, Resolução nº 119 de 16 de julho de 1969 e Circular nº 128 de 16 de julho de 1969. Esta legislação foi alterada em 1976.

"Desde sua criação o BNDES conta com fundos de poupança compulsória criados em função de objetivos de desenvolvimento. Nos anos 50 e início dos anos 60, os recursos do Banco advinham principalmente de um imposto adicional sobre a renda pessoal e das empresas. Outras fontes, tais como reservas técnicas pertencentes a companhias de seguro e poupança, também tiveram sua importância. Entre 1966 e 1970, o BNDES teve acesso às reservas monetárias geradas pelo Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e desde 1970 pôde dispor de um fluxo estável de fundos de baixo custo, graças à criação dos fundos PIS/Pasep (Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, respectivamente). Entre 1974 e 1988 o BNDES foi o único receptor dos fundos PIS/Pasep.<sup>29</sup>

O espírito da reforma financeira foi o de criar instituições financeiras especializadas, com uma atuação bem delineada e um mercado segmentado que pudesse oferecer diferentes modalidades de financiamento à economia. Buscou-se também ampliar as possibilidades de poupança pela criação de diversos ativos financeiros e da introdução da correção monetária, prática que se disseminou rapidamente no setor como um todo.

#### ♦ *O capital estrangeiro*

A entrada de capital estrangeiro como fonte alternativa de financiamento é também regulamentada no mesmo período.

A Lei nº 4131 de 1962 dispõe sobre a captação direta de recursos no exterior pelas empresas nacionais. Através dela importantes montantes de recursos entraram no país na década seguinte. A Resolução nº 63 permite que bancos nacionais (comerciais, de investimento e o BNDE) captem recursos estrangeiros e em seguida os repassem a empresas nacionais, que teriam dificilmente acesso a este tipo de crédito.

#### ♦ *Setor industrial*

Interessa assinalar neste setor a criação de uma agência subsidiária do BNDE, o FINAME (Agência Especial de Financiamento Industrial), com o

---

<sup>29</sup> BONELLI & PINHEIRO (1994) p.27

objetivo de financiar a indústria de bens de capital. O FINAME concedeu um volume considerável de empréstimos sobretudo a partir de 1967.



Pelo conteúdo das reformas, pode-se avaliar a amplitude das transformações introduzidas na estrutura do sistema financeiro e em seu modo de funcionamento.

A nova estrutura de crédito inaugurada pelas reformas ampliou substancialmente as modalidades de endividamento oferecidas às famílias e às empresas.

Durante a fase anterior de industrialização, a ausência de uma estrutura formal, organizada e ágil de financiamento era evidente e as soluções adotadas conduziram a importantes desequilíbrios na economia e nas contas públicas. Naquele período, a presença de um setor financeiro era quase um fato acessório no processo de crescimento econômico.

A partir da constituição de instrumentos institucionais e da ampliação de seu raio de ação, o setor financeiro pode participar de forma autônoma da dinâmica de crescimento da economia.

A afirmação de que as reformas e as mudanças institucionais (duas modificações constitucionais em 1967 e 1969) tiveram um caráter extremamente centralizador dos poderes do Estado em todos os domínios é quase que unânime na literatura política e econômica do Brasil contemporâneo.

Do lado fiscal houve concentração das receitas nos cofres da União que transferia recursos a estados e municípios.

No plano financeiro produz-se um fenômeno análogo pois o aumento da participação do Estado lhe confere um papel de coordenador geral da evolução financeira: elaborando e executando as políticas monetária e

creditícia, enquanto proprietário do maior banco comercial (o Banco do Brasil).

### 2.3 A nova estrutura financeira e seu modo de funcionamento

O novo sistema financeiro tinha a seguinte organização:

<b>AUTORIDADES MONETÁRIAS</b>	<b>Conselho Monetário Nacional Banco Central Comissão de Valores Mobiliários</b>
-----------------------------------	--

<b>INSTITUIÇÕES</b>	<b>FUNÇÕES</b>
Banco do Brasil	crédito de curto prazo e financiamentos especiais
Bancos comerciais	crédito de curto prazo
Bancos de investimento	crédito de médio e longo prazos
Bancos de desenvolvimento (BNDE e estaduais)	crédito de médio e longo prazos e programas especiais de desenvolvimento
Caixas econômicas	crédito para a construção civil
Sociedades de crédito imobiliário e cad. de poupança	crédito para a construção civil
Sociedades de crédito, financiamento e investimento	crédito ao consumo
Sociedades de leasing	crédito de longo prazo
Sociedades corretoras	intermediação de operações de Bolsas de Valores
Bolsas de Valores	mercado de ações de empresas
Sociedades seguradoras	fornecimento de todo tipo de seguro

Há uma divisão do trabalho entre as diferentes instituições. Assistiu-se a uma diversificação das atividades do setor.

Os bancos comerciais aumentam os tipos de serviços oferecidos e a atividade tradicional de fornecer crédito ao setor produtivo vê sua importância

relativa diminuída<sup>30</sup>. Ao mesmo tempo, a aceleração inflacionária torna os ativos monetários menos importantes e é responsável também por um encurtamento dos prazos dos créditos concedidos. Há, desta forma, um maior interesse pelos ativos financeiros não-monetários, protegidos contra a inflação pela generalização da indexação. Os ativos financeiros não ou parcialmente indexados quase desaparecem do mercado<sup>31</sup>.

A participação relativa do setor financeiro na economia cresce de maneira considerável: tomando-se os dados apresentados por Zini (1980), a relação haveres financeiros/PIB passa de algo em torno de 25% em 1955 a 44% em 1975, ela cai em 1981 para 39% já como reflexo da crise que começa nos anos oitenta.

Ao mesmo tempo, a participação do Estado no setor se amplia dado o seu papel na transferência de recursos entre os diferentes setores econômicos, pois uma parte importante do crédito destinado a atividades prioritárias e investimentos de longa maturação provém de órgãos públicos e sobretudo diante do aumento do endividamento público interno.

O mercado aberto (open market) é um conjunto de operações financeiras realizadas entre instituições financeiras e outras empresas ou pessoas físicas. O objeto deste mercado são papéis financeiros que podem ter origem no setor público ou privado e que são trocados por moeda. Uma autoridade monetária como o Banco Central pode participar deste mercado com o intuito de praticar política monetária ao influir sobre a liquidez da economia pois, ao vender títulos, retira meios de pagamento de circulação e atua assim sobre a evolução das taxas de juros. No Brasil, o Banco Central é o maior participante deste mercado e os títulos da dívida pública seu instrumento de atuação. As instituições financeiras intermediam as operações entre o Banco Central e o público.

A partir da criação das ORTN e LTN na década de setenta e da instituição da correção monetária, as autoridades econômicas põem em funcionamento uma possibilidade de financiamento do setor público que viria a ser de

---

<sup>30</sup> TEIXEIRA (1988).

<sup>31</sup> Ibid.

fundamental importância daí para a frente e fonte de problemas para a estabilidade econômica nos períodos seguintes.

#### 2.4. A instabilidade no sistema financeiro

O déficit público já era um problema na fase anterior. A partir das reformas, abre-se a possibilidade de financiar os gastos do governo via introdução de dívida mobiliária no mercado aberto, e portanto, sem emissão monetária e mais do que isto, retirando liquidez do sistema econômico.

Ainda na década de sessenta a dívida mobiliária pode financiar os desequilíbrios das contas públicas<sup>32</sup>. Só mais adiante ela se tornaria um elemento de instabilidade para a economia nacional.

À primeira vista poderia parecer contraditório que uma atividade econômica cuja função é a de fornecer instrumentos para potencializar o crescimento possa ser fonte de entraves e fatores de instabilidade para este processo. Não haveria razão a priori para que a nova estrutura financeira levasse a desequilíbrios e efetivamente várias atividades econômicas tiveram sua evolução potencializada pela existência de crédito. Este foi o caso da indústria de bens de consumo durável e do setor imobiliário, por exemplo. No entanto, o funcionamento dos diversos segmentos do novo sistema financeiro especializado não ocorreu efetivamente como havia sido previsto. O mercado aberto, enquanto instrumento de política monetária e de financiamento do setor público ao mesmo tempo assumiu uma importância relativa crescente no conjunto das operações financeiras. Entre as autoridades monetárias o fluxo de recursos ficou dificilmente controlável. A instabilidade tem origem nas alternativas políticas que foram adotadas no crescimento acelerado do período posterior, junto com os problemas de gestão da dívida pública, o que será visto adiante.

A generalização da indexação traz dois movimentos importantes para o sistema financeiro: por um lado, ela permite que as empresas obtenham uma valorização financeira de seus recursos excedentes e ampliem assim sua

---

<sup>32</sup> IESP-FUNDAP (1988)

poupança, por outro lado, ela "sobrecarrega" os encargos que se paga pela obtenção de um crédito, pois nem sempre a empresa pode repassar para seus preços um maior custo financeiro.

Os instrumentos estavam criados, faltava ver como eles seriam usados pelos agentes econômicos.

### **3. Ainda um sistema financeiro "reprimido"?**

Segundo a formulação de McKinnon<sup>33</sup> apresentada no capítulo anterior, a repressão característica dos sistemas financeiros de muitos países em desenvolvimento se manifesta por taxas de juros reais negativas, juntamente com restrições institucionais a seu funcionamento.

Uma vez reformado, o sistema financeiro brasileiro não apresentava entraves tais como os descritos por McKinnon e poderia portanto assegurar as funções de apoio a uma política de desenvolvimento.

No entanto, com a aceleração da inflação, o comportamento das taxas reais de juros pode ser muito variável, mesmo estando a maioria dos contratos indexados. Em muitos momentos, a elevação das taxas de juros incita os empresários a buscar a rentabilidade financeira mais do que a rentabilidade operacional, sobretudo em conjunturas de instabilidade macroeconômica. Poderia-se portanto deduzir que a taxa de juros real não é o único determinante das decisões de investimento.

A este propósito, um artigo de Bresser Pereira<sup>34</sup> conclui que as teorias macroeconômicas do investimento tem um poder de explicação razoável quando se trata de situações sem crises estruturais, os chamados "tempos normais". Durante períodos de crise os empresários devem considerar outras variáveis. Este mesmo artigo cita uma pesquisa efetuada junto às cem maiores empresas do estado de São Paulo segundo a qual as principais razões para não se investir eram a taxa de rentabilidade estimada e a situação econômica negativa.

---

<sup>33</sup> McKINNON (1988)

<sup>34</sup> BRÉSSER PEREIRA (1990)

Assim, o setor financeiro em tempos de crise pode perder sua faculdade de contribuir para a expansão da economia. Se diminui a demanda por crédito, o setor dirige-se a outras atividades, como será visto adiante.

#### 4. A reforma bancária de 1988

Desde o final dos anos sessenta os bancos funcionaram segundo a estrutura apresentada acima. Os objetivos de especialização das instituições não se concretizaram na prática. Conglomerados financeiros com vários tipos de instituições foram se criando em torno de bancos comerciais. Em uma mesma agência bancária pode-se fazer diferentes tipos de contratos financeiros: financiamento à construção, um desconto de duplicata, um empréstimo para a compra de um bem de consumo durável, etc. Cada um destes contratos era feito por uma instituição financeira distinta, com uma identidade jurídica própria.

Em 1988 a Resolução nº 1524 do CMN, de 21 de setembro, cria o banco múltiplo, com a finalidade de oficializar o que já era a prática das instituições financeiras. A reforma de 1988 racionaliza o funcionamento do sistema e permite uma redução de custos para as instituições que passam a atuar como uma única figura jurídica.

Os bancos múltiplos podem operar através de cinco carteiras, devendo necessariamente operar entre duas e quatro destas carteiras: carteira comercial; carteira de investimentos; carteira de desenvolvimento; carteira de crédito imobiliário; e carteira de crédito, financiamento e investimento.

Nem todos os bancos comerciais existentes em 1988 fizeram a opção por se transformarem em bancos múltiplos. Muitas vezes, devido ao controle acionário de uma instituição ser diferente do de outra instituição do mesmo grupo, essa passagem não foi interessante para o grupo<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> GARCIA & FERNANDES (1993)

Outra importante modificação da reforma bancária de 1988 foi o fim da obrigatoriedade de um banco possuir uma carta-patente para existir. O mercado funcionava como um cartório pois para um banco novo instalar-se, ele deveria comprar uma carta-patente de outro. Esta medida permitiu a entrada de um grande número de novas instituições no mercado, muitas das que surgiram são ligadas a grupos não-financeiros.

É importante notar que a reorganização do sistema bancário é uma reavaliação do que pretendeu a reforma dos anos sessenta. Ela é sobretudo um reflexo do processo de concentração que sofreu o sistema financeiro nas últimas décadas que por sua vez, está ligado aos movimentos da economia como um todo.

O setor financeiro esteve muito bem articulado durante a década de oitenta e atuou de maneira extremamente ágil num contexto de inflação elevada que lhe permitia uma alta rentabilidade. A reforma de 1988 é uma resposta institucional à agilidade dos bancos. Ela possibilitaria maior flexibilidade dentro dos conglomerados financeiros, inclusive por que os bancos não tiveram que tornar-se bancos múltiplos. Só o fizeram aqueles que já funcionavam como tal na prática e aqueles cuja estrutura seria favorecida com a mudança.

Na maior parte do período estudado, o sistema financeiro tinha a estruturação do final dos anos sessenta, sem a figura do banco múltiplo. Por isso quando se procura responder à questão de terem ou não os intermediários financeiros cumprido as suas funções, estar-se-á na verdade procurando saber se os bancos comerciais financiaram o capital de giro das empresas, se os bancos de investimento concederam crédito a longo prazo, se o BNDES apoiou a formação de capital fixo, e assim por diante. Para isto é preciso observar a evolução da economia e situar a ação dos intermediários financeiros dentro do todo.

### III - FINANCIAMENTO E DESEMPENHO DA ECONOMIA NOS ANOS OITENTA

Os anos sessenta lançaram as bases institucionais para uma profunda reorganização da economia. Deve-se investigar portanto qual foi a dinâmica econômica, prestando maior atenção às relações de financiamento que se delinearam.

Não se pode chegar à década de oitenta sem mencionar o período de maior crescimento da economia brasileira que estendeu-se de 1968 a 1973, o "milagre".

#### 1. Retrospectiva dos anos setenta

##### 1.1. O "milagre" e seu esgotamento

Embora a economia tenha conhecido taxas muito elevadas de crescimento neste período, poucas foram as diferenciações introduzidas na estrutura produtiva e isto levou em alguns casos ao aprofundamento dos desequilíbrios já existentes.

A política econômica utilizou-se sobretudo dos instrumentos criados na fase anterior. Ela teve um papel ativo de estímulo ao crescimento.

Os economistas costumam dividir o "milagre" em dois subperíodos: um primeiro de recuperação da economia e de aceleração do crescimento que vai de 1968 a 1970; e, de 1970 a 1973, uma fase de auge das taxas de crescimento do produto. Isto porque, a partir de 1970 a capacidade produtiva instalada atinge um máximo de utilização e são efetuados investimentos para permitir que o crescimento prossiga.

O esgotamento da fase expansiva começa em 1974 mas o Estado manteve depois disto uma política de sustentação ao crescimento, a despeito da crise na economia mundial.

◆ 1967 - 1973

A equipe econômica do novo presidente militar que assume em 1967 (o general Costa e Silva) faz também um diagnóstico de inflação de demanda.

A política levada a cabo foi de crescimento baseado em um aumento dos investimentos. Num primeiro momento, a economia poderia beneficiar-se de instalações subocupadas para dar a partida na expansão.

O documento oficial contendo as diretrizes da política econômica chamou-se Programa de Estratégia de Desenvolvimento (PED, 1967) e teve dois objetivos centrais: o desenvolvimento e o controle da inflação<sup>36</sup>.

Inicialmente as políticas monetária e fiscal foram um pouco restritivas mas logo tornaram-se expansionistas. A política de crédito cuidou primeiramente do financiamento das compras de bens de consumo durável e de imóveis. A prioridade era portanto fornecer crédito às famílias. Desta maneira, a demanda interna garantiu o movimento de recuperação.

O Estado investiu em infraestrutura principalmente por intermédio de suas empresas.

A política industrial favoreceu projetos de investimento do setor privado concedendo incentivos e subsídios, o que criou uma dependência por parte deste.

O investimento direto estrangeiro aproveitou condições atraentes para sua implantação no país e também contribuiu no processo de crescimento.

Os números abaixo mostram a importância desta fase expansiva.

---

<sup>36</sup> LAGO (1990)

**Tabela III.1 - DESEMPENHO DA ECONOMIA (1968-1979)**  
**(taxas anuais de crescimento %)**

ANO	PIB	INDÚSTRIA	AGRICULTURA	SERVIÇOS	FORMAÇÃO BRUTA	
					CAPITAL FIXO (% do PIB)	
1968	9,8	14,2	1,4	9,9	18,7	
1969	9,5	11,2	6,0	9,5	19,1	
1970	10,4	11,9	5,6	10,5	18,8	
1971	11,3	11,9	10,2	11,5	19,6	
1972	12,1	14,0	4,0	12,1	20,2	
1973	14,0	16,6	0,0	13,4	21,4	
1974	9,0	7,8	1,0	9,7	22,8	
1975	5,2	3,8	7,2	2,9	24,4	
1976	9,8	12,1	2,4	8,9	22,5	
1977	4,6	2,3	12,1	2,6	21,4	
1978	4,8	6,1	-3,0	4,3	22,2	
1979	7,2	6,9	4,9	6,7	23,0	

FONTE: Anexo Estatístico em PAIVA ABREU (1990)

No que se refere à distribuição deste crescimento, o balanço nem sempre é tão favorável. As políticas antiinflacionárias defendiam uma redução do nível do salário real para diminuir as pressões sobre os custos das empresas que seriam transferidas para os preços. A massa de lucros deveria ser mantida em um certo patamar para permitir um autofinanciamento dos investimentos privados.

Não há um consenso entre os autores sobre uma eventual deterioração da distribuição de renda neste período. Para alguns, este foi um momento de melhora generalizada dos rendimentos e do bem-estar social. O salário mínimo caiu em termos reais mas o salário médio da economia não teve redução dado que os trabalhadores qualificados receberam aumentos superiores à média e também o número de trabalhadores que recebia o salário mínimo caiu em termos relativos<sup>37</sup>. De qualquer forma, os ganhos

<sup>37</sup> LAGO, op. cit.

salariais foram inferiores às taxas de crescimento e isto é coerente com a caracterização da inflação que tinham as autoridades econômicas.

◆ 1974 - 1979

Este período também se inicia com uma mudança presidencial no governo militar. Desta vez a mudança tem uma significação política mais ampla pois o grupo que ascende ao poder tinha já um projeto de distensão política e deveria levar à abertura gradativa do regime<sup>38</sup>.

A política econômica foi elaborada considerando esta diferente realidade política. O novo governo não pretendia apresentar resultados econômicos inferiores aos obtidos pelos antecessores.

A economia mundial vivia uma reversão cíclica durante a primeira crise do petróleo.

As autoridades econômicas deveriam enfrentar diversos tipos de problemas: o ajustamento a uma nova realidade internacional; o ajuste interno, dado que a inflação estava em aceleração; e a manutenção de taxas de crescimento elevadas.

Segundo Carneiro (1990), o governo naquele momento não teve uma compreensão completa da gravidade da crise que se iniciava e criou elementos que se manifestariam de forma nefasta durante os anos oitenta:

"O quadro de desequilíbrio macroeconômico com que a economia brasileira defrontou-se na década de 80, caracterizado por elevado endividamento externo, desestruturação do setor público, inflação explosiva e perda de dinamismo, teve sua origem em grande medida em erros de diagnóstico bem como na timidez que caracterizou o uso de instrumentos de política após o primeiro choque do petróleo."<sup>39</sup>

Entre ajustar e crescer escolheu-se o crescimento. Postergou-se, de certa forma, o enfrentamento dos problemas pelos quais passava a economia mundial. No plano interno, foram adiadas também as medidas restritivas e a inflação ficou livre para crescer.

<sup>38</sup> CARNEIRO (1990). O novo presidente era o general Ernesto Geisel.

<sup>39</sup> Ibid. p. 300

Os desequilíbrios em conta corrente do balanço de pagamentos iam sendo financiados pela liquidez abundante do mercado internacional de capitais. Acreditava-se haver sempre disponibilidade de crédito no setor externo.

Ao mesmo tempo, a oposição política ao regime se fortalecia e as eleições de 1974 mostram uma importante derrota do governo.

Neste contexto, um Programa Nacional de Desenvolvimento (II PND) é lançado no final de 1974, com objetivos ambiciosos de crescimento do produto real (em média 10% ao ano), priorizando a indústria de base, os bens de capital e os insumos, seguindo a lógica de substituição de importações. Como medida complementar, as importações são encarecidas via tarifas e mudanças financeiras.

O setor público passa a ser o centro dinâmico da expansão ao tomar para si os investimentos mais pesados notadamente no setor energético: prospecção de petróleo, construção de usinas hidroelétricas.

Esse surto de crescimento pressupunha a criação de uma estrutura de financiamento que o viabilizasse. O aumento do endividamento externo aparecia, naquelas circunstâncias, como uma alternativa interessante dadas as restrições ao crédito interno e a alta liquidez no mercado internacional.

No período que vai de 1978 ao início de 1979, o governo manteve uma política de ampla concessão de subsídios ao setor privado, o que resultava em uma injeção de liquidez na economia. Para financiar estas despesas e neutralizar seus efeitos sobre a quantidade de moeda em circulação, utilizou-se a ferramenta da emissão de títulos da dívida pública.

No final da década, vários elementos de crise estavam em cena. O nível de reservas internacionais havia caído substancialmente, as exportações cresciam a taxas decrescentes devido à queda da demanda mundial, a inflação aumentava.

Em 1979, nova mudança de governo: assume o general João Batista Figueiredo.

Entre agosto de 1979 e outubro de 1980 um ajuste heterodoxo é tentado: controle das taxas de juros, maior indexação dos salários, desvalorização da

moeda e uma ofensiva contra a formação de expectativas inflacionárias. A tentativa fracassa, as reservas caem, cresce o déficit no balanço de pagamentos, há uma explosão do consumo. O Estado tem sua situação financeira fragilizada também.

## 1.2. Financiamento e endividamento

Já se falou dos mecanismos que permitem a um agente econômico obter recursos para financiar seus gastos. É importante retomar a questão à luz do que ocorreu na década de setenta para compreender o funcionamento do mercado de dinheiro no período seguinte.

Tanto o setor privado quanto o Estado podem endividar-se. Os recursos podem ser obtidos dentro do país ou no mercado internacional.

### ◆ *financiamento externo*

A dívida externa teve um impressionante crescimento na década de setenta. Ela passou de US\$ 5,3 bilhões em 1970 a US\$ 53,9 bilhões em 1980<sup>40</sup>. Argumentou-se, no início da década, que os recursos de fora seriam fundamentais para a expansão produtiva que se planejava. No entanto, estudos mostram que o endividamento destinou-se preponderantemente ao circuito financeiro, para a formação de reservas e, mais no final do decênio, financiou o próprio serviço da dívida<sup>41</sup>.

Ao longo da década a economia brasileira e a conjuntura internacional passaram por situações bastante diferentes e instáveis mas durante todo o tempo o país levou adiante uma política de claro incentivo à captação de recursos no exterior. Entre 1969 e 1973, houve um aumento de importações mas as exportações também cresceram e, segundo Davidoff Cruz<sup>42</sup>, em montante suficiente para garantir as compras ao exterior. Assim, não teriam sido as transações correntes responsáveis pelo salto do endividamento e a contrapartida dos recursos. Já no período seguinte (1974-76), o discurso modernizante do II PND levou à contratação de empréstimos para financiar as grandes obras públicas e, com a primeira crise do petróleo, a economia mundial entra em recessão e as exportações brasileiras diminuem. Começa também naquele momento a pressão dos encargos financeiros sobre a

---

<sup>40</sup> CRUZ (1984) p. 12

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> Ibid.

dívida. A partir daí, a despeito de condições de liquidez no mercado internacional, os juros passam a ter um peso muito importante sobre o balanço de pagamentos do país. No final da década ocorre uma significativa elevação dos juros que, somada aos efeitos do segundo choque do petróleo e da política econômica interna de manutenção do crescimento já mencionada acima, leva as contas externas do país a uma situação de impasse.

O processo de endividamento foi dirigido pelo setor público através de vários caminhos. Por intermédio de suas empresas e da administração pública, ele transformou-se no maior tomador de recursos externos em moeda através da Lei 4131: em 1979 ele respondeu por 76,8% da captação<sup>43</sup>. As empresas estatais, ao contratarem os empréstimos, comprometeram seus passivos com a variação cambial e das taxas de juros internacionais<sup>44</sup>.

Instrumentos de proteção contra os riscos cambiais para o setor privado que tomasse recursos no exterior foram criados: os fundos captados por bancos com sede no Brasil, via Resolução 63, poderiam ficar depositados no Banco Central, que assumiria seus encargos até que fossem repassados a um tomador final; para os empréstimos acertados pela Lei 4131, permitiu-se que os encargos cambiais e os juros externos fossem transformados em contratos com cláusula de correção monetária, desde que fossem depositados no Banco Central<sup>45</sup>. Assim, o setor público assumia perigosamente todo o risco do financiamento externo.

Dentro deste espírito, as taxas de juros domésticas foram mantidas em níveis superiores às praticadas no mercado externo, o que teve implicações diretas sobre a dívida pública interna.

Ao mesmo tempo, perdia-se o controle sobre a política monetária.

#### ◆ *financiamento interno*<sup>46</sup>

Sendo o Estado o principal articulador da política de crescimento, cumpre verificar como estava a sua capacidade de gastar. Assiste-se nos anos setenta

---

<sup>43</sup> CRUZ op. cit. p. 96

<sup>44</sup> IESP-FUNDAP op. cit.

<sup>45</sup> Respectivamente, Instrução nº 230 de 1974 e Resolução nº 432 de 1977 do Banco Central.

<sup>46</sup> A análise de M. C. TAVARES (1983) serviu de base a grande parte das informações apresentadas neste item.

a uma diminuição da carga tributária e a um crescimento das despesas com subsídios e transferências<sup>47</sup>.

O endividamento torna-se a principal fonte de recursos para o setor público. Ademais dos fundos tomados pelo Estado no mercado internacional, a dívida contraída junto ao mercado doméstico assume uma proporção considerável no período. A reforma financeira dos anos sessenta, ao criar títulos públicos indexados e ao estruturar o mercado financeiro, abriu a possibilidade para o setor público de endividar-se e de negociar seus papéis entre as instituições financeiras. A dívida pública também passa a ser utilizada como instrumento de política monetária.

O mercado da dívida pública desenvolveu-se muito rapidamente, dada a garantia conferida pelo fato de os títulos serem indexados. Eles se transformam em ativos financeiros com circulação de curto prazo, embora tenham um prazo inicial médio ou longo.

O capital passa a ter, através deste mercado, uma possibilidade de valorização puramente financeira.

Diante da política creditícia implantada pelo governo, vários setores econômicos não poderiam fazer face aos juros elevados e foram beneficiados com subsídios e linhas de crédito especiais: o BNDES emprestou com taxas de juros reais negativas a indústrias de bens de capital e insumos básicos<sup>48</sup>.

Do lado do financiamento privado, no início da década, os bancos de investimento, as financeiras e as sociedades de crédito imobiliário concederam um montante de empréstimos crescente, que acompanhou a evolução da produção e favoreceu a expansão dos setores de bens de consumo durável e imobiliário.

---

<sup>47</sup> IESP-FUNDAP op. cit.

<sup>48</sup> BELLUZZO op. cit.

"No auge, de 1970 a 1973, tanto o Banco do Brasil como o BNDE diminuíram acentuadamente o ritmo de seus empréstimos, já que a demanda relativa por fundos públicos para investimento diminuiu consideravelmente. O setor privado, em plena euforia do boom, realiza massas de lucros consideráveis; as taxas de autofinanciamento das grandes empresas crescem e até as pequenas e médias se encontram em posição lucrativa invejável e com crédito fácil do setor privado bancário. (...) O período 1970-73 foi o único, desde o pós-guerra, em que ocorreu uma euforia conjunta de todas as frações do capital privado, nacional e internacional, pequeno e grande, agrário, industrial e mercantil."<sup>49</sup>

No entanto, na fase seguinte em que as taxas de crescimento começam a cair, a tendência se inverte. O Estado intervém para impedir a reversão cíclica, usando o BNDE para manter o nível de investimentos na indústria pesada.

A escassez de crédito agrava-se a partir de 1975, como consequência da política monetária contracionista de combate à aceleração inflacionária, bem como à especulação financeira no mercado de títulos.

A diminuição do ritmo de crescimento do produto real leva a uma crise do crédito que, aliada à disponibilidade de títulos públicos líquidos no mercado, conduz a um frenesi especulativo. A escassez de crédito agrava-se a partir de 1975, como consequência da política monetária contracionista.

A partir da dívida primária já colocada no mercado desenvolve-se uma dívida secundária sobre uma base exclusivamente especulativa. Os títulos de dívida primária do setor privado têm uma garantia baseada na economia real e assim têm um limite a sua expansão, que é o próprio patrimônio das empresas ou das famílias. Pelo contrário, quando se trata de títulos financeiros públicos, ou do mercado interfinanceiro, o limite de seu crescimento e circulação é a credibilidade destes papéis, sua aceitação pelo mercado e a força e a amplitude do sistema financeiro. Ora, este último foi em muito reforçado durante os anos setenta através das operações com a dívida pública<sup>50</sup>.

A liquidez dos títulos que compõem o mercado aberto brasileiro deriva de sua aceitabilidade e de sua velocidade de circulação. Os títulos públicos por serem protegidos contra a perda de valor da moeda e por não apresentarem

<sup>49</sup> TAVARES op. cit. p.121

<sup>50</sup> Ibid. p.131

riscos são tidos como papéis de primeira linha neste mercado. Sua remuneração serve de base para determinar o custo de todos os ativos financeiros.

Uma vez negociados no mercado primário, eles podem ser revendidos e circular em um mercado secundário, buscando valorização exclusivamente financeira. A circulação excessiva destes títulos faz com que a liquidez real da economia se distancie da liquidez financeira vigente no mercado. Diante deste movimento torna-se necessária a emissão de moeda para a liquidação dos papéis. A política monetária não pode ignorar as relações entre estas duas esferas de circulação do dinheiro. Mesmo assim, os valores financeiros crescem mais rapidamente. Os preços se aceleram e a moeda fora da esfera financeira segue perdendo valor. Desta forma, o crédito se torna mais escasso e caro. A esfera monetária e a esfera financeira do mercado não têm uma evolução sincronizada, bem ao contrário.

O dinheiro corrigido monetariamente perde a cada vez mais sua relação com o dinheiro corrente que serve para as transações reais.

O funcionamento acelerado deste mercado desencadeia mecanismos perversos que levam a uma piora substancial da saúde das contas públicas, através do peso crescente dos encargos sobre a dívida.

A política econômica deve incorporar os novos elementos em todas as suas frentes: monetária, fiscal e nas políticas destinadas ao lado produtivo da economia. Muitas vezes é preciso conciliar objetivos que não são complementares.



O Brasil entrou na década de oitenta com seu "milagre" definitivamente enterrado e com problemas graves a serem equacionados ao mesmo tempo: estrangulamento das contas com o exterior, crise financeira do Estado e inflação em perigosa aceleração.

Em 1980, o projeto de abertura política já estava em marcha mas o caos econômico seria uma herança sombria para qualquer governo civil que orquestrasse a transição. Ainda faltavam quatro anos de poder aos militares e a desordem econômica já havia adquirido autonomia para ampliar-se.

## 2. Política econômica e performance da economia nos anos oitenta

Como assinalado acima, o balanço de pagamentos chega ao final da década com um déficit comprometedor, tanto na conta comercial como na conta de capital devido à desaceleração do crescimento das economias desenvolvidas e ao aumento das taxas de juros no mercado internacional. Ademais, a maxidesvalorização de 30% em 1979 elevou substancialmente o custo da dívida externa medida em cruzeiros. O governo encontra dificuldades para fechar o balanço de pagamentos e deve fazê-lo usando parte das reservas e contraindo empréstimos de curto prazo<sup>51</sup>. Desta maneira, o equacionamento das contas externas, junto com o combate à aceleração inflacionária devem tornar-se prioridades da política econômica.

Antes de relembrar as idas e vindas da política econômica do período, parece importante recuperar alguns pontos de vista sobre o que foi esta "década perdida". Sabendo que o Estado é o ator principal desta crise, deve-se observá-lo um pouco melhor. Depois a inflação, causa e consequência de desequilíbrios e políticas de ajuste. Tendo posto em cena todos os personagens, a observação dos indicadores do desempenho econômico será facilitada.

### 2.1 Alguns pontos de vista sobre a crise

Em todas as análises o Estado aparece em posição de destaque. Bresser Pereira<sup>52</sup> faz uma síntese das diferentes posições acerca da crise latinoamericana e as agrupa em duas teorias explicativas com propostas de reformas decorrentes delas. A corrente neoliberal, apoiada pelos organismos financeiros internacionais e gozando de forte influência sobre os dirigentes da América Latina é também chamada de "consenso de Washington". De um outro lado, há a visão dita da crise fiscal.

A corrente neoliberal identifica duas causas maiores para a crise na América Latina: o crescimento exagerado do Estado que se manifesta por uma intervenção demasiada na economia e pela ênfase ao protecionismo; e por um populismo econômico que impede o Estado de controlar as demandas sociais de acordo com as necessidades de saneamento das finanças públicas. Seguindo esta lógica, a crise deve ser combatida inicialmente por um reequilíbrio das contas públicas e pela estabilização para posteriormente ser

---

<sup>51</sup> CRUZ op. cit.

<sup>52</sup> BRESSER PEREIRA (1992), capítulo 1

lançada uma política de crescimento voltada para o mercado, onde o Estado teria seu espaço reduzido. A volta do processo de desenvolvimento seria uma consequência lógica do ajustamento.

A abordagem da crise fiscal sugere que a perda da capacidade de poupar e investir do Estado, que tem origem nos programas de estabilização, impede que ele retome o comando de políticas de longo prazo para o desenvolvimento. A passagem de investimentos públicos para investimentos privados não se faz de maneira imediata e a economia fica estagnada enquanto o setor privado não vê interesse maior em investir. O setor público latinoamericano foi tradicionalmente o promotor do desenvolvimento, agora, há que repensar as formas de fazê-lo mas não destituí-lo totalmente desta função.

O déficit público é um problema estrutural destas economias, ele está conectado a muitos outros componentes e conduz a uma crise mais ampla do Estado como um todo, com a perda de credibilidade dos governos à medida em que a crise se acentua.

Assim, os economistas que concordam com o diagnóstico da crise fiscal vêem a crise latinoamericana dos anos oitenta como a maior consequência do modelo de financiamento adotado para a expansão do período precedente e que se traduziu por um endividamento excessivo e pela manutenção, também por demais prolongada, da política de substituição de importações. Os problemas estruturais persistiram ao longo dos anos oitenta, a despeito de todas as tentativas de ajustamento postas em prática durante o período.

Pode-se dizer que há um consenso entre as diversas visões acerca da crise fiscal que viveu o Estado brasileiro nos anos oitenta. Todas as análises reconhecem que o Estado atravessa uma crise gravíssima. Fiscal no sentido em que ela se traduz por déficits nas contas públicas mas também financeira e política.

## 2.2. O Estado

Muitos autores vêem no Estado brasileiro um freio ao desenvolvimento durante o período. Rocca<sup>53</sup> aponta as razões disto: a instabilidade da política econômica e a predominância de medidas de curto prazo; o desequilíbrio

---

<sup>53</sup> ROCCA (1992)

das finanças públicas a as baixas taxas de investimento; o tipo de intervenção pública que inibiu as decisões de investimento privadas.

Embora também reconhecendo o grave problema do desmantelamento das finanças públicas, Braga<sup>54</sup> aponta outras causas para a crise fiscal: ela seria a consequência do esgotamento do padrão de financiamento que serviu de apoio aos setores público e privado e da desestruturação das relações entre o Estado e as empresas privadas. É o fim de um modelo que funcionou durante décadas mas que, pelos elementos de perturbação que continha em si, não poderia durar indefinidamente. Ainda como componente do velho modelo de financiamento, parte importante da dívida externa passou para a responsabilidade do Estado, os preços de bens e serviços públicos tiveram seus preços reajustados abaixo da variação da inflação. Com a diminuição do ritmo de crescimento econômico, o Estado perde parte de sua receita tributária. As altas taxas de juros internas oneram cada vez mais os encargos sobre a dívida pública e um endividamento adicional é necessário para administrar a situação. O Estado não consegue sair desta ciranda.

Simonsen<sup>55</sup> faz uma análise da conta corrente do governo para indicar os fatores que conduziram à deterioração das finanças públicas e, por conseguinte, da capacidade de poupar do governo e assim, de sua possibilidade de agir diretamente sobre o processo de desenvolvimento. As receitas fiscais caíram e foram diminuídas também pelo efeito da inflação sobre elas, apesar do encurtamento de prazos de pagamento. Ademais, os juros pagos sobre a dívida pública interna mantiveram-se em torno de 2% do PIB no período. O serviço da dívida externa situa-se também entre 1 e 2%. Do lado dos gastos correntes, o autor aponta os gastos com pessoal como uma despesa política que não deveria ter sido aumentada (as despesas totais com pessoal passam de 6,18% do PIB em 1980 a 7,8% em 1988<sup>56</sup>). Adicionalmente, as contas do governo sofreram os efeitos da política antiinflacionária de contenção dos preços públicos.

A poupança pública passou de 4,21% do PIB em 1979 a -5,27% do PIB em 1989 (a tabela III.2 mostra a evolução da poupança total durante duas décadas). O Estado estava, nestas circunstâncias, incapaz de promover qualquer política de desenvolvimento de seu próprio bolso e mais, ele

---

<sup>54</sup> BRAGA (1988)

<sup>55</sup> SIMONSEN (1992)

<sup>56</sup> Ibid. p. 87

participava do mercado de crédito como tomador de recursos do setor privado para alimentar o circuito de seu endividamento.

**Tabela III.2 - POUPANÇA TOTAL**  
( em % do PIB)

	INTERNA PRIVADA	PÚBLICA	TOTAL	EXTERNA	TOTAL
1970	13,45	5,62	19,07	1,55	20,62
1971	12,87	5,74	18,61	2,71	21,32
1972	11,70	7,03	18,73	2,59	21,33
1973	13,38	6,74	20,12	1,95	22,07
1974	10,83	7,02	17,85	6,44	24,30
1975	15,52	5,05	20,57	5,14	25,71
1976	13,95	5,20	19,15	3,86	23,01
1977	13,04	6,74	19,78	2,29	22,06
1978	14,21	5,34	19,55	3,48	23,03
1979	14,13	4,21	18,34	4,80	23,13
1980	15,15	2,74	17,89	5,45	23,34
1981	15,58	3,06	18,64	4,44	23,08
1982	13,41	1,89	15,30	5,79	21,09
1983	12,03	1,28	13,31	3,37	16,68
1984	15,42	0,34	15,76	-0,02	15,74
1985	19,07	0,02	19,09	0,11	19,20
1986	14,43	2,70	17,13	1,97	19,09
1987	22,20	-0,38	21,82	0,49	22,30
1988	26,51	-2,42	24,09	-1,28	22,81
1989	30,37	-5,27	25,10	-0,23	24,86
1990	20,43	0,75	21,18	0,50	21,67

FONTE: Galveas (1992) p. 153

No final dos anos oitenta, enquanto a poupança pública caía de forma alarmante, o componente privado da poupança cresceu, sobretudo na segunda metade da década. Estes dois movimentos estão intimamente ligados pelo aumento da dívida pública: o setor privado tornou-se credor do governo ao absorver os títulos que este lançava no mercado. O mercado de crédito internacional deixa de ser uma fonte de poupança para a economia brasileira a partir do final de 1982.

Diz Simonsen:

"Por que o Brasil investe hoje menos do que na década de 1970 é questão que se explica em parte por um choque externo: desde a crise da dívida as fontes de poupança externa secaram. Há, no entanto, um outro aspecto mais importante e pouco citado: a conta corrente do governo se deteriorou e o setor público, que no passado contribuía significativamente para a formação de poupança interna, transformou-se em despoupador. A crise da dívida justifica, em parte, a piora da conta corrente do governo, mas apenas em pequena parte. O verdadeiro drama é que o governo perdeu receita tributária real com o efeito Tanzi e, na hora errada, aumentou despesas de custeio, sobretudo de pessoal."<sup>57</sup>

Diante da situação dramática das contas do governo, a ênfase da discussão foi dada sobre o que fazer para mudar este quadro que surgia como a maior fonte dos desequilíbrios macroeconômicos, inclusive da inflação, em franco movimento de aceleração.

Além das causas puramente econômicas, é importante lembrar que todos os grupos sociais têm um discurso em defesa do saneamento das contas públicas mas estes mesmos grupos estão prontos a defender seus interesses quando se trata de eliminar subsídios ou benesses por parte do poder público. Os subsídios concedidos ao vizinho custam sempre mais caro que os nossos para os cofres públicos. Por isso, muitas medidas de caráter mais austero encontram uma oposição na sociedade e têm dificuldades de implementação, desde o fim dos subsídios ao setor de usinas de cana-de-açúcar, o subsídio ao trigo, a conta-petróleo, os salários do funcionalismo público, etc. A dívida pública foi uma forma de obtenção de recursos mais fácil de ser aceita politicamente.

### 2.3 A dívida pública

Durante parte da segunda metade da década de setenta, com a possibilidade da captação de recursos no mercado internacional, a dívida pública pôde ser usada como instrumento de controle da liquidez.

Logo, os encargos da dívida mobiliária passam a absorver a totalidade da colocação de novos títulos e a rolagem torna-se a tônica do aumento do estoque de endividamento público.

---

<sup>57</sup> SIMONSEN op. cit. p. 81

A política econômica do final de 1979 mantida ao longo de 1980 foi de controle das taxas de juros e fixação das correções da moeda e do câmbio, levando a uma queda da demanda pelos papéis públicos.

Em 1981, começa a aparecer a preocupação de conter o avanço da inflação através de limitações do crédito e uma política monetária mais austera.

A partir de 1982-1983, com a ruptura que se opera no mercado financeiro internacional, a dívida perde completamente sua qualidade de instrumento de política econômica interna para engrossar o rol de problemas macroeconômicos graves que vive o país. Naquele momento, as colocações líquidas de títulos passam a ser inferiores que o montante de seu serviço<sup>58</sup>.

Ao mesmo tempo, a política contracionista do início da década leva a um importante aperto na liquidez real da economia, obrigando as autoridades monetárias a praticarem uma política de taxas de juros bastante elevadas na colocação de novos títulos, mesmo considerando-se que, em vários momentos, a inflação medida pelo IGP-DI ultrapassou as taxas de juros praticadas no overnight.

Com o aumento dos saldos comerciais a partir de 1984, a dívida mobiliária foi utilizada como uma ferramenta para enxugar a economia das divisas trazidas pelo setor exportador.

Na segunda metade da década, os objetivos de manter a dívida interna enquanto instrumento auxiliar das políticas de estabilização continuaram presentes e inúmeras alterações foram introduzidas no funcionamento do mercado aberto, tanto no que diz respeito à criação de novos títulos como nas modalidades de cálculo da correção monetária. Estas mudanças trouxeram razoável instabilidade ao mercado e fomentaram movimentos especulativos, o que, muitas vezes, abalou a efetividade da ação das autoridades monetárias, sobretudo no que tange ao combate à inflação.

Junto com os problemas de desequilíbrios macroeconômicos que se agravavam durante os anos oitenta, as frequentes mudanças de equipes econômicas faziam variar a orientação das políticas adotadas sem que se lograsse obter os resultados esperados. A evolução da dívida pública

---

<sup>58</sup> IESP-FUNDAP op. cit.

acompanhou a desordem da política econômica. A tabela III.3 ilustra o elevado crescimento da dívida pública em relação ao produto total.

**Tabela III.3 - RELAÇÃO ENTRE A DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL E O PIB**

	Dívida Pública Federal (CR\$ mil) <sup>a</sup>		PIB a preços correntes (CR\$ mil) (C)	Relação (em %) (A)/(C)	Relação (em %) (B)/(C)
	Total em circulação (A)	Fora do Bacen (B)			
1980	0.6372	0.5224	12.4500	5.12	4.20
1981	1.7871	1.3416	24.4080	7.32	5.50
1982	5.4697	3.4472	49.6760	11.01	6.94
1983	15.6158	7.1873	114.0100	13.70	6.30
1984	52.7632	25.8384	369.1490	14.29	7.00
1985	229.5626	146.9079	1386.5350	16.56	10.60
1986	765.9585	346.4585	3673.0710	20.85	9.43
1987	3197.6636	1198.9078	11573.6480	27.63	10.36
1988	30415.5253	11236.3053	865511110	35.14	12.98
1989	404219.1991	190447.4434	1271755.5290	31.78	14.98

(a) Média aritmética anual da dívida pública

FONTE: ANDIMA (1994) p.154

Ao longo de quase toda a década, a administração da dívida mobiliária foi marcada por um encurtamento dos prazos dos papéis, por taxas de juros variáveis em termos reais (o que será visto adiante) e pelo peso crescente dos encargos sobre as despesas do Estado.

Para o mercado financeiro como um todo, este processo significou também estreitamento de prazos das operações e taxas de juros mais elevadas. Numa conjuntura de liquidez escassa e com a pressão das autoridades monetárias para a colocação de seus títulos, as instituições financeiras referendaram o movimento geral e aumentaram a participação dos títulos públicos em suas carteiras. Mesmo que esta não fosse a modalidade de operação mais interessante para as empresas financeiras, ela permitia um giro muito rápido dos recursos, o que é importante em uma conjuntura de alta inflação, e a demanda por empréstimos tendia a cair diante da crise econômica.

Do ponto de vista dos aplicadores, o mercado aberto apresentava uma possibilidade de diminuir as perdas originadas pela desvalorização da moeda, através de títulos sem risco e bastante líquidos.

## 2.4. A inflação

Não é possível tratar de nenhum aspecto da economia brasileira na década passada sem levar em consideração o fenomenal processo inflacionário que conheceu o país naquele período. Enquanto consequência de problemas estruturais engendrados pelas escolhas feitas para promover o crescimento das fases anteriores ou como causa do aprofundamento dos desequilíbrios presentes no modo de funcionamento da economia. Para os propósitos deste trabalho, considerar os efeitos da inflação sobre o sistema financeiro e sobre a concessão de crédito ao setor produtivo da economia é tarefa de primeira importância. Antes de entrar nas questões específicas que interessam a este estudo, é preciso ter uma visão panorâmica da inflação dos anos oitenta. Os dados da tabela abaixo são mais eloquentes do que qualquer descrição que se possa fazer do crescimento da inflação brasileira.

**Tabela III.4 - TAXAS ANUAIS DE INFLAÇÃO**

	% IGP - DI
1970	19,3
1971	19,5
1972	15,8
1973	15,5
1974	34,6
1975	29,4
1976	46,2
1977	38,8
1978	40,8
1979	77,2
1980	110,2
1981	95,1
1982	99,7
1983	211,0
1984	223,8
1985	235,1
1986	65,0
1987	451,8
1988	1037,6
1989	1782,9
1990	1476,6

FONTE: Conjuntura Econômica, vários números.

As autoridades governamentais vinham apontando desde os anos setenta o déficit do setor público como a maior causa da inflação. Embora o orçamento fiscal não mostrasse grande desequilíbrio, foi necessário considerar o conjunto dos orçamentos públicos (fiscal, monetário e das empresas estatais) para que se tivesse uma idéia da destinação dos recursos e do tamanho do rombo nos cofres públicos<sup>59</sup>. A existência de uma conta-movimento entre o Tesouro e o Banco do Brasil permitia que os gastos fossem automaticamente financiados por emissão de moeda.

Há muitos fatores que intensificam o problema inflacionário no Brasil. O país desenvolveu uma "cultura inflacionária" que, com o apoio da generalização da indexação para todos os tipos de contratos celebrados entre os agentes econômicos, pôs em prática um instrumento autoalimentador da alta de preços. Salários, aluguéis e empréstimos bancários estiveram indexados durante todo o período. É indubitável a pressão que este mecanismo exerce sobre os custos das empresas e estas estiveram mais ou menos à vontade para repassar estes custos crescentes a seus preços.

Do ponto de vista das empresas, tomar crédito se tornou uma decisão temerária na medida em que não se poderia prever o montante dos encargos a serem pagos sobre o principal da dívida e, mesmo reajustando seus preços com uma "margem de segurança", ela poderia ficar abaixo da variação geral dos preços, no caso de ter contratado um empréstimo a taxas pósfixadas. Para os contratos préfixados, havia o risco suplementar da estimativa de inflação do mercado financeiro estar incorreta. As instituições financeiras não ofereciam opções de contratos de longo prazo préfixados.

Este fenômeno incorpora elementos de extrema instabilidade ao sistema econômico. As expectativas dos agentes sobre a evolução da inflação passaram a ser o nível mínimo de seu crescimento. Mesmo se nada extraordinário acontecesse na economia, a inflação do período anterior estava garantida para o momento presente graças à indexação. Os preços adquiriram assim um comportamento inercial.

Somados a tudo isto, há fatores conjunturais de ordem diversa que deram ainda mais fôlego à aceleração dos preços: a alta de produtos importados, sobretudo de combustível líquido; os choques agrícolas (em 1983, por exemplo); a política cambial de incentivo às exportações que procedeu a uma

---

<sup>59</sup> IESP-FUNDAP op. cit.

desvalorização sistemática da moeda (maxidesvalorizações de 30% em 1983, 9,5% em 1987 e minidesvalorizações diárias durante períodos prolongados).

O processo inflacionário teve efeitos brutais sobre o mercado financeiro. Com o crescimento do déficit público, o Banco Central via-se obrigado a lançar cada vez mais papéis no mercado. As taxas praticadas nas operações com títulos públicos serviram de base para a determinação das outras taxas no mercado. À medida em que a inflação se acelera, os prazos das operações tendem a encurtar. Além disso, o Banco Central deve conciliar objetivos nem sempre convergentes em sua participação no mercado aberto: a administração da dívida pública ligada às necessidades de financiamento dos déficits orçamentários e a utilização deste mercado como instrumento de política monetária.

A instabilidade aumentava, tornando-se também um realimentador da inflação via expectativas dos agentes econômicos.

Assim, a política econômica teve o combate à inflação como prioridade, num contexto em que o estrangulamento externo era uma realidade e que a volta de taxas elevadas de crescimento ficava cada vez mais distante, não só pela política antiinflacionária, mas também pelas novas formas de operar que prevaleciam no sistema financeiro.

## 2.5. Políticas de ajustamento e evolução econômica

As autoridades econômicas começaram a década com uma agenda de objetivos muitas vezes contraditórios entre si. Como já foi dito, o último governo militar que ocupou o poder havia optado por tentar manter elevadas taxas de crescimento da economia, a despeito do segundo choque do petróleo e da crise na economia mundial.

Até aquele momento, os déficits do balanço de pagamentos haviam sido financiados por novos empréstimos no exterior. Na metade de 1980, os credores internacionais começam a dar sinais de que esta situação não poderia manter-se.

A política econômica, então, precisou ser revista e o curso da evolução da economia nacional alterou-se.



**Tabela III.5 - EVOLUÇÃO DO NÍVEL DE ATIVIDADES**  
(taxas de variação anuais - %)

	PIB	INDÚSTRIA	AGRICULTURA	SERVIÇOS
1980	9,3	9,3	9,6	9,2
1981	-4,4	-8,8	8,1	-2,4
1982	0,6	0,2	-0,4	2,0
1983	-3,4	-5,9	-0,5	-0,9
1984	5,1	6,4	3,0	4,2
1985	8,3	9,0	9,8	6,5
1986	7,6	11,2	-8,2	8,4
1987	3,6	1,1	15,0	3,3
1988	0,1	-3,6	1,5	2,4
1989	3,2	3,0	2,5	3,6
1990	-4,6	-8,6	-4,4	-0,7

FONTE: BONELLI & LANDAU (1990) e IBGE para 1989 e 1990

A tabela acima mostra a dinâmica extremamente variável do nível de atividades durante o período estudado. O crescimento que se observou de 1984 a 1987 foi condicionado primeiramente pela expansão das atividades exportadoras e seus desdobramentos sobre o restante da economia; e, a partir de 1986, pelos efeitos da política de ajustamento heterodoxa introduzida pelo Plano Cruzado, o que será visto adiante.

No que concerne aos investimentos, eles tiveram sua participação no PIB reduzida ao longo da década, com repercussão negativa sobre a economia como um todo (Tabela III.5). O setor público e as empresas estatais particularmente viram sua taxa de investimento cair de forma mais acentuada. Por serem as empresas estatais responsáveis pela quase totalidade das atividades de infra-estrutura, os limites que foram impostos à expansão de seus investimentos por restrições ao crédito e a gastos de capital e também pela deterioração de seus preços, seriam fonte de estrangulamento para a retomada de qualquer movimento de expansão sustentada da economia<sup>60</sup>. Haveriam outros obstáculos ao crescimento.

<sup>60</sup> BONELLI & PINHEIRO op. cit.

**Tabela III.6 - FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO**  
( em % do PIB)

	Preços Correntes					Preços de 1980
	Investimento Total	Investimento Total do Governo	Investimento das Estatais Federais	Investimento Privado	Outros	
1975	23,33	3,95	4,66	14,41	0,31	25,75
1976	22,41	4,03	6,56	11,43	0,39	25,01
1977	21,32	3,29	6,20	11,40	0,43	23,56
1978	22,26	3,15	8,02	10,31	0,78	23,52
1979	23,35	2,47	8,90	11,27	0,71	22,89
1980	22,78	2,35	4,30	15,25	0,88	22,78
1981	23,05	2,61	4,60	15,07	0,77	20,88
1982	21,81	2,39	4,60	14,26	0,56	19,36
1983	18,64	1,88	3,80	12,38	0,58	16,82
1984	17,66	1,99	2,80	12,62	0,25	16,17
1985	16,90	2,31	2,50	11,71	0,38	16,30
1986	19,03	3,07	2,20	13,12	0,64	18,63
1987	22,23	3,20	2,74	15,71	0,58	17,78
1988	22,72	3,16	2,57	16,40	0,59	16,93
1989	24,76	2,92	2,21	18,99	0,64	16,59

FONTE: BONELLI & PINHEIRO, op. cit. p. 21

A política econômica ao longo da década oscilou entre medidas de controle da inflação e saneamento das contas com o exterior. Não houve nenhuma política deliberada de crescimento e este, quando ocorreu meio no vácuo da expansão das atividades exportadoras ou em momentos de políticas heterodoxas de contenção dos preços.

No final do ano de 1980, medidas contracionistas são adotadas. O objetivo era o de conter o dispêndio doméstico e estimular as exportações. Esperava-se reduzir as necessidades de divisas via diminuição das importações e tornando as exportações mais interessantes a partir da compressão da demanda interna<sup>61</sup>. A linha da política adotada foi bastante ortodoxa: contenção de salários, controle das despesas públicas, controle da emissão monetária, aumento das receitas fiscais, liberação das taxas de juros, controle do volume de crédito e estímulo das exportações via benefícios fiscais e linhas especiais de crédito. Não é surpreendente que estas medidas tenham levado a um decréscimo do produto de 4,4% em 1981. Mas os efeitos esperados sobre a inflação não se verificam (cf. Tabela III.3)<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> CARNEIRO & MODIANO (1990) e BONELLI & LANDAU (1990)

<sup>62</sup> A partir desta fase começa a ser desenvolvida a teoria de inflação inercial entre os economistas.

Outro objetivo desta política foi o de postergar o recurso do Brasil junto aos organismos de crédito multilaterais, em particular o Fundo Monetário Internacional (FMI). Em 1982 aconteceriam eleições de governadores de estados e não era desejável para o governo enfraquecer-se ainda mais aos olhos da opinião pública. Naquele ano, até mesmo as restrições do nível de atividades interno são um pouco afrouxadas. O PIB tem então um crescimento levemente positivo (Tabela III.4).

Os primeiros contatos com o FMI são feitos ao final de 1982. Um documento com as diretrizes para o setor externo é elaborado com ênfase no aumento do saldo comercial, para o qual é fixada uma meta de US\$ 6 bilhões.

Em janeiro de 1983 o governo apresentou à apreciação do FMI a primeira carta de intenções. Foi a primeira de uma longa lista que se seguiu. O teor era o das políticas de ajuste estrutural já clássicas, recomendadas pelas instituições internacionais. Os objetivos fixados para as finanças públicas e a inflação deveriam ser constantemente revistos pois as diretrizes de uma política ortodoxa adaptam-se muito dificilmente à realidade de uma economia altamente indexada, com uma presença forte do setor público e com as características de que já se falou. Como medida de suporte à obtenção de maiores superávits comerciais, a moeda sofre uma maxidesvalorização de 30% em fevereiro de 1983.

A política de estímulo às exportações dá frutos e em 1984 a economia conhece uma recuperação cujo fio condutor é a atividade exportadora que tem efeitos multiplicadores sobre o resto da economia. Os resultados da balança comercial permitiram até o pagamento de juros sobre a dívida externa<sup>63</sup>.

Durante 1984 e 1985 continua-se a fomentar as exportações e a contração monetária é um pouco afrouxada.

Em fevereiro de 1986, o primeiro governo civil após 29 anos de regime militar anuncia o Plano Cruzado, uma tentativa heterodoxa de combate à inflação. A política restritiva dos anos anteriores teve resultados bastante satisfatórios sobre o setor externo mas a inflação permanecia fora de controle. O Cruzado é o primeiro de um série de planos de ajustamento cuja tônica era predominantemente deter a escalada inflacionária. Um

---

<sup>63</sup> BONELLI & LANDAU op. cit.

congelamento de preços foi decretado, todas as regras de indexação foram alteradas de maneira a serem eliminadas posteriormente, à medida em que a inflação deixasse de existir, todos os reajustes (salários, aluguéis) tiveram suas formas de cálculo modificadas. Da noite para o dia todo o funcionamento da economia foi transformado, bem como o fim da inflação foi anunciado por decreto.

O "fim" da inflação levou efetivamente a uma melhora do salário médio real e o consumo aumentou de maneira explosiva. Como o congelamento foi uma surpresa para o país, alguns setores ficaram com seus preços defasados e as distorções da estrutura de preços relativos fizeram com que vários destes setores pressionassem o governo para recompor seus preços. Surgiram mercados paralelos onde os preços eram acrescidos de um ágio. Aos poucos a inflação retomou fôlego e voltou à vida nacional. O plano se encaminhava para o fracasso e uma nova tentativa de ajuste foi tentada.

No final de 1986 é lançado o Cruzado II, um ajuste fiscal que tinha como meta aumentar as receitas do governo através do aumento de alguns impostos e da recomposição de alguns preços públicos. Isto representava uma forte pressão inflacionária que o governo tentou neutralizar via expurgos nos reajustes salariais mas encontrou importante resistência política. Em janeiro de 1987 a taxa de inflação já chegava a quase 17%. No primeiro aniversário do Cruzado, a indexação já estava reestabelecida. O ministro da Fazenda deixou o cargo em abril com a inflação em ascensão e com as negociações com os credores externos estagnadas.

O Plano Bresser (julho de 1987) tentou um congelamento de preços e salários por três meses, mudou a sistemática da correção salarial, desvalorizou o cruzado em 9,5% e adotou uma política de taxas de juros elevadas (embora isto só apareça em agosto, considerando as taxas deflacionadas pelo IGP; de qualquer forma, há uma importante alta com relação a 1986) e uma política fiscal de aumento de receitas via ajuste dos preços públicos e diminuição de subsídios. No final daquele ano a inflação voltou a subir. A reação da população contra a redução dos salários foi bastante negativa e nas negociações coletivas várias categorias obtiveram reposições das perdas. Depois do fracasso do Plano Cruzado, o governo não podia mais contar com o apoio popular para iniciativas de impacto.

Em 1988, a prioridade foi o equilíbrio das finanças públicas. Para isto, o governo congelou seus empréstimos e os salários dos funcionários públicos

não foram reajustados por dois meses. A balança comercial apresentou saldos extremamente positivos. Retomou-se os pagamentos do serviço da dívida externa. A inflação não baixou e em 1989 é lançado o Plano Verão, com uma nova moeda, o cruzado novo, com congelamento de preços e salários, tentativa de desindexação, realinhamento de preços públicos, desvalorização da moeda velha e fixação do valor do cruzado novo equivalente a um dólar. O plano fracassou como seus antecessores. Segundo Bonelli e Landau<sup>64</sup> o governo subestimou a capacidade de auto-defesa dos agentes econômicos para reajustarem seus preços na iminência de novos choques. A política foi de taxas de juros elevadas para evitar a formação de estoques especulativos e também um aumento excessivo do consumo.

O Brasil chegava portanto ao fim dos anos oitenta no limiar de uma hiperinflação. Todos os planos de estabilização fracassaram. A situação das contas externas ainda não estava resolvida pois, a despeito dos pagamentos efetuados do serviço da dívida, seu montante total ainda era superior a US\$ 120 bilhões. O nível de atividades evoluiu pouco ou quase nada, não houve desenvolvimento. Por isso o período é amplamente conhecido como a "década perdida".

### **3. Questões sobre a dinâmica macroeconômica**

Em uma situação de desequilíbrio, instabilidade e estagnação do crescimento como a que conheceu o Brasil na década de oitenta, é importante perguntar-se sobre as relações entre os diferentes setores econômicos.

O Estado, protagonista da história econômica brasileira, teve sua parte relativa no produto nacional em muito diminuída. Ele se transformou no maior devedor do país.

Este é um fenômeno fundamental do período considerado. Há uma mudança de sentido nos fluxos de recursos no interior da economia. Durante a fase de industrialização acelerada e de crescimento, o Estado transferiu recursos para o setor privado para incitar os investimentos e permitir um movimento de acumulação sustentada.

Com a reversão do ciclo, a direção das transferências é invertida. Com política monetária restritiva produz-se um importante aumento das taxas de juros e cresce a dívida pública interna. Ao colocar seus títulos no mercado

---

<sup>64</sup> BONELLI & LANDAU op. cit.

financeiro, o Estado se apropria dos excedentes gerados em outros setores da economia<sup>65</sup>.

O fracasso das políticas de estabilização dos anos oitenta amputou ao Estado muito da sua legitimidade na condução da vida econômica. As incertezas referentes à política econômica têm reflexos nos mercados financeiros pelo aumento dos movimentos especulativos. Este quadro é, ao mesmo tempo, confirmado e agravado pela crise financeira do setor público.

Ao lado do crescente endividamento público, o Tesouro nacional manteve uma política de incentivos fiscais aos setores tidos como prioritários, notadamente as atividades exportadoras. Para finanças públicas que precisariam ser saneadas, os montantes concedidos foram consideráveis<sup>66</sup>. Diante da escassez de recursos públicos a serem destinados ao setor privado, as pressões junto ao Estado se intensificaram.

Sobretudo no final da década, o debate acerca de uma redefinição do espaço ocupado pelo setor público surgiu como um tema de central importância para o país, com a privatização aparecendo como uma alternativa atraente e viável.

A falta de estabilidade macroeconômica desencoraja qualquer tomada de decisão de investimento. E sem investimentos o crescimento não é possível.

Se o Estado se mostra incapaz de capitanear uma retomada do desenvolvimento, poder-se-ia esperar que o setor privado ocupasse a liderança. Mas, dizem Carneiro e Werneck<sup>67</sup>, a simples transferência de responsabilidade do público para o privado não resolveria o problema da insuficiência do investimento global, dado que o nível de poupança global requerido para investir em setores com alta intensidade de capital, dificilmente poderia ser provido por grupos privados nacionais, sem a ajuda de capital estrangeiro.

---

<sup>65</sup> CARNEIRO & WERNECK (1990)

<sup>66</sup> Os subsídios acordados foram da ordem de 3,64% do PIB em 1980, em 1987 eles representavam ainda 1,4% do PIB. Apesar de uma tendência de queda, eles se mantêm em níveis elevados. Dados presentes em SIMONSEN op. cit. p. 86

<sup>67</sup> CARNEIRO & WERNECK op. cit.

O setor financeiro funcionou no período conforme o movimento geral da economia. Permitiu ao capital privado uma valorização financeira, fora da esfera produtiva; sancionou o processo de aumento do endividamento público; adaptou-se com grande facilidade às oscilações da política econômica; e mais, beneficiou-se do estrangulamento financeiro do Estado e do aumento da inflação para obter a mais alta rentabilidade de todas as atividades econômicas. É preciso ver isto um pouco melhor.

## **IV - O SETOR FINANCEIRO**

Como foi visto no capítulo II, o setor financeiro brasileiro criado nos anos sessenta tinha uma estrutura bastante diversificada e estaria apto, ao menos institucionalmente, a intermediar muitos tipos de operações entre poupadores e investidores na economia.

Entretanto, as opções políticas que foram feitas para o financiamento da expansão trouxeram para o cenário uma série de distorções e problemas que acabaram por instalar-se no centro da vida econômica.

O setor financeiro foi diretamente afetado pela política econômica dos anos oitenta e, ao mesmo tempo, teve seu modo de funcionamento alterado diante do processo de persistente aceleração inflacionária.

Para possibilitar uma melhor compreensão do papel do setor no conjunto da economia, é importante conhecer seus movimentos mais importantes na década estudada, tanto no que se refere a sua organização interna, como também em suas relações com os demais setores.

### **1. Estrutura e funcionamento**

A estrutura institucional que vigorou na maior parte dos anos oitenta é basicamente a mesma que foi criada pelas reformas de sessenta. No entanto, os objetivos de que as instituições funcionassem de forma compartimentalizada, garantindo uma ampla escolha aos agentes econômicos não se verificaram na prática. Ao contrário, houve um processo de centralização do capital, coerente com o movimento da economia global.

O Banco Central tem sido o agente do Tesouro Nacional, o gerenciador e o maior participante do mercado da dívida pública e ao mesmo tempo, o executor da política monetária.

O Banco do Brasil seguiu sendo o maior banco comercial do país. Ele não se transformou em banco múltiplo no final da década. O Banco do Brasil respondeu por grande parte das linhas especiais de crédito como o crédito agrícola, recursos para pequenas e médias empresas e para o setor exportador.

Desde as reformas dos anos sessenta, foram-se formando grandes conglomerados financeiros, geralmente constituídos em torno de um banco comercial, oferecendo as demais modalidades de aplicações e empréstimos numa mesma agência mas com as figuras jurídicas de bancos de investimento, financeiras, sociedades de crédito imobiliário. Muitos destes conglomerados transformaram-se em bancos múltiplos no final da década, incorporando os bancos de investimento e as financeiras à nova estrutura.

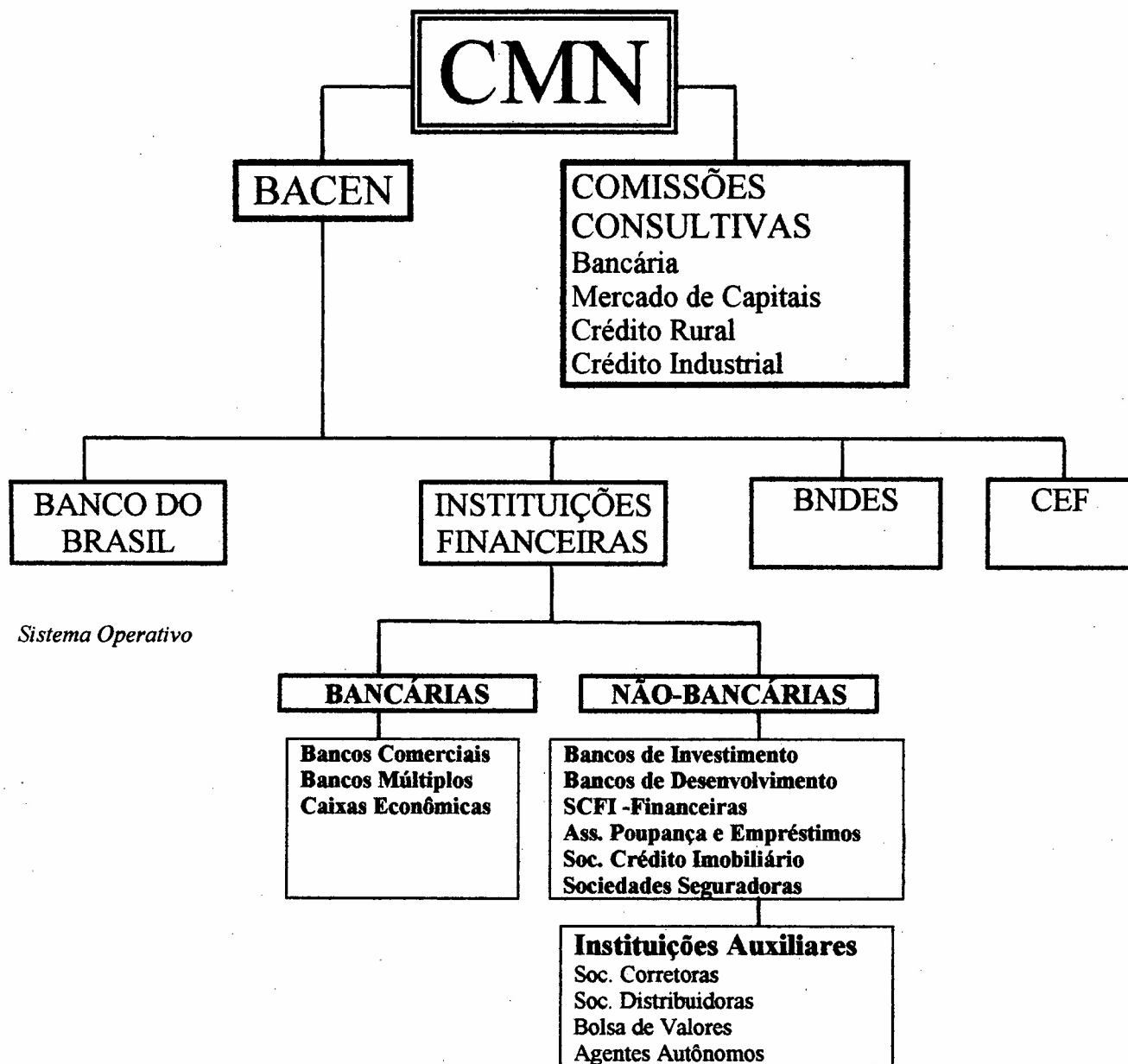
Os bancos de desenvolvimento são os bancos de investimento do setor público. Entre eles, o BNDES foi praticamente a única fonte de créditos a longo prazo, mesmo tendo declinado os recursos concedidos.

Com a crise dos anos oitenta, o crédito ao consumo viu-se bastante reduzido e as financeiras menos afetadas foram as diretamente ligadas a algum grupo industrial ou comercial, como os da indústria automobilística, de concessionárias de veículos ou grandes lojas. As empresas não-financeiras que já dispunham de mecanismos de financiamento para seus produtos, continuaram operando com a finalidade de manter suas vendas e menos preocupadas com a rentabilidade financeira das operações.

As mudanças introduzidas em 1988 quase não alteraram a configuração do sistema financeiro. Os conglomerados tornaram-se bancos múltiplos e os novos bancos ficaram em sua maioria restritos a segmentos específicos do mercado.

De forma esquemática, a estrutura atual do sistema financeiro nacional pode ser representada como se segue:

Figura IV.1 - SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - ESTRUTURA

*Sistema Normativo*

FONTE: TEIXEIRA (1991) p. 7

## 2. Conglomeração e concentração

O setor financeiro passou por um importante movimento de centralização desde as reformas financeiras da década de sessenta. Este fenômeno deu-se através de duas vias: a concentração, que foi um processo de fusões e incorporações de bancos que levou ao desaparecimento de algumas instituições e; simultaneamente, a conglomeração, que se dá pela centralização do capital através da criação de instituições especializadas em cada ramo do mercado<sup>68</sup>.

O governo incentivou este processo a partir da segunda metade da década de sessenta com a finalidade de aumentar a eficiência do setor financeiro através dos ganhos de escala que maiores unidades garantiriam. Menores custos operacionais permitiriam que os preços praticados pelo setor (neste caso, as taxas de juros) fossem diminuídos, o que beneficiaria diretamente as atividades produtivas.

Em 1967, foram concedidos estímulos creditícios para aquisição de controle de capital entre instituições financeiras. A Comissão de Fusão e Incorporação de Empresas (COFIE), nascida em 1971, introduziu incentivos fiscais para o processo de conglomeração e foi responsável por sua fiscalização.

No final dos anos sessenta, a limitação do número de cartas-patentes no setor foi um instrumento decisivo para o aprofundamento da concentração, pois constitui-se em um freio à entrada de novos participantes no mercado. Além disso, permitiu-se a compra e venda de cartas-patentes, permitindo um novo tipo de negócio entre as instituições participantes no mercado. Também naquele período, o tabelamento dos juros e o crescimento da inflação tornavam as operações mais custosas, uma vez que os depósitos à vista não eram remunerados e assim, um maior número de agências seria uma forma de aproximar-se destes recursos baratos. Os bancos menores encontrariam maior dificuldade para adotarem esta estratégia<sup>69</sup>.

Soma-se ao descrito acima um importante aumento da concorrência no setor. Houve um movimento de fusões e incorporações e ao mesmo tempo um crescimento do número de agências, na luta pela captação de depósitos. Os bancos comerciais de maior porte puderam também beneficiar-se dos

---

<sup>68</sup> TEIXEIRA (1988)

<sup>69</sup> TAVARES & CARVALHEIRO (1985)

incentivos oferecidos pelo governo para a abertura de agências pioneiras e nos mercados regionais concorrer com as instituições locais<sup>70</sup>.

Entre 1972 e 1977, ficou proibida a concessão de licenças para novas agências. Os maiores bancos privados tiveram sua rede de agências substancialmente aumentadas durante este período: para Bradesco, Itaú, Nacional e Unibanco, este número cresceu 79%<sup>71</sup>. Esta política por parte do governo visava aumentar a eficiência do sistema financeiro e fortalecê-lo. Do lado dos bancos oficiais não houve um movimento similar.

Ao longo dos anos oitenta, a concorrência na busca de depósitos, recebimentos de taxas e tributos por parte dos bancos comerciais acirrou-se de forma acentuada. Num contexto de inflação ascendente, estes recursos a custo zero tornavam-se o maior interesse dos bancos, que intermediaram enormes somas entre agentes e tiveram grande lucratividade com estas operações. Importava ampliar o número de agências e estar o mais perto possível de um eventual cliente ou de alguém que tivesse uma conta a pagar. A atividade de oferecer serviços assumiu uma importância crescente no conjunto das atividades dos bancos comerciais. A concorrência para atrair clientes para contratos de convênio anuais para o recolhimento de RAIS e FGTS levaram muitos bancos a oferecer parte dos resultados dos "floats" que chegavam a 45 dias no caso do FGTS.

Tratou-se de uma luta pelo recolhimento do imposto inflacionário dentro do sistema financeiro. Poder-se-ia encontrar aí uma das evidências do distanciamento do setor financeiro de suas funções de concessão de recursos às atividades produtivas.

Os grandes conglomerados foram sendo constituídos em torno de bancos comerciais. Este movimento levou às mudanças introduzidas em 1988 com a criação do banco múltiplo.

Em todo este processo, alguns conglomerados privados destacaram-se como líderes em vários sub-mercados do setor financeiro. Eles tiveram sua posição consolidada ao longo das últimas décadas. Entre eles, destacam-se: Bradesco, Itaú, Unibanco, Bamerindus e Nacional<sup>72</sup>. Todos eles são

---

<sup>70</sup> TAVARES & CARVALHEIRO op. cit.

<sup>71</sup> BULHÕES (1993) p.41

<sup>72</sup> Conjuntura Econômica, junho de 1993. Esta pesquisa considera o ano de 1992 e classifica os bancos de acordo com uma ponderação de três critérios: ativo total, patrimônio líquido e lucro líquido. Em pesquisa

atualmente bancos múltiplos. A título de ilustração, os dez maiores bancos nacionais foram responsáveis, em 1991, por 83,8% do total de empréstimos concedidos<sup>73</sup>.

A tabela IV.1 mostra o movimento de concentração no sistema financeiro expresso por uma redução do número de instituições com um aumento concomitante do número de agências.

**Tabela IV.1 - EVOLUÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Posição	ÁREA BANCÁRIA		ÁREA DE MERCADO DE CAPITAIS	
	Sedes	Agências	Sedes	Agências
31/12/64	364	6490	134	-
31/12/69	247	7886	1277	-
31/12/75	124	10121	1160	1635
31/12/80	130	13090	998	1629
31/12/85	125	17774	965	2948
31/12/89	196	18373	912	1943

FONTE: Banco Central

Junto com a concentração de agências e instalações das instituições financeiras ocorre um movimento de concentração das atividades entre os bancos de maior porte; tanto no que concerne aos depósitos, como também às operações de crédito. As tabelas IV.2 e IV.3 mostram este processo.

**Tabela IV.2 - CONCENTRAÇÃO DOS DEPÓSITOS TOTAIS ( em %)**

	1970	1980	1989
5 Maiores	29.7	37.2	55.8
10 Maiores	43.0	54.4	71.4
15 Maiores	50.3	65.0	77.4
20 Maiores	57.8	73.4	81.9
25 Maiores	63.2	81.4	85.4

FONTE: Suma Econômica, dezembro de 1990, p.10; fonte original: Banco Central

para o ano de 1991 da revista Exame, considerando o volume de empréstimos, aparecem como os maiores do setor privado: Bradesco, Itaú, Unibanco, Econômico e Nacional.

<sup>73</sup> Exame op. cit. p.59

**Tabela IV.3 - INDICADORES DA CONCENTRAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO (em %)**

	(Posição de dezembro de 1989)				
	DEPÓSITOS TOTAIS	DEPÓSITOS A PRAZO	OPERAÇÕES DE CRÉDITO	NÚMERO DE FUNCIONÁRIOS	REDE DE AGÊNCIAS
5 Maiores	55.8	48.5	55.5	55.1	50.3
10 Maiores	71.4	62.8	68.6	69.0	64.3
15 Maiores	77.4	71.2	75.9	77.2	73.6
20 Maiores	81.9	76.9	80.5	78.4	79.5
25 Maiores	85.4	81.4	87.7	83.6	84.6

FONTE: Suma Econômica, dezembro de 1990, p.10; fonte original: Banco Central

### 3. Relações com o setor produtivo

Foi mencionado anteriormente que o setor financeiro ofereceu, ao longo da crise dos anos oitenta, a possibilidade de valorização financeira para recursos livres de empresas não-financeiras que, muitas vezes optaram por esta alternativa em lugar de realizar investimentos em sua atividade principal, dada a instabilidade macroeconômica que vivia o país.

As empresas não-financeiras tentaram ajustar-se rapidamente às condições impostas pela crise. Isto foi mais fácil para aquelas atuantes em mercados oligopolizados. De uma maneira geral, as empresas buscaram diminuir seu grau de endividamento. Em um quadro de aceleração inflacionária persistente, um aumento das despesas financeiras pode ser perigoso.

A empresa, enquanto um agente econômico racional, saneia suas finanças e minimiza suas despesas financeiras. Uma vez equilibrada a situação financeira, a empresa dirige-se ao sistema financeiro para aplicar seus excedentes.

A tabela IV.4 mostra o índice de endividamento das maiores empresas brasileiras ao longo dos anos oitenta. É interessante notar que este índice, para o conjunto das empresas diminuiu de forma considerável durante o período, ilustrando uma busca por maior independência das empresas em relação ao sistema financeiro.

A queda no endividamento é maior para setores mais concorrenciais como confecções, alimentos e agropecuária, por exemplo. Ao contrário, a indústria da informática, que beneficiou de uma política de reserva de mercado, apresenta um índice de endividamento superior à mediana dos setores em todos os anos. Também o setor de comunicações, pouco concorrencial, muda pouco seu nível de endividamento. O setor de serviços públicos mantém seu índice relativamente estável. Já a siderurgia, provavelmente como reflexo da crise das empresas estatais, vê seu endividamento diminuir bastante.

**Tabela IV.4 - ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS POR SETORES**  
(exigível total sobre ativo total, em %)

SETORES	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Agropecuária	67,9	70,5	60,0	51,2	52,7	42,6	55,2	47,2	49,8	49,4	61,8
Alimentos	61,3	57,3	52,0	49,0	51,1	42,8	46,7	43,0	51,1	41,0	46,5
Automobilístico*	70,7	71,3	67,5	58,6	60,6	64,0	59,9	65,7	47,0	46,8	43,5
Autopeças*	55,1	44,0	41,3	38,2	44,7	44,9	45,0	40,6	47,0	46,8	43,5
Bebidas e Fumo	62,0	49,0	47,2	45,9	47,0	43,2	40,2	37,2	53,5	42,5	45,8
Comércio Atacadista	71,1	69,3	69,9	70,6	62,0	73,8	53,6	55,7	57,7	49,3	68,7
Comércio Varejista	56,1	54,6	61,4	50,0	51,4	47,3	50,7	45,5	57,2	57,5	52,6
Comunicações	60,9	62,2	57,7	51,9	57,7	59,7	59,6	59,5	55,8	59,0	69,8
Confecções	52,2	43,5	42,7	39,4	35,6	32,7	31,0	33,6	26,1	35,9	39,3
Construção Civil	61,0	57,4	56,1	63,0	43,9	46,7	30,4	29,9	42,9	40,0	44,7
Construção Pesada	48,7	51,6	42,2	39,5	36,1	37,7	34,2	31,1	28,4	26,9	35,9
Dist. de Petróleo	57,7	50,9	46,5	51,8	49,3	42,8	46,3	44,3	39,1	36,7	47,9
Dist. de Veículos	61,3	52,4	52,5	53,3	46,4	46,8	48,5	36,7	45,1	45,4	45,4
Eletroeletrônica	56,0	58,3	50,4	50,9	45,1	44,1	37,8	42,8	40,4	44,5	50,6
Farmacêutico	57,0	59,8	58,5	71,4	56,3	52,5	49,6	52,8	50,4	61,6	65,6
Higiene e Limpeza	62,4	57,1	49,0	54,9	55,0	49,0	43,9	38,1	45,9	56,6	48,9
Informática	66,5	64,2	60,7	66,2	65,0	63,7	50,0	53,3	60,7	66,4	82,4
Madeira e Móveis	51,1	48,5	48,5	43,6	36,2	36,4	39,5	36,8	27,9	36,6	31,8
Máqu. e Equipamentos	70,3	71,5	62,7	61,3	51,8	59,7	53,7	51,7	58,5	55,3	59,6
Material de Transporte	62,3	65,5	58,1	63,8	55,3	52,1	46,7	45,1	49,9	47,2	62,1
Metalurgia	57,9	54,5	50,5	48,8	44,6	43,3	35,7	34,6	32,8	34,0	42,6
Mineração	62,6	54,6	51,5	47,3	43,9	38,9	32,0	35,7	36,0	43,6	44,5
Minerais Não-Metálicos	34,4	37,9	33,7	30,8	36,9	27,5	25,4	28,1	33,7	27,0	30,5
Papel e Celulose	50,6	49,6	43,0	44,9	31,5	27,4	21,2	25,2	28,8	30,4	36,4
Plásticos e Borracha	52,2	47,0	49,0	43,3	47,5	46,3	41,4	36,2	34,0	35,4	48,8
Química e Petroquímica	43,7	51,1	53,1	55,9	63,9	39,2	37,2	38,8	32,8	37,4	44,8
Serviços de Transporte	62,2	60,0	55,7	66,9	66,7	74,3	64,4	68,2	65,9	56,0	46,4
Serviços Públicos	56,3	59,6	59,3	58,6	57,8	58,2	57,5	61,6	60,3	52,6	63,3
Siderurgia	60,0	58,2	57,9	53,7	55,0	58,0	51,4	38,3	43,1	34,5	44,2
Supermercados	60,5	58,2	56,7	52,7	55,1	57,6	57,1	53,9	56,7	58,7	64,1
Têxtil	51,5	48,5	43,9	38,7	34,6	36,1	26,3	24,2	38,2	31,1	33,7
<b>MEDIANA DOS SETORES</b>	<b>60,5</b>	<b>57,1</b>	<b>52,5</b>	<b>51,2</b>	<b>49,3</b>	<b>46,3</b>	<b>46,3</b>	<b>40,6</b>	<b>45,1</b>	<b>43,1</b>	<b>46,5</b>

(\*) A partir de 1988 está sendo considerado automóveis e peças como um setor.

FONTE: Exame - Melhores e Maiores, vários números

O setor financeiro, por sua vez, participa da dinâmica da economia sancionando o movimento das empresas de busca de rentabilidade financeira, como complemento à rentabilidade operacional. Este processo está estreitamente ligado ao endividamento do setor público, como já mencionado acima. Há um distanciamento entre o setor financeiro e a esfera da produção real, materializado pelo aumento da importância relativa das operações de mercado aberto.

"Cabe lembrar que estes títulos, representando tão-somente direitos a um fluxo de renda futura inteiramente desvinculado, quer da geração de renda posterior (no sentido produtivo), quer de referência patrimonial (no sentido de quinhões de capital), assumem a forma de 'capital fictício', na concepção mais ampla do conceito de Hilferding."<sup>74</sup>

Nestas circunstâncias, as relações entre os setores financeiro e produtivo deixam de ter um elo baseado na produção de bens e serviços. A acumulação do setor financeiro se faz sobretudo com base nas trocas de títulos entre diversos agentes econômicos, entre os quais o setor público aparece em destaque, e também pelos ganhos da movimentação do dinheiro em um contexto inflacionário.

Na dinâmica entre os setores da economia descrita por Hilferding<sup>75</sup>, ele conclui que as empresas tendem a uma maior dependência em relação aos bancos pois, estes, ao dispor do capital-dinheiro, controlam os meios de expansão das atividades produtivas. Isto ainda pode ser verificado atualmente em economias de funcionamento "normal". No Brasil, a dinâmica parece ser outra.

No começo da crise, as empresas endividadas ou com necessidades de recursos vinculadas a decisões tomadas em um momento anterior, ainda mantém uma posição de dependência com relação às instituições financeiras. Mas, à medida em que elas vão diminuindo seu nível de endividamento, esta relação se altera. A empresa com recursos excedentes que não serão reinvestidos em sua atividade principal torna-se um fornecedor de meios de ação para o setor financeiro, que coletarão estas poupanças e não necessariamente as repassarão para outras empresas, dado que a demanda por empréstimos tende a diminuir.

Este processo parece mostrar que o sentido da relação entre empresas financeiras e não-financeiras é alterado e que portanto, as instituições financeiras passam a depender dos excedentes gerados pelas empresas produtivas para prosseguir suas atividades. Isto é confirmado pelo crescente peso das operações de open market dos bancos, nas quais os bancos são prioritariamente intermediários entre o governo e o público na colocação dos títulos, e pela diminuição das atividades de concessão de empréstimos. Em

---

<sup>74</sup> TEIXEIRA (1988) op. cit. p. 32

<sup>75</sup> HILFERDING op. cit., capítulo V

tal situação, os bancos direcionaram suas atividades para a captação de recursos sob diversas formas: depósitos à vista, recebimento de impostos e taxas, depósitos a prazo, operações de open market.

#### **4. O setor financeiro na crise**

Os movimentos descritos anteriormente de aumento da inflação e da dívida pública interna tiveram influência direta no funcionamento do setor financeiro durante os anos oitenta. A inflação e a indexação estão na origem das importantes mudanças que se processaram no setor.

Ao longo do período considerado, conviveram no mercado financeiro vários tipos de valorização dos recursos destinados à poupança e preços para a concessão de crédito. A posfixação da correção monetária garantia a grande parte das aplicações uma proteção contra a perda do valor da moeda diante da aceleração inflacionária, enquanto tornava o custo do capital a ser investido bastante elevado para as empresas, pois estas nem sempre puderam repassar estes custos adicionais para seus preços.

À medida em que a inflação se acelera, deter haveres monetários torna-se um ato econômico irracional, pois o mercado oferece o acesso a haveres financeiros líquidos e protegidos contra a perda de seu valor real. A tabela IV.5 mostra a diminuição da participação dos haveres monetários no total de haveres financeiros. Os meios de pagamento diminuem em queda livre desde os anos setenta e só interrompem este movimento em 1986, durante o Plano Cruzado. Ao mesmo tempo, a dívida pública ganha espaço crescente, abocanhando recursos de outras aplicações financeiras. Observa-se a inversão entre as participações relativas dos haveres monetários e dos títulos públicos. Estes, são ativos bastante líquidos e com risco mínimo. O movimento dos haveres financeiros ilustra de maneira inequívoca as transformações que se operam no setor.

**TABELA IV.5 - HAVERES FINANCEIROS EM PODER DO PÚBLICO**  
(distribuição relativa - %)

	HAVERES MONET.	DEPÓSITOS POUPANÇA	DEPÓSITOS A PRAZO	LETRAS DE CÂMBIO	LETRAS HIPOTE- CÁRIAS	DÍVIDA ESTADOS E MUNIC.	DÍVIDA FEDERAL PODER PÚBLICO	HAVERES NÃO-MONET.	HAVERES FINANCEIROS
1970	57,30	2,52	6,31	12,77	2,98	2,20	15,93	42,70	100,00
1971	52,58	3,93	8,68	14,60	3,12	1,76	15,33	47,42	100,00
1972	45,90	5,14	11,70	15,81	3,54	1,39	16,52	54,10	100,00
1973	43,14	6,17	12,78	15,94	3,22	1,47	17,29	56,86	100,00
1974	42,85	8,42	11,97	16,15	2,95	1,65	16,02	57,15	100,00
1975	39,18	11,98	12,36	13,50	2,40	2,27	18,33	60,82	100,00
1976	36,08	14,87	11,77	11,30	1,70	3,10	21,17	63,92	100,00
1977	33,95	18,25	12,62	8,63	1,30	3,43	21,82	66,05	100,00
1978	31,83	18,89	14,62	8,59	0,91	3,14	22,02	68,17	100,00
1979	30,72	21,18	15,73	8,39	0,62	3,20	20,16	69,28	100,00
1980	31,58	24,06	16,87	7,42	0,46	3,61	15,99	68,42	100,00
1981	25,92	26,51	16,28	5,54	0,32	4,13	21,29	74,08	100,00
1982	19,56	27,04	16,78	6,61	0,24	4,35	25,42	80,44	100,00
1983	16,96	32,20	17,46	6,68	0,16	5,28	21,27	83,04	100,00
1984	12,62	33,72	20,36	5,07	0,09	4,66	23,48	87,38	100,00
1985	11,55	28,45	19,09	4,40	0,02	4,31	32,16	88,44	100,00
1986	23,92	23,63	17,67	3,20	0,03	4,32	27,23	76,07	100,00
1987	14,68	30,78	15,43	1,55	0,01	5,09	32,01	84,88	100,00
1988	8,76	33,62	12,68	0,58	0,00	5,33	39,02	91,24	100,00
1989	7,19	29,10	9,50	0,18	0,15	7,84	46,03	92,80	100,00

FONTE: FERREIRA (1990) p. 8 e Boletim Mensal do Banco Central para 1989

A diminuição da importância relativa da moeda na vida econômica é explicada por Nogueira da Costa pelo fato de o país ter funcionado com três parâmetros monetários simultâneos: o cruzeiro, os títulos públicos e o dólar<sup>76</sup>. O autor chamou a este processo de "desmonetização".

O direcionamento da moeda para outros ativos financeiros teve origem na política monetária restritiva e no fortalecimento das operações de mercado aberto como elemento desta política. A "desmonetização" se fez de maneira bastante rápida. Do ponto de vista do sistema bancário, observa-se um crescimento considerável da parte ocupada pelos títulos públicos em suas carteiras, como mostra a tabela IV.6.

O ano de 1986 é sempre uma exceção pois com a queda da inflação durante os primeiros meses do Plano Cruzado e a desindexação da economia, todas as relações financeiras foram alteradas. Os agentes econômicos conservaram mais moeda (ver tabela IV.7) e todo o funcionamento do sistema bancário em vigor até então foi revisto enquanto durou a trégua da inflação.

<sup>76</sup> NOGUEIRA DA COSTA (1986)

**Tabela IV.6 - TÍTULOS PÚBLICOS EM CARTEIRA NOS BANCOS COMERCIAIS E MÚLTIPLOS**  
(índices reais - saldos de dezembro)

	TÍTULOS FEDERAIS	TÍTULOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS	TOTAL
1980	100,0	100,0	100,0
1981	157,4	238,9	172,7
1982	187,5	179,2	185,9
1983	126,9	84,7	119,0
1984	123,4	47,2	109,1
1985	184,3	45,8	158,3
1986	55,8	44,4	53,6
1987	510,9	40,3	422,7
1988	326,9	202,8	303,6
1989	1913,5	627,8	1672,4

Deflator: IGP-DI

FONTE: Bulhões (1993) p. 46; fonte original: Banco Central do Brasil

**Tabela IV.7 - DEPÓSITOS NOS BANCOS COMERCIAIS E MÚLTIPLOS**  
(índices de valor real - saldos de dezembro)

	A VISTA	A PRAZO	TOTAIS	A VISTA %
1980	100,0	100,0	100,0	82
1981	96,8	102,5	97,8	81
1982	76,7	140,7	88,4	71
1983	53,2	165,0	73,5	59
1984	47,6	254,8	85,2	46
1985	60,1	310,1	105,6	47
1986	143,8	541,2	216,1	55
1987	56,9	241,0	90,3	52
1988	30,2	256,7	61,9	40
1989	18,7	203,3	52,2	29

Deflator: IGP-DI

FONTE: Bulhões op. cit. p. 42; fonte original: Banco Central do Brasil

A diminuição do peso dos depósitos à vista no passivo das instituições financeiras levaria a um encarecimento deste passivo na medida em que os recursos a custo zero ficavam mais escassos. Por outro lado, a rentabilidade dos serviços como o recebimento de impostos e taxas cresceu sobremaneira pois estes valores, até 1988, não eram indexados e podiam ser recolhidos em até 45 dias pelo setor público.

A este ganho dos bancos com recursos que permaneciam depositados sem remuneração ou recursos a serem transferidos, deu-se o nome de transferências inflacionárias. Cysne<sup>77</sup> afirma que as transferências inflacionárias representaram 2% do PIB no período de 1964-1985 e 2,6% do PIB entre 1985 e 1989. Isto permitiu uma volumosa lucratividade aos bancos.

O setor bancário tentou também vender certificados de depósitos bancários e "casar" estes recursos com operações de empréstimo. Em uma conjuntura de alta inflação, a diferença entre as taxas de captação e de aplicação dos bancos, o "spread", é dificilmente acompanhado pelos agentes econômicos e pode atingir níveis bastante elevados.

A tabela IV.6 não deixa dúvidas acerca da importância crescente das operações com títulos públicos para os bancos. Estas aumentaram mais de 1500% na década. O setor privado transforma-se em credor do Estado.

Embora afastando-se de suas atividades tradicionais de intermediação financeira, o setor obteve uma alta rentabilidade durante a década passada. Estes resultados se devem em grande parte aos chamados lucros inflacionários, mencionados acima<sup>78</sup>. Em busca da coleta do lucro inflacionário, durante a primeira metade da década, os bancos abriram agências, ampliaram seu quadro de funcionários e investiram em automação. O Plano Cruzado em 1986 leva a uma reversão destas tendências e as instituições financeiras passam a tentar diminuir seus custos operacionais, fechando agências e demitindo funcionários. Este processo de rearranjo administrativo das instituições financeiras culmina com a já mencionada reforma bancária de 1988.

A inflação logo voltou em 1986 e os bancos ampliaram ainda mais suas operações com títulos públicos, vê-se na tabela IV.6 que a participação destes papéis nas carteiras dos bancos cresceu 3020% de 1986 a 1989. Os bancos, portanto, possibilitaram ao governo a rolagem de sua dívida.

Em 1989 foi organizado o mercado interbancário cujas operações são baseadas no Certificado de Depósito Interbancário, o CDI, que permitiu uma maior agilidade nos fluxos de recursos entre instituições financeiras.

---

<sup>77</sup> CYSNE (1993)

<sup>78</sup> BULHÕES op. cit.

Durante toda a década, o setor levou adiante o processo de automação de suas atividades, pois as necessidades de controle eram crescentes e prementes em uma situação inflacionária como a que viveu o país. Ademais, a lucratividade do setor gerou recursos suficientes para esta finalidade.



Do que foi exposto, pode-se inferir que o setor financeiro passou sem muitos problemas pela crise dos anos oitenta. Mais do que isto, ele pôde beneficiar-se da extrema debilidade financeira do Estado e do processo inflacionário e obter a maior rentabilidade da economia.

Não se trata de apontar o setor como um vilão. A situação macroeconômica e as opções políticas do poder público criaram as condições dentro das quais operaria o sistema financeiro. As empresas financeiras, como todas as empresas capitalistas, buscaram maximizar seus rendimentos.

Evidentemente, o setor adaptou-se rapidamente a condições favoráveis para si e extremamente desfavoráveis para o restante da economia, sancionando todo o processo de aprofundamento da crise.

Resta observar como foi o funcionamento das atividades clássicas de concessão de crédito ao setor não-financeiro e em que medida o distanciamento das instituições financeiras destas atividades foi condicionado pela tenacidade do processo inflacionário e pela instabilidade geral da economia.

## V - CRÉDITOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NA DÉCADA DE OITENTA

### 1. Evolução dos créditos

#### 1.1. Visão global

Os empréstimos do sistema financeiro ao setor privado caíram de forma significativa ao longo dos anos oitenta. Com exceção de alguns anos de crescimento em termos reais, motivados por um aquecimento da economia, os empréstimos apresentaram taxas de variação negativa durante o decênio.

Comparando a variação dos empréstimos com o produto da economia percebe-se que, em anos de recessão, eles tiveram queda ainda mais acentuada que o PIB (em 1981, por exemplo, os empréstimos diminuíram 13% em termos reais enquanto o PIB variou -4,4%; em 1983 estas taxas foram de -18,5% contra -3,4%).

Estes números parecem indicar que as empresas privadas, ao longo da crise, passaram a descartar o crédito como uma alternativa de financiamento de suas atividades, o que o índice de endividamento das empresas já indicava no capítulo anterior.

Os empréstimos distribuídos por tipos de instituição financeira apresentam grandes diferenças, que estão relacionadas com as funções das mesmas, com o tipo de atividade a que se destinam. As instituições públicas, entre as quais o Banco do Brasil é um bom exemplo, tiveram muitas vezes uma evolução diferente do conjunto, por participarem de políticas de crédito especiais do governo, como o crédito rural, o fomento às atividades exportadoras e o apoio a pequenas e médias empresas.

Dentre as diferenças, observa-se que as financeiras tiveram importante queda em seus empréstimos, diminuindo consideravelmente sua parte relativa no total de empréstimos concedidos pelo sistema, como se pode ver na tabela V.1. Este movimento reflete a crise da economia e seus reflexos sobre o consumo global da sociedade. Além disso, em vários momentos da década, o crédito às pessoas físicas esteve contingenciado com a finalidade de restringir o nível de consumo, segundo a lógica das políticas de combate à inflação.

Do lado do crédito imobiliário, as instituições públicas federais garantiram que o decréscimo não fosse maior ao longo da crise. A Caixa Econômica Federal, juntamente com o BNH ampliaram sua participação no total de empréstimos.

**Tabela V.1 - EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO  
AO SETOR PRIVADO POR EMPRESTADORES FINAIS<sup>a</sup>**

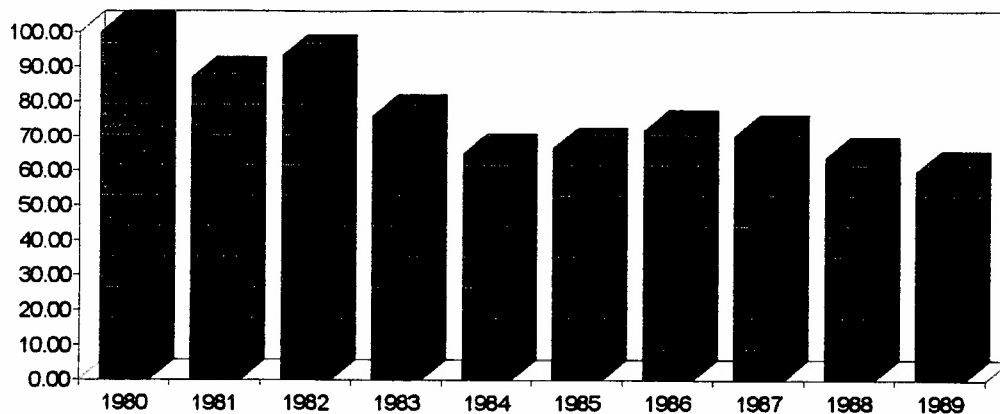
(em NCz\$ milhões de dez de 1989)												
	BANCO DO BRASIL	BANCOS MÚLTIPLOS	BANCOS COMERC.	FINANCEI RAS	BANCOS DE INVESTIM.	SCI + APE	C. EC. FED. + BNH	CAIXAS ESTAD.	BNDES	BANCOS ESTAD. DESENV.	BNCC	TOTAL
1980	3911695	-	5588437	1262942	2258964	1979639	1646874	611395	1279923	609269	50572	19199708
1981	2902815	-	4947262	913338	1877591	2010008	1633646	581888	1159724	576162	77313	16679747
1982	2457533	-	5150356	1245769	1772086	2531334	1952221	690293	1318549	686191	114369	17918701
1983	1891406	-	3550559	1475325	1206953	2523409	2480269	684413	330290	370729	86984	14600337
1984	1163836	-	3035404	1212112	1217373	2263604	2325928	594162	305085	303601	45934	12467038
1985	1078284	-	3315239	1320037	1194934	2159757	2503799	559283	325926	334359	16550	12808168
1986	1864023	-	4294662	993920	1124748	1802712	2507615	488952	327996	372829	151192	13792649
1987	1923705	-	3963207	652465	1106549	1706360	2812150	577015	313327	439183	14515	13508476
1988	2056855	-	2943659	366494	819523	2073459	2645867	531840	324451	478416	17610	12258265
1989	1651632	2248732	1445543	175511	291164	1429509	3135182	549445	282098	282159	-	11490974
(distribuição percentual)												
1980	20.37	0.00	29.11	6.58	11.77	10.31	8.58	3.18	6.67	3.17	0.26	100.00
1981	17.40	0.00	29.66	5.48	11.26	12.05	9.79	3.49	6.95	3.45	0.46	100.00
1982	13.71	0.00	28.74	6.95	9.89	14.13	10.89	3.85	7.36	3.83	0.64	100.00
1983	12.95	0.00	24.32	10.10	8.27	17.28	16.99	4.69	2.26	2.54	0.60	100.00
1984	9.34	0.00	24.35	9.72	9.76	18.16	18.66	4.77	2.45	2.44	0.37	100.00
1985	8.42	0.00	25.88	10.31	9.33	16.86	19.55	4.37	2.54	2.61	0.13	100.00
1986	13.51	0.00	31.14	7.21	8.15	13.07	18.18	3.55	2.38	2.70	0.11	100.00
1987	14.24	0.00	29.34	4.83	8.19	12.63	20.82	4.27	2.32	3.25	0.11	100.00
1988	16.78	0.00	24.01	2.99	6.69	16.91	21.58	4.34	2.65	3.90	0.14	100.00
1989	14.37	19.57	12.58	1.53	2.53	12.44	27.28	4.78	2.45	2.46	0.00	100.00
(taxas de crescimento anuais)												
1981	-25.79	--	-11.47	-27.68	-16.88	1.53	-0.80	-4.83	-9.39	-5.43	52.88	-13.12
1982	-15.34	--	4.11	36.40	-5.62	25.94	19.50	18.63	13.70	19.10	47.93	7.43
1983	-23.04	--	-31.06	18.43	-31.89	-0.31	27.05	-0.85	-74.95	-45.97	-23.94	-18.52
1984	-38.47	--	-14.51	-17.84	0.86	-10.30	-6.22	-13.19	-7.63	-18.11	-47.19	-14.61
1985	-7.35	--	9.22	8.90	-1.84	-4.59	7.65	-5.87	6.83	10.13	-63.97	2.74
1986	72.87	--	29.54	-24.71	-5.87	-16.53	0.15	-12.58	0.64	11.51	-8.21	7.69
1987	3.20	--	-7.72	-34.35	-1.62	-5.34	12.14	18.01	-4.47	17.80	-4.45	-2.06
1988	6.92	--	-25.73	-43.83	-25.94	21.51	-5.91	-7.83	3.58	8.93	21.32	-9.26
1989	-19.70	--	-50.89	-52.11	-64.47	-31.06	18.49	3.31	-13.08	-41.02	-100.00	-6.26

(a) empréstimos são as operações realizadas sem destinação específica ou vínculo à comprovação da aplicação dos recursos. (PLANO CONTÁBIL DAS INSTITUIÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - COSIF)

FONTE: Banco Central

Gráfico V.1 -

## EVOLUÇÃO DOS EMPRÉSTIMOS TOTAIS



(Base: 1980=100)

FONTE: Banco Central

No que se refere à distribuição do volume de empréstimos por instituições, aparece uma acentuada queda de participação dos bancos de investimento, o que é bastante condizente com a evolução geral da economia no período. Em meio à crise, as empresas reduziram seus investimentos, mas principalmente reduziram sua demanda por crédito a prazos mais longos.

A parcela das financeiras no total de empréstimos também diminuiu de maneira significativa, passando de 6,58% em 1980 a quase 3% em 1988. Os valores para 1989 refletem os efeitos da reforma bancária de 1988, quando várias instituições uniram-se formando os bancos múltiplos. O mesmo pode ser observado sobre a queda das partes dos bancos comerciais e dos bancos de investimento.

O BNDES também tem sua participação relativa diminuída, embora tenha sido a maior fonte de recursos para o investimento na década, o que será retomado adiante.

**Tabela V.2 - EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO  
AO SETOR PRIVADO - DISTRIBUIÇÃO POR SETORES<sup>a</sup>  
( em % )**

	RURAL	INDÚSTRIA	COMÉRCIO	PESSOAS FÍSICAS	HABITAÇÃO	OUTROS	TOTAL
1981	14.61	31.57	8.16	8.64	26.13	10.89	100.00
1982	13.43	31.74	8.16	8.61	27.03	10.98	100.00
1983	11.03	32.38	8.29	8.71	28.31	11.28	100.00
1984	7.91	33.23	8.50	8.88	29.83	11.65	100.00
1985	6.94	33.22	8.52	8.87	30.68	11.76	100.00
1986	10.94	31.44	8.10	8.42	29.82	11.29	100.00
1987	10.21	31.33	8.11	8.47	30.51	11.38	100.00
1988	10.26	30.86	8.05	8.50	30.92	11.42	100.00
1989	8.50	31.00	8.13	8.77	31.91	11.68	100.00

(a) Inclui: Banco do Brasil; Bancos Comerciais; Bancos Múltiplos; Bancos de Investimento; Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento; Caixa Econômica Federal; Caixas Econômicas Estaduais; Sociedades de Crédito Imobiliário; Carteiras de Desenvolvimento dos Bancos Comerciais; BNDES; Bancos Estaduais de Desenvolvimento; Sociedades de Arrendamento Mercantil.

FONTE: Série Histórica - Boletim do Banco Central, dezembro de 1993

A distribuição destes empréstimos entre os diferentes setores da economia permaneceu relativamente estável nos anos oitenta. A tabela V.2 mostra que a indústria recebeu aproximadamente de 30% dos empréstimos. O setor imobiliário também respondeu por créditos desta magnitude. O comércio ficou com algo em torno de 8%, assim como os empréstimos a pessoas físicas.

É nítida a queda da parcela referente ao crédito rural, apesar das linhas de crédito impostas aos bancos para aplicação no setor agrícola. Com a queda dos depósitos à vista, como mostrado no capítulo anterior, cai também o volume de recursos destinados a este tipo de crédito. De qualquer forma, este crédito compulsório constitui uma parcela bastante reduzida do total do crédito rural e é em muito inferior às necessidades do setor que, na crise, fica muito mais vulnerável e, por esta razão, evita o endividamento<sup>79</sup>.

É importante observar mais de perto a evolução do crédito concedido pelos maiores emprestadores.

<sup>79</sup> De acordo com a tabela IV.2 o endividamento das empresas agropecuárias cai de 68% em 1980 para 49% em 1989.

## 1.2. Financiamento de capital de giro pelos bancos comerciais

Desde a constituição do sistema financeiro segmentado e com instituições especializadas, coube ao conjunto dos bancos comerciais o financiamento de recursos a curto prazo para cobrir as necessidades de caixa das empresas. Este tipo de financiamento é relativamente independente das decisões de investimentos e ampliação da capacidade produtiva das empresas, mas, em momentos de crise, pode retrair-se também. Foi o que aconteceu no Brasil no decênio passado.

Entre os bancos comerciais nacionais, o Banco do Brasil é o maior. Por combinar as funções de banco da União com suas características de maior banco comercial do país, ele tem uma evolução bastante particular. A evolução de seus créditos ao longo dos anos oitenta difere do conjunto das instituições financeiras. A concessão de recursos diminuiu bastante no início da década com a virada da economia e, no embalo do Plano Cruzado, retomou crescendo acima do conjunto do sistema financeiro, mas não voltou aos níveis de operações de crédito de 1980.

A maior parte do crédito acordado pelo Banco do Brasil dirige-se ao setor agropecuário. Nos últimos anos da década, o setor público recorreu também aos empréstimos do Banco, tendo respondido por mais de 35% das operações de crédito e superado o montante destinado ao setor rural.

**Tabela V.3 - BANCO DO BRASIL: OPERAÇÕES DE CRÉDITO  
POR SETORES<sup>a</sup>**

(em NCz\$ milhões de dez de 1989)

	SETOR FINANC.	SET.GOVER. NÃO-FINANC	INDÚSTRIA	COMÉRCIO	ATIVIDADES RURAIS	PESSOAS FÍSICAS	OUTROS	TOTAL
1980	2197	274410	867276	426558	1950590	75498	433607	4030137
1981	2131	141180	686349	330587	1557730	49061	229229	2996267
1982	2340	133950	604966	312242	1297109	32820	162652	2546080
1983	0	84774	498791	277675	917962	24432	172495	1976130
1984	0	25129	305786	210016	543630	16619	87784	1188965
1985	9127	19901	272945	175202	549126	14878	67534	1108711
1986	15906	132963	472787	243862	1016793	45061	92510	2019882
1987	1309	499780	434825	271040	1001854	67447	148538	2424794
1988	1311	1010452	468763	216694	1155890	52011	163496	3068618
1989	795	950969	441464	151003	946372	50778	62015	2603396

(distribuição percentual)

1980	0.05	6.81	21.52	10.58	48.40	1.87	10.76	100.00
1981	0.07	4.71	22.91	11.03	51.99	1.64	7.65	100.00
1982	0.09	5.26	23.76	12.26	50.95	1.29	6.39	100.00
1983	0.00	4.29	25.24	14.05	46.45	1.24	8.73	100.00
1984	0.00	2.11	25.72	17.66	45.72	1.40	7.38	100.00
1985	0.82	1.79	24.62	15.80	49.53	1.34	6.09	100.00
1986	0.79	6.58	23.41	12.07	50.34	2.23	4.58	100.00
1987	0.05	20.61	17.93	11.18	41.32	2.78	6.13	100.00
1988	0.04	32.93	15.28	7.06	37.67	1.69	5.33	100.00
1989	0.03	36.53	16.96	5.80	36.35	1.95	2.38	100.00

(taxas de crescimento anuais)

1981	-3.00	-48.55	-20.86	-22.50	-20.14	-35.02	-47.13	-25.65
1982	-9.78	-5.12	-11.86	-5.55	-16.73	-33.10	-29.04	-15.02
1983	-100.00	-36.71	-17.55	-11.07	-29.23	-25.56	6.05	-22.39
1984	--	-70.36	-38.69	-24.37	-40.78	-31.98	-49.11	-39.83
1985	--	-20.81	-10.74	-16.58	1.01	-10.48	-23.07	-6.75
1986	74.27	568.14	73.22	39.19	85.17	202.88	36.98	82.18
1987	-91.77	275.88	-8.03	11.14	-1.47	49.68	60.56	20.05
1988	0.13	102.18	7.80	-20.05	15.38	-22.89	10.07	26.55
1989	-39.38	-5.89	-5.82	-30.32	-18.13	-2.37	-62.07	-15.16

(a) as operações de crédito são compostas por: empréstimos; títulos descontados; financiamentos (operações com destinação específica). COSIF op. cit.

FONTE: Banco Central

Os demais bancos comerciais, públicos e privados, também apresentaram uma importante queda de suas operações de crédito durante o período estudado. Já com a recessão de 1981, o crédito concedido foi quase 10% menor do que no ano anterior. Em meados da década, com a retomada de fôlego da economia impulsionada pelo crescimento das atividades exportadoras, as operações de crédito voltam a crescer e mantém-se em 1986 em ritmo de Plano Cruzado, para deprimir-se novamente no final da década.

A diminuição das operações de crédito dos bancos comerciais está intimamente ligada aos desequilíbrios macroeconômicos que enfrentou o país naquele período, dentre os quais destacam-se a aceleração inflacionária e desaquecimento das atividades produtivas. A desordem que reinou na economia tornava arriscado o recurso ao crédito, tanto pela queda da demanda global, como pelos custos do endividamento.

No início da década, a indústria era a maior tomadora de crédito dos bancos comerciais, mas teve sua posição superada pelo setor público a partir de 1982. Isto se explica pela mencionada crise financeira do Estado mas também, e sobretudo, pela decisão das empresas do setor privado de diminuir seu nível de endividamento. Como mostra a tabela V.4, enquanto todos os demais setores diminuíram a tomada de crédito, o setor governamental a aumentou.

**Tabela V.4 - BANCO COMERCIAIS E MÚLTIPLOS:  
OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR SETORES**

(em NCz\$ milhões de dez de 1989)

	SETOR FINANC.	SET.GOVER. NÃO- FINANC	INDÚSTRIA	COMÉRCIO	ATIVIDADES RURAIS	PESSOAS FÍSICAS	OUTROS	TOTAL
1980	20004	1405056	2167677	745260	547623	593981	711122	6190723
1981	8727	1559895	1926421	564244	468231	360366	705139	5593022
1982	10843	1959516	1863430	544822	558075	272863	822309	6031858
1983	37172	2314270	1503736	468313	549654	167103	798080	6002893
1984	36819	2257577	1204143	362227	461557	183114	779574	5495419
1985	36355	2613544	1297541	479345	367247	338179	783797	5916008
1986	61921	2338701	1428649	875790	551830	464165	974227	7114885
1987	42540	2228230	1485978	799170	451881	219255	1005656	6232710
1988	54593	2076075	1470538	468495	306683	165862	701216	5243461
1989	38614	2000969	1342139	338805	268066	176751	1568515	5733858

(distribuição percentual)

1980	0.32	22.70	35.01	12.04	8.85	9.59	11.49	100.00
1981	0.16	27.89	34.44	10.09	8.37	6.44	12.61	100.00
1982	0.18	32.49	30.89	9.03	9.25	4.52	13.63	100.00
1983	0.62	38.55	25.05	7.80	9.16	2.78	13.29	100.00
1984	0.67	41.08	21.91	6.59	8.40	3.33	14.19	100.00
1985	0.61	44.18	21.93	8.10	6.21	5.72	13.25	100.00
1986	0.87	32.87	20.08	12.31	7.76	6.52	13.69	100.00
1987	0.68	35.75	23.84	12.82	7.25	3.52	16.14	100.00
1988	1.04	39.59	28.05	8.93	5.85	3.16	13.37	100.00
1989	0.67	34.90	23.41	5.91	4.68	3.08	27.36	100.00

(taxas de crescimento anuais)

1981	-56.38	11.02	-11.13	-24.29	-14.50	-39.33	-0.84	-9.65
1982	24.26	25.62	-3.27	-3.44	19.19	-24.28	16.62	7.85
1983	242.81	18.10	-19.30	-14.04	-1.51	-38.76	-2.95	-0.48
1984	-0.95	-2.45	-19.92	-22.65	-16.03	9.58	-2.32	-8.45
1985	-1.26	15.77	7.76	32.33	-20.43	84.68	0.54	7.65
1986	70.32	-10.52	10.10	82.71	50.26	37.25	24.30	20.26
1987	-31.30	-4.72	4.01	-8.75	-18.11	-52.76	3.23	-12.40
1988	28.33	-6.83	-1.04	-41.38	-32.13	-24.35	-30.27	-15.87
1989	-29.27	-3.62	-8.73	-27.68	-12.59	6.56	123.69	9.35

FONTE: Banco Central

### 1.3. Financiamento ao investimento

Para os gastos de investimento, os bancos de investimento, do lado da intermediação financeira privada, e o BNDES, no setor público, seriam responsáveis pela concessão de recursos às empresas.

#### ◆ BNDES

O BNDES tem sido, desde os anos cinquenta, entre as instituições financeiras, o principal financiador de projetos de ampliação de capacidade produtiva, e de infra-estrutura no país. Em países em desenvolvimento é difícil garantir que fontes privadas de recursos dirijam-se a projetos de longa maturação. O BNDES, a partir de fundos públicos ocupou o centro da política de fomento ao desenvolvimento (cf. capítulo II).

Diante da crise fiscal do Estado brasileiro durante os anos oitenta e juntamente com a recessão que se viveu no período, os empréstimos do BNDES caíram substancialmente ao longo da década. Considerando os empréstimos tomados em dólares desde 1975, vê-se nitidamente a diminuição de seu montante: entre 1980 e 1989, eles caíram 51%; em 1990, eles representavam quase que um quarto do volume de 1975. A importância do BNDES no financiamento do investimento total do país também decresceu de forma significativa:

"As crises macroeconômica e fiscal nos últimos 13 anos reduziram seriamente o volume de recursos à disposição do BNDES e, conseqüentemente, o volume de empréstimos concedidos. De 1975 a 1985, época de recursos abundantes, os financiamentos chegaram a um quinto da formação doméstica de capital, alavancando as taxas de investimento relativamente elevadas daquele período. Atualmente, o Banco financia, direta ou indiretamente, aproximadamente 8% do investimento bruto no Brasil."<sup>80</sup>

---

<sup>80</sup> BONELLI & PINHEIRO op. cit. p.29-31

**Tabela V.5 - EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS PELO SISTEMA BNDES  
POR SETOR**

(US\$1000)

	SETOR				TOTAL
	Agricultura e Pecuária	Indústria	Infra- Estrutura	Outros	
1975	0	9.176.607	2.587.313	571.374	12.335.293
1976	0	13.064.380	2.645.271	423.549	16.133.200
1977	0	5.829.846	1.648.434	265.455	7.743.736
1978	0	7.396.538	10.800.721	693.442	18.890.701
1979	0	7.230.125	2.755.423	890.588	10.876.136
1980	86.622	6.132.015	5.640.993	359.629	12.219.259
1981	43.825	7.555.646	5.183.531	847.909	13.630.911
1982	16.092	4.046.081	2.904.428	577.742	7.544.343
1983	17.207	3.671.207	2.554.097	1.981.131	8.223.642
1984	36.496	3.884.628	3.118.413	1.953.666	8.993.203
1985	60.933	3.406.067	2.708.351	926.947	7.102.298
1986	83.895	5.523.606	1.970.464	798.669	8.376.634
1987	183.772	6.019.703	3.302.158	1.336.098	10.841.731
1988	259.890	6.281.304	2.735.972	564.064	9.841.230
1989	272.583	4.489.353	940.182	213.859	5.915.977
1990	104.984	2.300.976	482.092	105.582	3.193.634

FONTE: BONELLI & PINHEIRO op. cit. p.30

Ainda com esta importante retração, o BNDES continua a ser a única fonte, no sistema financeiro nacional, de capital para projetos de longo prazo. Os bancos privados de investimento não tomaram para si parte desta tarefa.

◆ *Bancos de Investimento*

Do lado dos bancos de investimento, a retração dos créditos aparece de forma ainda mais acentuada do que para as demais instituições financeiras. Na década, as operações de crédito apresentaram taxas negativas de crescimento todos os anos. Os números da tabela V.6 mostram que a diminuição dos créditos, alta em todos os anos, foi particularmente acentuada em 1988-1989, anos onde a falência das políticas de estabilização estava consolidada e de forte aceleração inflacionária.

**Tabela V.6 - BANCOS DE INVESTIMENTO:  
OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR SETORES**

(em NCz\$ milhões de dez de 1989)						
	SET.GOVER. NÃO-FINANC	INDÚSTRIA	COMÉRCIO	ATIVIDADES RURAI	OUTROS <sup>a</sup>	TOTAL BRUTO
1980	204232	1162199	279154	0	645624	2291209
1981	230792	955167	196022	0	513357	1895337
1982	360025	752247	172711	6178	517098	1808261
1983	384622	566026	93172	36479	518948	1621884
1984	358644	580367	134817	39442	472491	1585760
1985	318206	649343	139467	6634	412326	1525975
1986	262685	532910	169072	3683	435156	1490419
1987	243486	567184	138618	1450	417314	1368052
1988	171971	491510	67664	577	265768	997489
1989	67408	177054	17499	143	108899	371004
(distribuição percentual)						
1980	8.91	50.72	12.18	0.00	28.18	100.00
1981	12.18	50.40	10.34	0.00	27.09	100.00
1982	19.91	41.60	9.55	0.34	28.60	100.00
1983	23.71	34.90	5.74	2.25	32.00	100.00
1984	22.62	36.60	8.50	2.49	29.80	100.00
1985	20.85	42.55	9.14	0.43	27.02	100.00
1986	17.62	35.76	11.34	0.25	29.20	100.00
1987	17.80	41.46	10.13	0.11	30.50	100.00
1988	17.24	49.27	6.78	0.06	26.64	100.00
1989	18.17	47.72	4.72	0.04	29.35	100.00
(taxas de crescimento anuais)						
1981	13.00	-17.81	-29.78	--	-20.49	-17.28
1982	56.00	-21.24	-11.89	--	0.73	-4.59
1983	6.83	-24.76	-46.05	490.44	0.36	-10.31
1984	-6.75	2.53	44.70	8.12	-8.95	-2.23
1985	-11.28	11.88	3.45	-83.18	-12.73	-3.77
1986	-17.45	-17.93	21.23	-44.48	5.54	-2.33
1987	-7.31	6.43	-18.01	-60.62	-4.10	-8.21
1988	-29.37	-13.34	-51.19	-60.24	-36.31	-27.09
1989	-60.80	-63.98	-74.14	-75.12	-59.02	-62.81

(a) Inclui financiamentos de exportação, repasses para importações, créditos em liquidação e outros créditos.

FONTE: Banco Central

Estes resultados já podiam ser esperados desde a observação da tabela V.1, segundo a qual a participação dos bancos de investimento no total de empréstimos concedidos passou de 12% em 1980 a 2,5% em 1989.

Com relação à distribuição dos créditos entre os setores da economia, observa-se que a indústria segue sendo o principal cliente dos bancos comerciais, e que a participação do setor público na tomada destes créditos ampliou-se ao longo da década.

◆ *Leasing*

Os contratos de arrendamento mercantil poderiam apresentar-se como uma alternativa de financiamento de investimentos para as empresas em uma situação de crise. Efetivamente, as operações de leasing tiveram um aumento de 83% em termos reais ao longo da década, apesar deste crescimento não ter se dado de forma contínua, como demonstra a tabela V.7.

**Tabela V.7 - OPERAÇÕES DE ARRENDAMENTO MERCANTIL**  
(saldos de final de período)

	Valores em NCz\$ mil (dez 1989)	Taxa de crescimento real
1980	26626236	--
1981	36010318	35.24
1982	40244437	11.76
1983	27899402	-30.68
1984	26929475	-3.48
1985	35191402	30.68
1986	53665212	52.50
1987	33281166	-37.98
1988	39776387	19.52
1989	48830580	22.76

FONTE: Banco Central

Embora este crescimento das operações de arrendamento mercantil, enquanto opção de financiamento para as empresas, seja bastante considerável, estas operações representam ainda uma parcela bastante restrita do total de operações do sistema financeiro.



A observação do conjunto das operações de crédito do sistema financeiro não deixa dúvidas acerca de sua importante redução nos anos oitenta. Em todos os segmentos do sistema a crise econômica esteve presente, traduzida por uma menor concessão de créditos.

O menor nível de créditos é consequência do aprofundamento da recessão ao longo do período mas também contribuiu para que a crise se agravasse. Se as empresas não investem, o nível de atividades cai e, com um ritmo decrescente das atividades econômicas, as empresas têm ainda menos incentivos para investir.

As instituições poderiam fornecer crédito em condições que foram determinadas pelo agravamento da crise e, sobretudo, por níveis de inflação ascendentes. A carteira dos bancos comerciais passou a conter, neste contexto, uma parcela maior de títulos públicos e eles mudaram seu perfil de operações (cf. capítulo IV). Do lado da demanda de crédito das empresas, estas mesmas condições mudavam a orientação das decisões estratégicas.

Cumprir analisar, então, alguns condicionantes fundamentais para a decisão de ampliar os gastos por parte das empresas. O crédito barato estimula a tomada de empréstimos, enquanto que um cenário macroeconômico conturbado inibe o recurso ao crédito.

## **2. Fatores condicionantes da tomada de crédito**

### **2.1. As taxas de juros**

As taxas de juros influenciam diretamente a tomada de crédito dos agentes econômicos por serem o preço básico deste crédito. Além disso, encarando este mesmo agente enquanto um detentor de recursos, as taxas de juros são um parâmetro considerado em uma decisão entre um investimento produtivo e a aplicação desses recursos disponíveis no mercado financeiro.

A taxa de juros de referência para o conjunto da economia foi a praticada no mercado aberto em operações com títulos públicos. Ela representou um patamar mínimo para a fixação de outras taxas para os contratos financeiros, como ilustram os dados das tabelas abaixo.

Ao longo da década de oitenta, as autoridades monetárias foram determinando os movimentos do mercado aberto, procurando conciliar objetivos de política monetária com o saneamento das contas públicas e ainda intervir, através desta atuação, no mercado creditício.

O resultado foi a prática de taxas de juros bastante variáveis durante o período e cujo valor nem sempre excedeu o do crescimento dos preços. Isto

se deveu a uma série de alterações introduzidas na sistemática de correção monetária -os índices de correção mudaram bastante e algumas vezes sofreram expurgos -, aos fracassos dos inúmeros planos de estabilização tentados e ao conseqüente descontrole da inflação.

Já em 1980, com a política de manutenção do crescimento, as taxas de juros foram mantidas fixas bem como as correções cambial e monetária, a diferença entre a correção monetária e o IGP-DI atingiu mais de 28%<sup>81</sup>. No ano seguinte, foram elevados os juros dos títulos públicos e a indexação passou a ser feita pela correção integral do mês anterior. Mesmo assim, em muitos meses as taxas do overnight perderam para a inflação.

Em 1982, expectativas de maxidesvalorização do valor da moeda por parte do mercado levaram a uma maior procura por ORTNs com correção cambial. Em fevereiro de 1983, o cruzeiro foi efetivamente desvalorizado em 30%, o que levou as autoridades monetárias a tentarem resgatar do mercado aqueles títulos, no ano seguinte. Ainda em 1983, choques de oferta levam a uma aceleração inflacionária. O índice determinado para a correção monetária foi o IGP-DI reajustado trimestralmente e expurgado dos choques de preços. Naquele ano, a diferença entre a correção monetária e a inflação ficaria em 17.55%<sup>82</sup>, a favor da inflação.

Com o reaquecimento da economia decorrente de um melhor desempenho da balança comercial em 1984, o governo lançou-se numa política de enxugamento das divisas incorporadas à economia através das vendas do setor exportador e as taxas de juros efetivamente aumentaram em termos reais.

Esta política continuou em 1985, já com a nova equipe econômica do governo Sarney. Durante o ano, três alterações foram feitas no modo de cálculo da correção monetária.

A correção monetária foi abolida da economia em março de 1986 pelo Plano Cruzado. Determinou-se ser o IPC, calculado pelo IBGE, o índice oficial de inflação e dele se expurgou os aumentos de preços dos quinze dias que antecederam o plano. O cálculo oficial da inflação foi mudado diversas vezes naquele ano.

---

<sup>81</sup> ANDIMA op. cit. p.42

<sup>82</sup> Ibid. p.49

A partir do fracasso do Plano Cruzado, continuaram as mudanças no mercado aberto, com o lançamento de novos títulos e sempre com alterações nas formas de medir a correção monetária. É importante notar que, com as crescentes especulações em torno da iminência de uma hiperinflação no país, as taxas de juros reais elevam-se desde o segundo semestre de 1988 e, embora permaneçam extremamente variáveis, mantêm-se em nível bastante elevado se consideradas as taxas acumuladas nestes dois últimos anos da década (ver tabela V.10).

A evolução das taxas praticadas no overnight com relação à inflação ilustra as idas e vindas da política governamental e as dificuldades de conciliação de objetivos não-complementares a que esteve submetido o poder público na década passada.

Parece adequado observar o movimento das taxas de juros relativamente ao IGP-DI, por ser este um índice de variação de preços que esteve menos sujeito às mudanças que se fez nos índices de inflação. Ademais, este índice está disponível para todo o período considerado e não sofreu alterações em sua metodologia<sup>83</sup>.

A observação das taxas reais de juros indica que, embora em vários meses as taxas tenham sido inferiores à inflação, a variação acumulada nos anos, sobretudo a partir de 1984, supera o crescimento dos preços (tabela V.10).

---

<sup>83</sup> Com a finalidade de criar um indicador de preços que servisse especificamente ao mercado financeiro, foi firmado um convênio entre a Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF) e a FGV para a elaboração do IGP-M em 1989.

**Tabela V.8 - TAXAS DE JUROS REAIS - OVERNIGHT**  
( em % )

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
JAN	(3.08)	(1.19)	(0.25)	(1.88)	0.43	1.16	(0.95)	(0.93)	(1.98)	(9.95)
FEV	(1.68)	(3.40)	(1.45)	0.22	(0.11)	1.63	(6.41)	4.82	0.60	6.39
MAR	(2.82)	(2.15)	(0.62)	(0.59)	1.19	0.34	2.06	(2.65)	(1.33)	15.54
ABR	(3.57)	(0.90)	0.51	1.67	1.08	5.65	1.84	(3.98)	(0.07)	6.04
MAI	(4.08)	(0.47)	0.01	4.03	0.84	4.20	0.90	(2.31)	(0.72)	(1.18)
JUN	(3.22)	0.28	(1.71)	(0.74)	0.84	2.68	0.89	(6.24)	(0.55)	0.41
JUL	(4.83)	0.49	0.52	(2.35)	1.58	1.02	1.30	(0.39)	2.59	(3.43)
AGO	(3.62)	(0.79)	1.68	0.02	0.17	(4.01)	1.23	3.44	(0.22)	(0.73)
SET	(1.77)	0.52	2.99	(3.23)	1.25	1.22	1.82	(0.03)	0.39	(0.24)
OUT	(3.42)	1.63	2.41	(3.17)	0.28	1.49	0.57	(1.53)	1.73	5.73
NOV	(3.26)	0.13	3.00	0.88	0.90	(3.91)	(0.08)	(1.35)	0.34	2.87
DEZ	(0.25)	2.94	2.47	1.72	0.94	0.67	(1.95)	(1.30)	1.05	9.92
<b>MÉDIA</b>	<b>(2.97)</b>	<b>(0.26)</b>	<b>0.78</b>	<b>(0.31)</b>	<b>0.78</b>	<b>0.98</b>	<b>0.08</b>	<b>(1.08)</b>	<b>0.15</b>	<b>2.42</b>

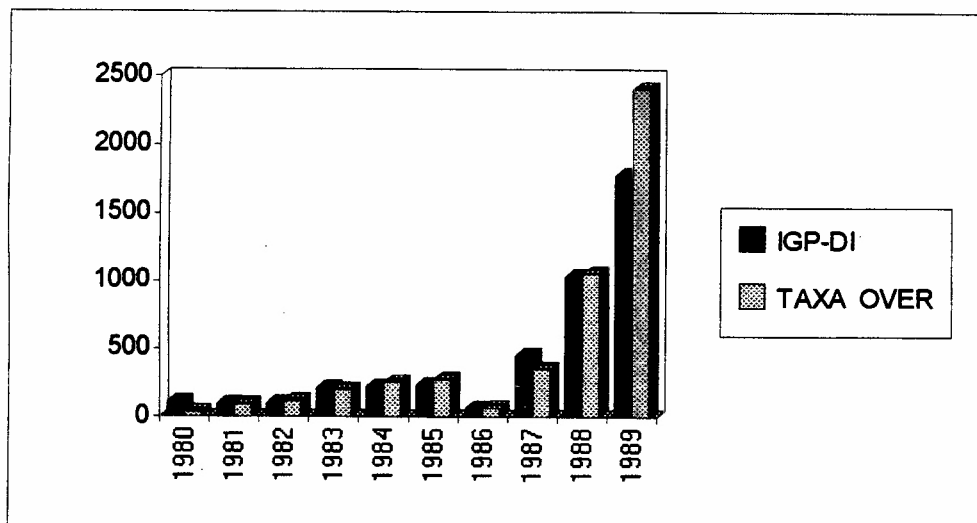
Deflator: IGP-DI  
FONTE: Banco Central

**Tabela V.9 - INFLAÇÃO E TAXAS DE JUROS**  
(taxas anuais acumuladas)

	INPC	IPCA	IGP-DI	TAXA EFETIVA OVERNIGHT
1980	99.7	99.2	110.2	38.52
1981	93.5	95.6	95.1	91.99
1982	100.3	104.8	99.7	119.35
1983	178.0	164.0	211.0	199.73
1984	209.1	215.3	223.8	255.51
1985	239.0	242.2	235.1	276.53
1986	58.6	75.5	65.0	66.54
1987	396.0	374.0	451.8	353.00
1988	994.3	981.1	1037.6	1057.69
1989	2337.6	2426.1	1782.9	2407.28

FONTE: Conjuntura Econômica, Banco Central e Brasil: Programa Econômico

**Gráfico V.2 - INFLAÇÃO E TAXAS DE JUROS**



FONTE: Conjuntura Econômica e Banco Central

**Tabela V.10 - TAXAS DE JUROS REAIS DE ATIVOS FINANCEIROS  
( em % )**

TAXAS MÉDIAS MENSAIS				
	OVER	CDB	Letras de Câmbio	Caderneta de Poupança
1981	-0.26	0.61	-0.16	0.85
1982	0.78	0.93	0.47	0.76
1983	-0.31	-0.72	-1.66	-0.90
1984	0.78	1.15	0.20	0.50
1985	0.98	0.78	0.25	0.31
1986	0.08	0.63	0.10	0.36
1987	-1.08	1.31	0.41	0.14
1988	0.15	-0.54	-0.09	-0.30
1989	2.42	2.10	-0.74	0.07

TAXAS ACUMULADAS NO ANO				
1981	-3.02	7.56	-1.86	10.64
1982	9.83	11.81	5.83	-9.53
1983	-3.62	-8.35	-18.23	-10.30
1984	9.79	14.70	2.40	6.13
1985	12.36	9.77	3.02	3.76
1986	0.91	7.80	1.22	4.41
1987	-12.18	16.86	4.99	1.66
1988	1.77	-6.34	-1.12	-3.49
1989	33.16	28.31	-8.53	0.81

Deflator: IGP-DI

FONTE: Suma Econômica, Banco Central e Conjuntura Econômica

A análise das taxas de juros reais para aplicações financeiras em vários anos da década passada, mostra que elas propiciaram aos aplicadores uma oportunidade de rendimento considerável e que poderia ser superior à rentabilidade esperada de alguns setores da economia em uma conjuntura de crise e incertezas quanto ao futuro<sup>84</sup>. Embora a inflação tenha superado em muitos meses a rentabilidade destes ativos financeiros, eles

<sup>84</sup> A rentabilidade sobre o patrimônio das 500 maiores empresas mostra este fato para alguns anos. Se se considerar o custo dos empréstimos, ter-se-á uma indicação do peso dos encargos financeiros para as empresas.

RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO (lucro líquido após o imposto de renda sobre o patrimônio- em%)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
14.9	9.5	10.4	4.9	8.7	11.1	14.4	8.5	6.0	9.7

Fonte: Exame 500 Maiores e Melhores

apresentavam poucos riscos e garantiam a reposição de pelo menos parte da perda do valor da moeda<sup>85</sup>.

As taxas vistas enquanto um custo para uma empresa que desejasse pedir recursos emprestados junto ao sistema financeiro são ainda mais eloqüentes. A tabela V.11 mostra a evolução do custo do crédito de curto prazo durante a década. O capital foi caro em todo o período considerado, excetuando-se os momentos de planos de estabilização com desindexação, como o Cruzado.

Os custos financeiros eram por demais elevados para que as empresas arcassem com o risco do investimento em uma conjuntura macroeconômica extremamente desfavorável. A tomada de empréstimos, neste contexto poderia representar uma desalavancagem financeira para as empresas. Apenas para projetos de investimento com uma rentabilidade esperada superior ao custo do capital poder-se-ia aventar a hipótese de recorrer ao crédito.

---

<sup>85</sup> Desde o final dos anos oitenta, os grandes bancos privados desenvolveram sistemas para determinar a taxa de juros de suas operações de captação e aplicação que têm como referência mínima a taxa SELIC do overnight, de forma a manter seu valor em termos reais. GRAÇA (1994)

Tabela V.11 - CUSTO EFETIVO REAL DOS EMPRÉSTIMOS<sup>ab</sup>

TAXAS MÉDIAS MENSAIS		
	Capital de Giro	Desconto de Duplicatas
1980	-0.95	-0.05
1981	1.80	2.41
1982	2.22	4.07
1983	1.36	1.65
1984	2.71	6.04
1985	1.69	10.16
1986	-0.31	2.30
1987	1.15	6.03
1988	0.49	1.50
1989	2.43	5.76

TAXAS ACUMULADAS NO ANO		
1980	-10.87	-0.65
1981	23.86	33.11
1982	30.09	61.43
1983	17.53	21.73
1984	37.91	102.06
1985	22.31	219.29
1986	-3.70	31.41
1987	14.65	101.86
1988	5.98	19.56
1989	33.45	95.87

Deflator: IGP-DI

(a) O custo efetivo inclui juro nominal, impostos, taxas, comissões e reciprocidades.

(b) Os prazos referentes às taxas consideradas são:

- capital de giro: 180 dias de 1980 a 1985, 90 dias em 1986 e 60 dias até 1989;

- desconto de duplicatas: 90 dias de 1980 a 1985, 60 dias em 1986 e 30 dias até 1989.

FONTE: Cenários, vários números

As taxas de juros enquanto um fator determinante da decisão de investimentos foram francamente desfavoráveis para as empresas que desejassem investir tomando empréstimos junto ao sistema financeiro. Ademais, as expectativas de retorno destes investimentos não poderiam ser muito otimistas no bojo da crise que atravessava o país na década passada.

## 2.2. A instabilidade macroeconômica

É difícil separar a instabilidade originada pelas idas e vindas da política econômica das oscilações das taxas de juros e sobretudo da aceleração inflacionária. Todos são elementos de um processo mais global que pode ser chamado de instabilidade macroeconômica. Seu efeito mais imediato se dá sobre as expectativas dos agentes econômicos quanto ao comportamento futuro da economia.

Do que foi exposto acima, concluiu-se que a instabilidade macroeconômica foi o elemento preponderante na determinação da concessão de créditos no período estudado. Sua influência se fez tanto sobre as taxas de juros, quanto sobre a demanda esperada para as atividades produtivas. Não seria racional, para muitos setores da economia, endividar-se junto ao sistema financeiro em uma conjuntura como a do anos oitenta.

A política econômica com objetivos de estabilização, contraditoriamente, contribuiu para o aumento da instabilidade. Dentre os fatores de instabilidade a que esteve sujeita a economia, a inflação parece ter sido o mais nefasto sobre o desempenho das atividades de intermediação financeira. Pelo lado das taxas de juros, ela imprimiu um comportamento extremamente variável das taxas reais praticadas, como foi visto acima. Ao mesmo tempo, dadas as dispersões de preços relativos frequentes em situações de alta inflação, as aplicações financeiras permitiram em vários momentos do período uma rentabilidade superior à rentabilidade produtiva.

Somam-se ao quadro acima as dificuldades que enfrentam as empresas para efetuar planejamentos de longo prazo em uma situação econômica instável. Diante disto, más decisões de empréstimos poderiam comprometer a saúde financeira destas empresas.

## REFLEXÕES FINAIS

O estudo dos créditos do sistema financeiro nacional ao longo da década de oitenta mostrou que eles decresceram acentuadamente no período, para todos os tipos de instituições financeiras e para os diversos setores econômicos. Esta evolução é coerente com o desempenho do nível de atividades e revela um distanciamento das instituições financeiras de suas funções tradicionais de concessão de recursos.

Com efeito, evidências empíricas mostraram que os bancos, no decorrer da década, foram ampliando suas operações com títulos da dívida do setor público e passaram a buscar oferecer mais serviços que lhes permitissem recolher os ganhos de mediar grandes somas em um contexto inflacionário.

A origem destes fenômenos é, indubitavelmente, a própria aceleração inflacionária e a desordem macroeconômica reinante no período e agravada pelas inconstâncias das políticas de estabilização adotadas.

Diante deste quadro, é bastante compreensível que as empresas tenham diminuído sua demanda por crédito e buscado reduzir seus índices de endividamento e sua dependência em relação ao sistema financeiro. De demandantes de crédito, as empresas passaram a ofertantes de recursos para aplicações financeiras.

Assim, o crédito, enquanto complemento monetário do processo de inovação que é a origem do desenvolvimento econômico na visão de Schumpeter, não esteve presente na economia brasileira na década passada. Ao invés de introduzir novas combinações produtivas, as empresas estiveram ocupadas prioritariamente com o saneamento de sua situação financeira e com sua sobrevivência durante a crise.

Retomando a caracterização das crises descrita por Hilferding, vê-se que uma delas verifica-se particularmente no caso brasileiro. A idéia é de que os obstáculos à valorização do capital na esfera produtiva levarão a uma diminuição da produção. O capital dirige-se então a outras atividades mais rentáveis, alimentando o circuito da especulação financeira. Este fenômeno, ao mesmo tempo em que tem origem na crise, é também um fator agravante da mesma.

Outro elemento das crises seria a impossibilidade de realização do produto econômico no mercado, o que ocorreu no Brasil em vários momentos nos anos oitenta. Devido a restrições sobre o funcionamento do mercado, uma política contracionista ou uma queda de demanda motivada por uma diminuição da renda, produz-se um distúrbio no ciclo de circulação de mercadorias, fazendo com que o dinheiro não volte ao circuito, sendo entesourado e provocando assim um rompimento no processo de produção-circulação. Pode-se considerar a especulação financeira como desempenhando um papel similar ao do entesouramento, na medida em que o capital não volta à esfera produtiva. O capital-dinheiro é imobilizado, no sentido em que ele não se encontra mais disponível para a produção. O capital aplicado no sistema financeiro teóricamente estaria disponível para ser emprestado para o setor produtivo. Mas, em condições de instabilidade macroeconômica, as empresas não quiseram recorrer a estes recursos, como indicaram as evidências empíricas.

O Estado captou os recursos ociosos do sistema econômico através do crescimento de sua dívida mobiliária, tornando-se assim o maior devedor do país e perdendo sua capacidade de condução da política de crescimento.

A economia brasileira perdeu alguns anos em sua evolução. O setor financeiro sancionou o processo de endividamento público- crise-inflação, buscando ampliar sua rentabilidade em condições extremamente adversas para o conjunto da economia.

As relações do setor financeiro com os setores produtivo e público podem ser melhor entendidas com o auxílio das formulações desenvolvidas por Zysman.

O sistema financeiro nacional seria do tipo baseado no mercado de crédito e empréstimos, com preços administrados pelo setor público mas com instituições financeiras concentradas. Seria então uma composição de dois sistemas da tipologia de Zysman. O poder de administração de preços por parte do Estado deriva de sua atuação na fixação das taxas de juros através do mercado aberto. Ademais, o governo interfere na política creditícia criando linhas especiais de crédito para setores específicos e impondo às instituições o cumprimento de exigibilidades mínimas. O setor bancário tem estrutura bastante diversificada e instituições especializadas. No entanto, a concentração que se operou no setor desde a década de setenta levou à formação e ao fortalecimento de conglomerados financeiros que respondem

por uma parte substantiva do mercado. Estes conglomerados têm razoável poder político para participar de decisões do Estado e intervir na condução da política de crescimento.

Com a economia nacional desequilibrada e instável, o Estado precisou atuar dando a tônica da evolução dos mercados financeiros. Uma vez a economia estabilizada, que tipo de sistema financeiro seria desejável para apoiar uma retomada do crescimento econômico e do desenvolvimento?

Considera-se, antes de tudo, que o sistema financeiro brasileiro tem efetivamente a possibilidade de contribuir para o desenvolvimento econômico, por ser dinâmico, moderno (automatizado), sólido, diversificado e ter logrado manter uma elevada rentabilidade durante toda a crise.

Se a inflação for mantida em patamares baixos, o sistema precisará reorganizar-se diante da nova realidade pois pode não haver espaço no mercado para muitas instituições e sobretudo para muitas agências bancárias, diante do fim dos ganhos na mediação de somas importantes com inflação. Ademais, a parte do mercado ocupada por grandes instituições privadas como Bradesco, Itaú, Unibanco e Nacional, entre outros, pode comprometer a rentabilidade de instituições de porte menor.

O mercado de capitais, já bastante desenvolvido no país, pode ter seu espaço ampliado em uma economia estabilizada que retome a rota do crescimento. As empresas poderão preferir um acesso mais direto a recursos para seus investimentos, diminuindo a dependência em relação às instituições financeiras. Estas, evidentemente, poderão conservar sua importância, ampliando a participação nos mercados de capitais com suas distribuidoras e corretoras de valores mobiliários.

O movimento de volta do sistema financeiro a suas funções tradicionais de financiamento das atividades produtivas está condicionado ao equacionamento da crise fiscal e financeira do Estado. O Banco Central, livre de suas atribuições de agente da dívida pública, poderá conduzir uma política monetária mais estável e independente do fechamento das contas públicas.

Para que a economia retome o caminho de um desenvolvimento sustentado, será preciso recuperar a faculdade de planejamento a longo prazo para o setor privado e o Estado. Os investimentos devem crescer, notadamente

investimentos em infra-estrutura, pesquisa e desenvolvimento e projetos que visem diminuir as desigualdades sociais. O Estado deve resgatar sua capacidade de poupança e investimento e traçar o perfil de uma política financeira que permita às empresas usar o crédito oferecido pelo sistema financeiro como uma alavanca para a expansão de suas atividades.

É possível que as profundas mudanças pelas quais passou a economia na década de oitenta e também no início dos anos noventa levem a uma estruturação diferente do sistema financeiro que servirá de apoio a uma nova fase de crescimento. O tamanho e a força das instituições hoje presentes no mercado permite supor que haverá um processo de aprofundamento da concentração no setor. Além disso, outras formas de financiamento, como o mercado de capitais, operações de arrendamento mercantil, financiamento direto entre empresas não-financeiras podem ter sua importância relativa ampliada.

A estabilização deve também trazer de volta uma maior participação de capitais estrangeiros no financiamento de atividades produtivas e não apenas capitais com finalidades especulativas.

Pode-se portanto esperar da intermediação financeira uma atuação ativa em um processo expansivo que venha conhecer a economia brasileira em um futuro relativamente próximo. Isto dependerá, no entanto, da saúde financeira do Estado, de sua condução das políticas monetária e creditícia e da confiança que terá o setor privado para planejar a longo prazo sua estratégia de crescimento.

**BIBLIOGRAFIA:**

ANDIMA. Séries Históricas-Dívida Pública, Rio de Janeiro e São Paulo, 1994.

BAER, Mônica. A internacionalização financeira no Brasil, Petrópolis, Vozes, 1986.

BELLUZZO, Luiz G. de M. "Financiamento externo e déficit público" in "Déficit público" Textos para discussão nº 15, São Paulo, IESP-FUNDAP, setembro 1988.

BIRD. Brasil. Análise dos sistemas financeiros, Rio de Janeiro, IBMEC, 1985, Resumo e conclusões.

BONELLI, Regis e LANDAU, Elena. "Do ajuste à abertura: a economia brasileira em transição para os anos 90.", Rio de Janeiro, PUC-RJ Departamento de Economia, nov 1990

BONELLI, Regis e PINHEIRO, Armando C. "O Papel da poupança compulsória no financiamento do desenvolvimento: desafios para o BNDES" in Revista do BNDES, Rio de Janeiro, Vol. 1 nº 1, junho 1994

BRAGA, José Carlos de S. "Questões sobre a crise do capitalismo tardio", Textos para discussão nº-14, São Paulo, IESP-FUNDAP, 1988

---

"A financeirização da riqueza. A macro estrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais", Textos para discussão nº. 3 ano 6, São Paulo, IESP-FUNDAP, 1991

BRESSER PEREIRA, Luiz C. e DALL'ACQUA, Fernando. "A composição financeira do déficit público" in LOZARDO, E.(org.) Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987

BRESSER PEREIRA, Luiz C. "Da crise fiscal à redução da dívida" in BRESSER PEREIRA, Luiz C Dívida externa: crise e soluções, São Paulo, Brasiliense, 1989.

- \_\_\_\_\_. "Investment decision and the interest rate in normal and exceptional times", Texto para discussão nº. 5, São Paulo, EAESP-FGV, fev 1990
- \_\_\_\_\_. A crise do Estado. Ensaio sobre a economia brasileira., São Paulo, Nobel, 1992
- BULHÕES, Myriam S. de "Duas décadas de crescimento e modernização" in Conjuntura Econômica, junho de 1993, Rio de Janeiro, IBRE-FGV
- CAMERON, Rondo. Banking and economic . Some lessons of History, New York, Oxford University Press, 1972
- \_\_\_\_\_. Banking in the early stages of industrialization, New York, Oxford University Press, 1967
- CARDOSO, Eliana. "O investimento privado na América Latina" in Revista de Economia Política, Vol.12 nº 4(48), São Paulo, Brasiliense, out-dez 1992
- CARDOSO DE MELLO, João Manuel. O capitalismo tardio, São Paulo, Brasiliense, 1982.
- CARNEIRO, Dionísio D. "Crise e esperança: 1974-1980" in PAIVA ABREU, M.(org.) A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana. 1889-1989, Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- CARNEIRO, Dionísio D. e MODIANO, Eduardo. "Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984" in PAIVA ABREU, M.(org.) A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana. 1889-1989, Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- CARNEIRO, Dionísio D e WERNECK, Rogério L.F. "Brazil: medium term development issues", Rio de Janeiro, PUC-RJ, Departamento de Economia, jan 1990, mimeo.
- CARNEIRO, Dionísio D. , WERNECK, Rogério L.F. e GARCIA, Márcio G.P. "Strengthening the financial sector in the Brazilian economy" Texto para discussão nº. 307, PUC-RJ, agosto de 1993.

- CYSNE, Rubens P. "Quanto se ganha com a inflação", Folha de S.Paulo, 7/09/93, p.2.2
- CONJUNTURA ECONÔMICA, "Ranking FGV de Bancos - 1993", Rio de Janeiro, junho de 1993.
- CRUZ, Hélio N. da ."A questão do investimento", Texto de discussão 09/87, São Paulo, FIPE-USP, 1987, mimeo.
- CRUZ, Paulo Davidoff das C. Dívida externa e política econômica. A experiência brasileira dos anos setenta, São Paulo, Brasiliense, 1984.
- DAIN, Sulamis. "Impasse de uma reforma tributária em tempos de crise" in FORUM NACIONAL, Combate à inflação e reforma fiscal, Rio de Janeiro, José Olympio, 1992
- DAVID, M. Beatriz e BRANCO, Flávio C. "A aceleração inflacionária e as políticas de estabilização nos anos 80" in Perspectivas da economia brasileira 1989, Rio de Janeiro, IPEA, 1989.
- DORNBUSCH, Rudiger e REYNOSO, Alejandro. "Fatores financeiros do desenvolvimento econômico" in Revista Brasileira de Economia, Vol. 43 nº 4 out-dez 1989
- FERREIRA, Carlos Kawall L. "Política monetária ativa e consistência fiscal: a experiência de 1988/89" Textos para discussão nº 1 ano 5, São Paulo, IESP-FUNDAP, março 1990.
- FIANI, Ronaldo. "Desempenho dos bancos comerciais brasileiros: 1981-86" in Estudos Econômicos, Vol 19 nº. 1 São Paulo, FIPE-USP, jan-abr 1989
- FIPE-USP. Sistema financeiro nacional. Diagnósticos e sugestões para reforma, São Paulo, FIPE-USP, 1991
- FRANÇA, Paulo O. "Déficit público e política econômica" in LOZARDO, Ernesto (org.) Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987.

- GALVEAS, Ernane. "As precondições para a retomada do desenvolvimento" in FORUM NACIONAL, Combate à inflação e reforma fiscal, Rio de Janeiro, José Olympio, 1992
- GARCIA, Marcio e FERNANDES, Eduardo. "Regulação e supervisão dos bancos comerciais no Brasil" Texto para discussão nº 297, PUC-RJ, janeiro de 1993.
- GERSCHENKRON, Alexander. Economic backwardness in historical perspective, Cambridge Massachussets, The Belknap Press of Harvard University, 1962.
- \_\_\_\_\_. Continuity in History and other essays, Cambridge Massachussets, The Belknap Press of Harvard University, 1967
- GILLIS, Malcom e alli. Economie du développement, Bruxelas, DeBoeck-Wesmael, 1990
- GRAÇA, Eduardo N. Um modelo de sistema de controle do "spread" de produtos com taxas prefixadas, em um contexto inflacionário, São Paulo, FIECAFI-USP, 1994, mimeo
- GURLEY, John G. e SHAW, E.S. "Financial aspects of economic development" in The American Economic Review, Vol XLV sept 1955
- HILFERDING, Rudolf. O capital financeiro, São Paulo, Nova Cultural, 1985
- IESP- FUNDAP. Déficit e endividamento do setor público, Relatório de Pesquisa nº 5, São Paulo, outubro 1988.
- LAGO, Luiz A.C. do "A retomada do crescimento e as distorções do 'milagre': 1967-1973" in PAIVA ABREU, M.(org.) A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana. 1889-1989, Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- LEES, Francis A., BOTTIS, James M. e CYSNE, Rubens P. Banking and Financial Deepening in Brazil, Basingstoke, The MacMillan Press, 1990.

- LESSA, Carlos. Quinze anos de política econômica, São Paulo, Brasiliense, 1981.
- McKINNON, Ronald. "Financial liberalization in retrospect: interest rate politics in LDC's" in RANIS, G. e SCHULTZ T.P. (org.) The state of development economics. Progres and perspectives, London, Basil Blackwell Inc., 1988.
- MEIER, Gerald M., Leading issues in economic development, 5th ed., New York, Oxford University Press, 1989.
- MODIANO, Eduardo. "A ópera dos três cruzados: 1985-1989" in PAIVA ABREU, M.(org.) A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana. 1889-1989, Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- MONTORO Fo., André F. "O sistema financeiro no desenvolvimento econômico do Brasil", Trabalho para discussão nº 33, São Paulo, FIPE-USP, dez 1979, mimeo.
- MOURA DA SILVA, Adroaldo. "Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas", São Paulo, FEA-IPE-USP, 1979, mimeo
- NOGUEIRA DA COSTA, Fernando. "Ajuste-desajuste-reajuste: o sistema financeiro na crise dos anos 80" in Análise e Conjuntura, 1(3), Belo Horizonte, set-dez 1986
- PAIVA ABREU, Marcelo. "Inflação, estagnação e ruptura: 1961-1964" in PAIVA ABREU, M.(org.) A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana. 1889-1989, Rio de Janeiro, Campus, 1990.
- PASTORE, Afonso Celso. "Inflação e experiências de estabilização no Brasil", in FORUM NACIONAL, Combate à inflação e reforma fiscal, Rio de Janeiro, José Olympio, 1992
- REIS VELLOSO, João Paulo dos. "Análise e perspectivas das contas bancárias", in FORUM NACIONAL, Combate à inflação e reforma fiscal, Rio de Janeiro, José Olympio, 1992

ROCCA, Carlos Antonio. "O impasse do setor público no Brasil e a retomada do desenvolvimento econômico" in FORUM NACIONAL, Crise do Estado e retomada do desenvolvimento, Rio de Janeiro, José Olympio, 1992.

SCHUMPETER, Joseph A. Teoria do desenvolvimento econômico. Uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico., São Paulo, Abril Cultural, 1982.

\_\_\_\_\_. Business cycles, New York, Mac Graw Hill, 1939.

SIMONSEN, Mário H. "A conta corrente do governo: 1970-88" in FORUM NACIONAL, Crise do Estado e retomada do desenvolvimento, Rio de Janeiro, José Olympio, 1992.

STIGLITZ, Joseph E. "Governo, mercado financeiro e desenvolvimento econômico" in BARBOSA, Fernando de H.(org.) Estabilização e crescimento econômico na América Latina, Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos, 1991.

SUMA ECONÔMICA. "Estudo Setorial: Bancos", separata da edição de dezembro de 1990.

TAVARES, Maria da Conceição. "O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente" in BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, L. (orgs.) Desenvolvimento capitalista no Brasil: Ensaio sobre a crise, São Paulo, Brasiliense, 1983.

TAVARES, Martus A. R. e CARVALHEIRO, Nelson. O setor bancário brasileiro: alguns aspectos do crescimento e da concentração, São Paulo, FIPE-USP, 1985.

TEIXEIRA, Adalberto J. "Sistema financeiro nacional", Rio de Janeiro, Sindicato dos Bancos do Rio de Janeiro, julho de 1991, mimeo.

TEIXEIRA, Natermes G. Os bancos de desenvolvimento no Brasil, Campinas, dissertação de mestrado, 1978, mimeo.

O sistema bancário brasileiro e suas transformações frente à crise atual, Campinas, DEPE-UNICAMP, tese de doutoramento, 1985, mimeo.

TEIXEIRA, Natermes G. e VIVIAN, Rodrigo. "Tendências estruturais do sistema financeiro", Relatórios de Pesquisa nº 7, São Paulo, IESP-FUNDAP, nov 1988.

ZINI Jr., Alvaro A. Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da reforma de 1964/65 à crise dos anos 80, Campinas, DEPE-UNICAMP, dissertação de mestrado.

ZYSMAN, John. Governments, markets and growth. Financial systems and the politics of industrial change, Ithaca, Cornell University Press, 1983.