

JULIO SERGIO GOMES DE ALMEIDA

AS FINANCEIRAS NA REFORMA DO MERCADO DE CAPITAIS:
O DESCAMINHO DO PROJETO LIBERAL

Dissertação de Mestrado apresentada
ao Instituto de Filosofia e Ciências
Humanas da Universidade Estadual de
Campinas, sob a orientação do Prof.
Dr. Carlos Lessa.

março de 1980

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

A Meus País

Para Wilma

AGRADECIMENTOS

Não creio que tivesse sido possível concluir este trabalho sem a colaboração e o estímulo de vários colegas.

Beneficiei-me das discussões semanais em torno a temas de interesse comum, mantidas por diversos meses com Carlos Lessa, George Kornis e José Carlos Miranda. Elas me permitiram alinhar as principais questões que posteriormente desenvolvi no trabalho. Devo ainda aos amigos a leitura crítica e paciente de relatórios parciais de pesquisa, o que muito me auxiliou na elaboração de versões posteriores.

Antonio Jaime Jobin, pacientemente, leu toda uma versão original, apontando diversas imprecisões e erros, os quais na medida de minhas possibilidades procurei sanar.

Devo deixar registrado meu agradecimento a Américo Cury e a Maria da Conceição Tavares, respectivamente, Diretor da Faculdade de Economia e Administração da UFRJ e Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Economia Industrial e da Tecnologia da FEA/UFRJ. Nessas instituições, e em particular nas pessoas de Américo Cury e Maria da Conceição Tavares, encontrei o estímulo ao debate e ao trabalho acadêmico, o que sem dúvida auxiliou decisivamente no desenvolvimento deste trabalho.

Olga Lima empenhou um tempo precioso e sua aguda inteligência em tornar mais legível um texto, que por motivos do próprio tema escolhido, mas sobretudo pelo estilo e vícios de construção do autor, não pode de forma alguma ser considerado "de leitura fácil". Somente quem leu versões anteriores pode avaliar a contribuição que a amiga Olga prestou a mim e aos leitores.

Agradeço a Nalva pela datilografia de versões preliminares.

A Lully, responsável pelo trabalho final de datilografia, o meu muito obrigado, não apenas pela qualidade do trabalho — excelente —, mas também pelo interesse e dedicação com que a amiga levou a cabo sua tarefa.

Finalmente, desejo expressar o quanto sou grato a Carlos Lessa, amigo e mestre, que se propôs a orientar essa dissertação. De seu vasto conhecimento da economia brasileira, de sua inte-

ligência e astúcia como pensador e pesquisador, bem como de seu otimismo, sempre pude desfrutar em quase três anos de trabalho conjunto. Dele procurei ainda tomar o exemplo de interpretação rigorosa e crítica de um tema tão árduo e repleto de "armadilhas", como é o do movimento da política econômica.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
A Doutrina Político-Econômica Pós-1964	1
A Lei de Reforma do Mercado de Capitais	9
CAPÍTULO 1 - FINANCEIRAS : UM BREVE HISTÓRICO	24
Financiamento "Versus" "Investimento"	25
Os Artifícios Destinados a Contornar a Lei da Usura: os Fundos de Participação e o Aceite Cambial	33
Características da Expansão das Financeiras no Quin- quênio 1960-64	39
CAPÍTULO 2 - OS DIAGNÓSTICOS OFICIAIS E AS PROPOSTAS DE REFORMULAÇÃO	45
O Diferencial Entre Taxas	48
O Deságio e o Combate à Inflação	56
CAPÍTULO 3 - O MERCADO PARALELO	63
O Auge e a Crise do Mercado Paralelo	63
Repercussões da Crise Sobre a Letra de Câmbio e a ORTN	73
CAPÍTULO 4 - A BATALHA CONTRA O DESÁGIO	82
A Batalha Contra o Deságio : o 1º "Round"	82
A Resolução nº 21 e a "Operação 310"	86
Demais Medidas Para Combater o Deságio Até a Derrota Final	106
CAPÍTULO 5 - A REDUÇÃO DO DIFERENCIAL ENTRE TAXAS	115
Um Objetivo Subordinado	115
A Mudança na Orientação da Política Econômica e a Redução do Diferencial	117
A Arbitragem da Política Econômica	123

Apêndice ao Capítulo 5	132
1 - Custos e Taxas de Juros nos Empréstimos Mediante Aceite Cambial	132
2 - Mudanças na Estrutura do Setor	141
CAPÍTULO 6 - O CRÉDITO DIRETO AO CONSUMIDOR	148
Por que o C.D.C.?	148
A Adaptação das Financeiras ao C.D.C.	156
Os Bancos de Investimento no Crédito Para Capital de Giro	163
Os Números do Sucesso	169
A Alienação Fiduciária e a Concentração do C.D.C. nos Bens Duráveis Pesados	173
CONCLUSÕES	181
BIBLIOGRAFIA	185

INTRODUÇÃO

A DOCTRINA POLÍTICO-ECONÔMICA PÓS-1964

O governo Castelo Branco foi marcado por intensa atividade com vistas a promover um amplo redesenho do quadro institucional, regulador do processo político-econômico brasileiro.¹ Não cabe nos limites deste trabalho avançar no exame das diversas reformas que consubstanciaram tal tentativa, contudo uma referência sucinta a esse respeito se faz necessária para melhor posicionarmos o objeto aqui proposto para reflexão.

De início devemos ter presente o diagnóstico oficial acerca dos principais problemas econômicos vividos pelo país. A inflação foi eleita como o grande mal.

Analisando a formulação estruturalista, segundo a qual a inflação acompanharia inexoravelmente o processo de desenvolvimento econômico do país e, em certos aspectos, lhe poderia ser até mesmo funcional, o diagnóstico do governo admitiu como um fato inquestionável do passado recente "a coincidência cronológica de uma taxa moderadamente boa de formação de capital e uma alta taxa inflacionária."² Contudo, fez constar uma advertência:

A coexistência é um fato; entretanto não é um fato significativo. Os fatos realmente significativos são os "efeitos colaterais" de inflação sobre o desenvolvimento econômico, que neste caso foram negativos...³

¹ Para uma visão do conjunto das reformas propostas no período (reunindo as exposições de motivos, os textos de Leis e Decretos-Leis), consultar MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. *O Programa de Ação e as Reformas de Base*. Rio de Janeiro, EPEA, 1965, 2 v.

² ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA). *Situação Monetária, Crédito e do Mercado de Capitais: Diagnóstico Preliminar Para o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social*. Rio de Janeiro, EPEA, 1966, p.98.

³ *Id.*, *ibidem*, p. 124. O PAEG agrega outros fatores atuantes negativamente sobre o crescimento econômico: "Os fatores mais importantes (...) assumem caráter nitidamente econômico e político social, seja com referência à aceleração do ritmo inflacionário e ao agravamento da situação financeira externa, seja com referência à intranquilidade política e social, com a conseqüente frustração de expectativas e perda de eficiência do sistema produtivo." MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. *Programa de Ação Econômica do Governo*. Rio de Janeiro, EPEA, 1964, p. 20.

Que "efeitos colaterais" teriam sido estes?

A inflação, asseguravam as fontes oficiais, subvertia a ordem e a hierarquia social; desorganizava o mercado de crédito e de capitais; distorcia o mercado cambial; mascarava os coeficientes de rentabilidade através dos lucros ilusórios; desestimulava os investimentos nos setores de base; penalizava os investidores do mercado imobiliário, ensejando um grave desequilíbrio habitacional; dissolvia a função orientadora do sistema de preços, premiando a especulação e a ineficiência, ao mesmo tempo em que incentivava a escalada do estatismo.¹

Em essência, e segundo ainda essas fontes, a inflação era fruto da permissividade da política econômica dos governos anteriores. Explicitamente, criticava-se a fragilidade das instituições político-econômicas vigentes no país, que possibilitavam e referendavam a política econômica permissiva. Implicitamente, criticava-se o sistema de alianças políticas que amparava tal permissividade e que, no fundo, era o fator responsável pelo fato de os governos anteriores nunca terem atacado frontalmente as causas profundas do processo inflacionário, mas sim suas consequências, atitude esta que, sem eliminar o mal, fomentava a ineficiência, debilitava as instituições vigentes e a função orientadora do sistema de preços, e, ainda, incentivava a escalada do estatismo. Tal processo debilitador teria alcançado um ponto de saturação nos anos imediatamente anteriores a 1964. No período de "inflação acelerada" (delimitado, segundo os textos oficiais, de 1961 a 1964)² as distorções provocadas pelo quadro político-econômico e, muito especialmente, pelos efeitos da inflação teriam adquirido um "caráter cumulativo"³, ameaçando a continuidade do crescimento econômico.

Assim, acusavam as fontes oficiais, neste período, assistia-se à virtual paralisação dos investimentos privados em diversos setores cruciais para a sustentação de elevadas taxas de crescimento do produto e do emprego (como na construção residencial), ou sua substituição pelo pouco eficiente investimento público (como nas indústrias de base). O mercado de crédito e de

¹ Cf. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1964, pp. 30-34.

² Cf. ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 116.

³ *Id.*, *ibidem*, p. 116.

capitais de tal forma acumularam distorções, que foram impedidos de exercer as funções que lhes deveriam ser específicas: em particular a formação de poupanças e as aplicações de longo prazo foram fortemente desestimuladas e, com isso, o investimento, especialmente o investimento privado, foi altamente prejudicado. O investimento estrangeiro, por sua vez, entrara em franca retração face não apenas às distorções provocadas pelo processo inflacionário, mas também devido a uma irrealista política cambial, a controles rigorosos das remessas de lucros e à instabilidade política reinante antes de 1964. Tudo isso jogava no sentido de deprimir a formação de capital e, conseqüentemente, de reduzir a taxa de crescimento econômico.

Assim se explicava como a inflação (que, como faziam questão de frisar as autoridades, era fruto de "variáveis econômicas monetárias") teria "afetado negativamente as variáveis econômicas reais"¹, produzindo o quadro em vigor "até março de 1964", como também costumavam frisar as autoridades, ou seja, o quadro em que se combinavam "inflação galopante" e forte desaceleração do crescimento da economia.

Dada essa interpretação, a linha geral de ação que parecia correta ao novo governo, deveria se pautar por empreender uma rigorosa política de estabilização que atacasse afinal as causas (e não apenas as conseqüências) da inflação, em aliança com uma política de promoção de nova tessitura institucional ao país. Como convém acentuar, tal linha geral de ação visava fundamentalmente implantar as condições julgadas indispensáveis para o funcionamento eficiente da economia capitalista e que até então estavam ausentes. O reinado das chamadas "forças de mercado" (em quem os principais formuladores da política econômica da época, pareciam, sinceramente, acreditar) era, em síntese, o que se pretendia assegurar. Uma passagem do PAEG resume bem o que acabamos de dizer:

A ação governamental, nos sistemas políticos democráticos, deve orientar-se no sentido do estabelecimento das condições que assegurem a maior eficiência possível ao funcionamento da economia de livre empresa, ou seja do sistema de preços. Em tal contexto, o planejamento econômico vai importar numa definição sistêmica e coerente, por parte do governo, das medidas tendentes

¹ Cf. ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 125.

à criação da ordem dentro da qual operará aquilo que se convencionou chamar de "forças de mercado"...¹

O próprio PAEG apressou-se em esclarecer que a linha a ser seguida no planejamento não implicaria em elevar o já alto grau de intervencionismo estatal na economia, o que levaria a política econômica a entrar em choque com seus próprios propósitos declarados de apoiar a "livre iniciativa" e os "mecanismos de mercado" :

Esses princípios não acarretam a anulação do papel regulador do sistema de preços. A ação governamental complementa, mas não substitui os mecanismos de mercado. Como tal, a idéia de planejamento não é incompatível com a da predominância da livre empresa no sistema econômico.²

Segundo a crença oficial, a estabilização dos preços por si só neutralizaria várias das distorções que se vinham acumulando em vários setores durante as décadas precedentes. Contudo, admitiam-se casos em que as distorções do passado foram de tal ordem, que acabaram por ganhar "vida própria" e, por causa disto, seria muito dificultada (ou ao menos excessivamente morosa) a promoção das condições julgadas ideais de funcionamento da economia, mediante a pura e simples eliminação do mal de origem. Nesses casos impunha-se uma tarefa adicional à política econômica, qual seja, a de romper o círculo vicioso e acelerar o ajuste na direção almejada. Por muitas vezes a implementação da política econômica nesses "casos especiais" levou o governo contra seus próprios objetivos declarados a um intervencionismo, tido como excessivo pelos seus próprios simpatizantes, mas ele se defendia das críticas, alegando a premência, bem como o caráter didático e transitório da intervenção.

Parecia, portanto, dupla a tarefa da nova política econômica: de um lado, combater as causas do processo inflacionário e dotar o país de uma nova ordem institucional, moderna e adequada

¹ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1964, p.13.

² *Id.*, *ibidem*, p. 13. Roberto Campos, principal mentor do projeto reformista, em artigos anteriores já defendia o planejamento nos termos colocados acima, contra posições ainda mais conservadoras que apregoavam a ausência total do planejamento. Campos procurava provar que o "planejamento democrático" antes visava conter do que incentivar o intervencionismo estatal. Ver, por exemplo, CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Moeda, o Governo e o Tempo*. Rio de Janeiro, Apec, 1964, p. 53 e seguintes.

ao "livre jogo das forças de mercado"; de outro, investir contra as distorções acumuladas em alguns setores-chaves, de modo a compatibilizá-los o mais rapidamente possível com a nova ordem proposta.

É sobejamente conhecido o diagnóstico oficial acerca das causas da inflação. Três fatores foram salientados :

... os déficits públicos, a expansão de crédito às empresas e as majorações institucionais de salários em proporção superior à do aumento da produtividade. Essas causas conduzem inevitavelmente à expansão dos meios de pagamento, gerando, destarte, o veículo monetário de propagação da inflação.¹

Ao combate a essas causas a política econômica se propôs acionar diversas medidas de natureza conjuntural e institucional.

Com o fim de reduzir o deficit público, as providências vieram de pronto : além de cortes de despesa, empreendeu-se em 1966 uma "Reforma Tributária" (precedida de uma reforma de emergência em 1965); elevou-se as tarifas dos serviços públicos e os preços das produções estatais; e criou-se ainda em 1964 um título de dívida pública de subscrição voluntária e compulsória, de prazo médio e com o valor nominal corrigido periodicamente com base na inflação — a ORTN. Com essas medidas buscou-se corrigir o desequilíbrio financeiro do governo a curto e longo prazo, bem como financiar os eventuais déficits de modo não-inflacionário.

Com relação aos salários, as providências tampouco tardaram. Já em 1964 uma nova sistemática de reajustes salariais foi sendo implantada, definindo-se como normas os seguintes pontos: os reajustamentos obedeceriam à periodicidade de um ano e não mais seriam concedidos com base nos "picos" anteriores. Na oportunidade, introduziu-se uma "fórmula", pela qual os salários seriam reajustados de modo que o salário real médio dos próximos 12 meses da data do reajuste igualasse à média do salário real dos últimos 24 meses, acrescido de um coeficiente indicativo do aumento de produtividade ocorrido no ano anterior e de um "resíduo inflacionário", estimado de acordo com a taxa de inflação prevista para o próximo ano. A partir de 1965 a "fórmula" foi

¹ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1964, p. 28.

estendida aos acordos e dissídios trabalhistas e em 1966, com a criação do FGTS e a derrogação do instituto da estabilidade, completou-se o ciclo reformista na área das relações trabalhistas.

Finalmente, na área do crédito, atacou-se também de imediato o foco inflacionário que se julgou aí existir. Aqui uma vez mais a ação do governo alternou medidas de cunho conjuntural e de reforma institucional. Como orientação geral, a política econômica visou tornar mais rigoroso o controle da expansão da moeda e do crédito bancário (particularmente no que diz respeito às operações do Banco do Brasil). Observe-se contudo que, em vista de pressões especulativas, tal orientação geral viu-se contrariada em diversas ocasiões, o que acabou por ensejar no período, bruscas flutuações indesejadas nos meios de pagamento e no crédito. Pelo lado institucional, o Executivo propôs um substitutivo a um projeto de lei bancária que há quase 20 anos tramitava pelo Congresso. Em fins de 1964 foi finalmente aprovada a Lei nº 4.595, conhecida como a Lei da Reforma Bancária.¹ Com a Lei, extinguiu-se a antiga SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito), criada em 1945 para servir como que de um embrião de Banco Central, e em substituição criou-se um órgão de cúpula, o Conselho Monetário Nacional, encarregado de fixar as diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial, além de um órgão com funções executivas da política traçada pelo CMN, o Banco Central. Alteraram-se ainda as atribuições do Banco do Brasil e estabeleceram-se diversas normas a que estariam sujeitas as demais instituições financeiras públicas e privadas, de modo a se compatibilizarem com a política geral do governo e, em particular, com a política monetária e creditícia fixada pelo CMN. Como meta central da Reforma Bancária, figurava a implantação de um sistema mais eficiente de controle dos meios de pagamento e menos de

¹ Roberto Campos apresenta sua particular categorização das reformas deste período. A Reforma Bancária, juntamente com a Reforma Agrária, ele classifica no grupo das "reformas de base paralisadas por inação legislativa". Vale a pena acompanharmos suas demais categorizações. Havia ainda, segundo ele, as reformas de "sentido antidemagógico ou anti-clientelaresco" (FGTS, Lei do Inquilinato, Reforma Administrativa, Código de Minas) e as reformas de "grande complexidade técnica, em que é inevitável a participação dominante dos órgãos técnicos do Executivo" (Lei do Mercado de Capitais e Reforma Fiscal). Cf. CAMPOS, Roberto de Oliveira. *Do Outro Lado da Cerca*. Rio de Janeiro, Apec, 1968, p. 130.

pendente do Executivo (à la Sistema Federal da Reserva dos EUA).¹ Com este propósito, a mecânica de emissões foi alterada. Com isto evitar-se-ia o descontrole e o viés estatizante embutidos, segundo se acreditava, no mecanismo antigo.²

Ultrapassa os limites deste trabalho a avaliação crítica e detalhada do êxito alcançado na implementação de cada uma destas linhas de ação. Mas não custa registrar que na avaliação dos próprios economistas ligados ao governo, as metas fixadas foram coroadas de êxito.³ O deficit público pôde ser substancialmente reduzido e o remanescente financiado em grande parte com a venda de ORTN; a nova política salarial foi aplicada com progressivo rigor, causando, inclusive, uma acentuada queda dos salários de base; e a política monetária, após um "cochilo" em 1965, no ano seguinte enquadrou-se aos propósitos governistas, sendo igualmente aplicada com rigor. Todos esses êxitos setoriais, contudo, não conduziram ao sucesso da meta maior, em cuja dependência se colocava a solução de tantos problemas da economia brasileira: a meta relativa à inflação.

O Plano de Ação do Governo propunha-se a reduzir a taxa de inflação para 25% em 1965 e para 10% em 1966. Entretanto, efetivamente, não apenas as previsões foram largamente superadas, como as taxas de inflação nesses anos apresentaram, ao contrário do que previra o PAEG, comportamento ascendente e não descendente: em 1965 alcançou a casa dos 34,5%, subindo para 38,8% no ano seguinte.

¹ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1964, p. 73.

² Tanto o descontrole, quanto o viés estatizante existente no mecanismo antigo, teriam como causa principal "o acúmulo de funções do Banco do Brasil", que "misturava funções de Banco Central e de Banco Comercial". (SIMONSEN, Mário Henrique. O Sistema Bancário Brasileiro. In: GUDIN, Eugênio. *Princípios de Economia Monetária*. Rio de Janeiro, Agir, 1976, v. 1, pp. 279-301, p. 280.) A posição "híbrida" do Banco do Brasil, não apenas sancionava o "relaxamento financeiro do governo" (*Id., ibidem*, p. 280), como também possibilitava que isto se fizesse mediante a absorção de poupanças privadas (daí seu caráter estatizante). (Cf. SIMONSEN, Mário Henrique. *O Mercado Brasileiro de Capitais*. Rio de Janeiro, EPEA, 1965, p. 44.) Quanto à mudança no mecanismo de emissão, esta consistiu basicamente em "proibir o Banco do Brasil de financiar os deficits do Tesouro". (ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 212.)

³ Consultar, por exemplo, os trabalhos de Simonsen e Campos. Ver dos autores, *Formas Criativas no Desenvolvimento Brasileiro*. Rio de Janeiro, Apac, 1975 e *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Liv. José Olympio, 1974.

Em outra linha de ação reformista, o governo visou à promoção de mudanças substanciais nos setores que, em sua avaliação, tiveram seus potenciais de expansão tolhidos pelas distorções provocadas pelo quadro vigente antes de 1964, mas que se revestiam de extrema relevância para os seus propósitos de política econômica. Dois ilustrativos exemplos de atrofias desta natureza constituíam o setor de construção residencial e o mercado de crédito e de capitais.

Segundo a avaliação oficial, no primeiro caso, as distorções inibidoras do desenvolvimento provinham "da combinação da inflação e da Lei do Inquilinato, a qual praticamente bloqueou o campo da construção residencial durante a maior parte do período inflacionário".¹ Na estratégia da nova política econômica, a construção residencial deveria preencher funções cruciais, em termos de geração de renda e de novos empregos urbanos, de disseminação da propriedade privada à classe média, além de contribuir para o equilíbrio das contas externas, dado tratar-se de um setor cuja dependência das importações era relativamente pequena. As providências julgadas necessárias para neutralizar as distorções do "período inflacionário" e reativar a construção residencial vieram de pronto: já em agosto de 1964 pela Lei nº 4.380 (a mesma que criou a ORTN) estruturava-se um segmento financeiro exclusivamente voltado à aquisição e construção de moradias (conhecido como Sistema Financeiro da Habitação — o SFH). Foram criados um banco estatal, o BNH (que acabou se transformando num banco de segunda linha), instituições financeiras privadas, como as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo, e instrumentos específicos de mobilização dos recursos para o sistema, como a letra imobiliária e a caderneta de poupança. Pouco depois era promulgada uma nova Lei do Inquilinato, seguida de uma Lei de Estímulos à Construção Civil, até que em setembro de 1966 completou-se o ciclo reformista na área com a criação do FGTS, constituído de 8% do total da folha de salários das empresas e destinado exclusivamente a dar suporte às operações do SFH. A correção monetária foi largamente utilizada nesta "Reforma Habitacional", como de

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 105.

resto o fora em outros segmentos: ela foi instituída nos empréstimos concedidos através do sistema, nos títulos e demais instrumentos de mobilização financeira, bem como nos aluguéis, como determinou a nova Lei do Inquilinato.

Passemos ao segundo dos exemplos mencionados acima, o mercado de crédito e de capitais. Sobre ele nos deteremos mais cuidadosamente.

A LEI DE REFORMA DO MERCADO DE CAPITALIS

Como devemos lembrar, para os formuladores da estratégia reformista, a necessidade de modernização das instituições era algo premente, inscrita, como estava, dentre as condições para que o capitalismo brasileiro ingressasse numa etapa madura, como seus congêneres desenvolvidos. Tal modernização imunizaria nosso capitalismo contra as doenças próprias de sua "infantilidade": práticas populistas e demagógicas, permissividade da política econômica, etc, o que por seu turno desembocava na inflação com seus efeitos distorcivos e na estatização crescente. Ora, no mercado de crédito e de capitais, talvez mais do que em qualquer outro lugar, eram evidentes os vestígios daquela "infantilidade", e por conseqüência daquelas "doenças", razão pela qual o princípio geral de modernização nele encaixava-se como uma luva. Segundo acusavam os textos oficiais, era precisamente no circuito monetário-creditício que os governos populistas e comprometidos com atos demagógicos encontravam a necessária fonte de financiamento para seus gastos excessivos (e inflacionários); por este *locus* se bloqueava, ainda segundo estes textos, a iniciativa privada; e nele, por fim a inflação deixara raízes tão profundas, que nem mesmo a instauração imediata de uma estabilidade duradoura (se isto fosse possível), bastaria para neutralizar as inúmeras e gravíssimas distorções acumuladas e que impediam o setor de se desenvolver, segundo suas potencialidades.

Uma ampla reforma aí aparecia, pois, como uma aplicação direta de um princípio geral, muito caro ao ideário dos novos donos do poder após 1964. Reforma que capturasse no seu interior todos aqueles fantasmas: práticas demagógicas e populistas, estatização, distorções provocadas pela inflação. Mas que, além

disso e em simultâneo, concedesse ao setor, o mais rapidamente possível, as condições indispensáveis para que ele passasse a exercer eficientemente a função maior que lhe cabia no sistema capitalista, a qual não vinha até então sendo cumprida: arrecadar as poupanças dispersas dos que economizam e transferi-las aos empreendedores para que estes investissem.

Como se anunciou repetidamente à época, "o objetivo geral das reformas do sistema financeiro seria assegurar taxas de juros mais altas para os que economizam e taxas mais baixas para o que tomam emprestado e para os investidores".¹

Qual a orientação a ser seguida na reforma com vistas a esse objetivo geral? Desde logo foi excluída a possibilidade de que fosse seguido o "padrão mexicano" ou uma variante dele, onde instituições financeiras públicas desfrutassem de papel crucial.² Essa linha era descartada igualmente por uma questão de princípio: a estatização do crédito que, segundo a avaliação oficial, avançara muito nos anos anteriores, deveria ser contida a todo custo. Além do mais, temia-se que uma reforma que seguisse esta linha pudesse agravar algo que o diagnóstico oficial detectara no setor financeiro estruturado até então: sua ação fomentava a estatização em outros setores.³ Podemos citar diversas passagens de textos oficiais onde esta "acusação" é feita. Atentemos para esta, encontrada em um estudo encomendado pelo governo ao economista Mário Henrique Simonsen:

Pode-se observar, de um modo geral, que o sistema financeiro tem

¹ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. *Política Monetária e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, MINIPLAN (Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Aspectos Macroeconômicos, t.2, v.2), 1967, p. 22.

² Segundo informa Conceição Tavares, nas discussões sobre a reestruturação do mercado de capitais, aventou-se a possibilidade de uma participação mais efetiva do BNDE. Contudo, nos meios oficiais, "essa solução não chegou a ser cogitada". (TAVARES, Maria da Conceição. *Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente*. In: - - - *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1973, pp. 209-263, p. 249.)

³ Essa conclusão calcava-se, fundamentalmente, na análise oficial a respeito da atuação do BNDE e da evolução da composição segundo os setores (privado e público) dos empréstimos bancários. Pelos dados publicados no estudo de Simonsen, os empréstimos bancários destinados ao setor público evoluíram da seguinte forma entre 1958 e 1963 (em % sobre o total): 1958: 33,5%, 1959: 36,9%, 1960: 30,3%, 1961: 53,0%, 1962: 35,3%, 1963: 45,2%. (Cf. SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 44.)

sido um importante instrumento de drenagem de poupanças privadas para o financiamento de inversões públicas.¹

Ou ainda para esta outra encontrada em um plano governamental:

O investimento privado não somente foi afastado de suas direções convencionais como também foi obrigatoriamente suplantado pela ação do sistema financeiro.²

Por outro lado, aos olhos dos formuladores da nova política econômica, parecia altamente contraproducente calcar o projeto reformista nas instituições financeiras privadas existentes até então, vale dizer, nos bancos comerciais. Vejamos porque.³

Como sustentavam aqueles formuladores, a inflação, conjugada à antiga lei que limitava a taxa de juros⁴, retirara qualquer possibilidade dos bancos intermediarem operações de crédito a prazos dilatados. Isso porque, as taxas de juros pagas nos depósitos a prazo tornavam-se, à medida em que avançava a inflação, altamente negativas em termos reais⁵, desestimulando esse tipo de aplicação. A reação dos bancos foi de certa forma "natural": sabedores do fato incontestado de que "as pessoas e as empresas não podem dispensar suas contas de movimento"⁶ incentivaram até o limite de suas possibilidades a captação de depósitos à vista⁷,

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 28.

² ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 125.

³ Nas observações que se seguem, acerca da evolução do setor bancário, nos ateremos exclusivamente aos textos oficiais, pois nosso objetivo é o de reconstituir o pensamento oficial a esse respeito. Para interpretações alternativas e/ou complementares à visão oficial, ver BIELSCHOWSKY, Ricardo Alberto. *Bancos e Acumulação de Capital na Industrialização Brasileira. Uma Análise Introdutória*. Brasília, Tese de Mestrado, UnB, 1975, mimeo.; CHRISTOFFERSEN, Leif E.. Taxas de Juros e a Estrutura de um Sistema de Bancos Comerciais em Condições Inflacionárias. *Revista Brasileira de Economia*, 26 (2): 5-34, abr./jun. 1969; COSTA, Fernando Nogueira. *Bancos em Minas Gerais (1889-1964)*. Campinas, Tese de Mestrado, 1978, mimeo.

⁴ A chamada Lei da Usura data de 27-11-1933 (Decreto nº 23.501) e limitou a taxa de juros a um máximo de 12% ao ano.

⁵ O rendimento real médio mensal dos depósitos a prazo (aplicações por seis meses) evoluiu da seguinte forma, segundo os dados oficiais:

1960 : 1,47%	1963 : 4,38%
1961 : 2,61%	1964 : 3,73%
1962 : 3,20%	1965 : 2,21%

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, p. 42.

⁶ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 66.

⁷ Em consequência, ressaltava Simonsen, os depósitos a prazo "que em 1950 representavam cerca da quarta parte do total dos depósitos bancários, estão hoje reduzidos a uma fração ínfima, não superior a 5%". (*Id.*, *ibidem*, p. 66.)

mas em contrapartida foram obrigados a reduzir sensivelmente os prazos de seus empréstimos. Nas palavras de Simonsen :

Alguns anos atrás, os Bancos Comerciais concentravam a maioria das suas operações de desconto de títulos de 90 a 120 dias; uma faixa pequena se estendia até 180 dias, e uma outra correspondia a títulos de um ou dois meses. Recentemente esses prazos se vêm encurtando bastante; as operações além de 90 dias tornam-se cada vez mais raras e as de 30 a 60 dias progressivamente mais frequentes.¹

As autoridades não viam razões para críticas a essa reação dos bancos : afinal ela era perfeitamente compreensível dadas as condições inflacionárias e a vigência da antiquada Lei da Usura. Nesse sentido, os bancos não eram senão mais uma vítima do estado de coisas reinante na economia brasileira antes de 1964 e que a nova administração propunha-se a reformular completamente. Contudo, e a despeito desta parcial "absolvição", não podiam as autoridades deixar de verificar que tal reação trouxera como consequência distorções gravíssimas no setor bancário comercial. Os bancos, por exemplo, e contrariamente aos objetivos declarados da reforma, acostumaram-se a remunerar mal os "poupadores" e a cobrar caro pelos seus empréstimos, além de deixarem vagos importantes segmentos do mercado de crédito, mormente o do crédito de longo prazo para investimentos, pelo qual o Estado então penetrou com não poucas consequências sobre a indesejável estagnação da economia. A questão fundamental que se colocava para os formuladores da nova política econômica era esta : seria possível erradicar estas distorções, eliminando-se o mal de origem (que uma vez mais foi identificado nos efeitos da inflação, em companhia agora dos efeitos da antiga Lei da Usura)?

Se a resposta fosse positiva, a solução dos problemas já estava a caminho, uma vez que o governo prometia a estabilização

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 67. O estudo de Simonsen agregou outras três causas à explicação do encurtamento dos prazos dos empréstimos bancários : a rotação cada vez mais rápida dos depósitos à vista, como uma forma de defesa dos depositantes à inflação e aos baixos rendimentos nominais dos depósitos à vista; a existência de uma demanda insatisfeita por crédito, o que viabilizava aos bancos impor operações mais seguras e de menor prazo; finalmente, os empréstimos de prazos mais curtos facilitavam a cobrança de diversas comissões bancárias, uma das formas pelas quais os bancos burlavam na ponta das aplicações a Lei da Usura. (*Id.*, *ibidem*, pp. 67-68.)

e, além disso, o instituto da correção monetária, já testado em outros campos, neutralizaria de imediato os efeitos negativos da Lei da Usura¹, pois os 12% máximos de juros passariam a incidir sobre valores reais, isto é, descontada a inflação.

No entanto, a resposta dada à questão, embora nem sempre claramente explicitada, foi decididamente negativa. O que, a nosso ver, condicionou de modo decisivo a formulação da reforma do mercado de capitais.

A razão de fundo da negativa estava na forma como, segundo a avaliação oficial, os bancos se acomodaram à situação inflacionária, tornando irreversíveis algumas características do setor forjadas ao longo do processo de adaptação.

A concentração do setor bancário em operações de curto prazo lhe propiciava altíssimos lucros, à medida em que se elevava a taxa de inflação. Cobrando taxas nominais de juros nos empréstimos muito acima do que permitia a Lei da Usura², o crescimento dos lucros do setor ficava na dependência de captar o maior volume possível de depósitos à vista, sobre os quais nada, ou melhor, muito pouco pagava a título de remuneração.³ Isso lhe garantia um enorme (e crescente na medida em que crescia a taxa de inflação) diferencial entre as taxas das operações ativas e passivas. A busca por maiores lucros levou então o setor bancário a uma intensa competição por depósitos à vista. É claro que os bancos não desconheciam "o fato de que o móvel básico dos depósitos à vista é o serviço que o banco possa prestar ao correntista, e não o rendimento oferecido pela conta".⁴ Por isso, assistiu-se particularmente da segunda metade dos anos 50 em diante, a uma rapidíssima expansão da rede de agências bancárias, bem como a uma ampla diversificação dos serviços oferecidos pelos bancos.⁵

¹ A qual, a propósito, jamais foi derogada.

² Segundo Simonsen, "os bancos contornavam a Lei da Usura por meio de três artifícios principais, às vezes combinados": os juros cobrados por fora; a sobrecarga nas comissões bancárias (comissão de abertura de crédito, de cobrança, etc.); as contas vinculadas, hoje conhecido como "reciprocidade" (exigência de que o mutuário deposite no banco parcela do empréstimo contratado). (SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, pp. 66-67.)

³ Os depósitos à vista até 1965 rendiam 6% a.a., percentual reduzido posteriormente para 3% até ser cancelado em 1968.

⁴ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, p. 40.

⁵ O total da rede bancária permaneceu inalterado entre 1951 e 1955 (contando com 4.038 agências), expandindo-se vigorosamente a partir daí: em 1960

Todas estas características da evolução do setor bancário, que acabamos de descrever sucintamente, eram bastante conhecidas pelos economistas da equipe do governo, que sublinharam particularmente um ponto, por eles considerado essencial: os custos oriundos dessa desenfreada competição por depósitos à vista.

Argumentavam que o mesmo processo de expansão do número de agências e diversificação dos serviços, que garantira ao setor obter enormes lucros, apresentava sua faceta perversa no crescimento vertiginoso dos custos operacionais, pois, implícitos no processo, estavam o crescimento dos gastos com pessoal, gastos administrativos, imobilizações excessivas (e julgadas às vezes demasiadamente luxuosas), etc. Os custos bancários teriam evoluído de tal forma que, aproximadamente à época em que se encontravam em formulação os projetos de reformas, haviam atingido índices considerados insuportáveis ante a perspectiva de uma rigorosa política de estabilização. Segundo informação colhida pelo Plano Decenal os custos operacionais dos "estabelecimentos que fazem melhor uso dos fatores, andam pela casa de 30% a.a."¹ Isto significava que as taxas nominais de juros dos empréstimos bancários tinham um piso nos 30%, supondo-se que os bancos aceitassem cobrir apenas seus custos de operação.

Ora, sustentavam os economistas do governo, mesmo esse nível de taxa de juros não seria compatível com uma rentabilidade positiva dos investimentos nas condições que se almejava, ou seja, de estabilidade dos preços, senão que ao contrário exigiam taxas absurdamente elevadas de inflação, como as verificadas em passado recente.

Segundo cálculos elaborados para o Plano Decenal, tendo por base dados colhidos em países com baixas taxas de inflação, os custos operacionais dos bancos deveriam ser reduzidos em 2/3.² Só assim, na hipótese de estabilidade, os investidores poderiam obter rendimento positivo e compensador. Poderiam os custos bancários e com eles as taxas nominais de juros decrescer nesta pro

alcançava o número de 5.270 dependências e em 1965, 7.283. Note-se que em paralelo retraía-se o número de matrizes: de 404 unidades em 1951 para 368 em 1955 e daí para 352 em 1960 e 323 em 1965. (Dados extraídos do ES-CRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 61.)

¹ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, p. 61.

² *Id.*, *ibidem*, p. 68.

porção? Essa era a grande questão e uma vez mais a resposta oficial foi negativa. Isto porque os custos bancários eram considerados extremamente rígidos para baixo, ou como afirmou Simonsen, "de difícil reversibilidade a curto prazo, em virtude da legislação trabalhista, da excessiva imobilização em lojas e instalações luxuosas, etc."¹

Muito dificilmente, portanto, o objetivo de "assegurar taxas de juros mais baixas para os que tomam emprestado e para os investidores" seria alcançado com o auxílio dos bancos.

E o que dizer da possibilidade de que os bancos viessem "assegurar taxas de juros mais altas para os que economizam", segundo o objetivo da reforma? Ora, essa possibilidade sequer se colocava para as autoridades, pois se as taxas de juros cobradas pelos bancos nos empréstimos já eram consideradas elevadíssimas sem remuneração alguma "aos que economizam", o que dirá se tivessem que remunerá-los.

Enfim, e como confessaria um dos principais assessores do governo na época :

A rede bancária privada parece hoje preparada para trabalhar plausivelmente num regime inflacionário, mas não a preços estáveis, pois nesse caso as taxas reais de juros cobradas nos empréstimos se tornariam insuportavelmente altas.²

Dos bancos comerciais, portanto, não se poderia esperar muita coisa além das tarefas rotineiras que vinham cumprindo: concessão de crédito de curto prazo mediante desconto de duplicatas, disseminação da moeda escritural, oferecimento de serviços diversos aos clientes, e pouca coisa mais. Mas, no ambicioso projeto de reformulação financeira, não teriam vez. Sua estruturação, tão apegada ao "passado inflacionário", desaconselhava de todo outra atitude que não esta. Por isso, nos planos de reformulação, o governo evitou ao máximo que os bancos tomassem parte nos novos compartimentos especializados que se almejava criar, bem como nos novos instrumentos de mobilização de recursos previstos para serem introduzidos por este mesmo projeto. Em particular, o governo cuidou de não introduzir a grande inovação que era a correção monetária "num setor em que ela poderia se

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1976, p. 290.

² *Id.*, *ibidem*, p. 290.

tornar dramaticamente explosiva : o dos depósitos à vista nos bancos comerciais".¹

Creemos que não se colocava outra alternativa aos formuladores da política reformista, senão a de inspirar seu projeto de reforma na área do crédito e do mercado de capitais no chamado "modelo americano", de compartimentalização das instituições financeiras. Um modelo de corte "alemão", do banco múltiplo, ou o "modelo japonês", do conglomerado financeiro-industrial, além de mais distante do ideário econômico liberal dos seus principais mentores, passaria, àquela altura, fosse qual fosse a escolha, pelos bancos comerciais, o que decididamente não se aceitava pelas razões que acabamos de ver.²

A Lei do Mercado de Capitais promulgada em julho de 1965 (Lei nº 4.728) encarnou esse princípio da compartimentalização. Às instituições financeiras que já haviam tomado lugar no setor financeiro, a Lei preservou sua presença. Assim, foram respeitados os interesses bancários (o que não é de surpreender, dado seu peso político, em particular, naquele momento político), devendo os bancos continuar com suas operações de curto prazo. O espaço ocupado pelas financeiras, igualmente, foi preservado, devendo essas instituições conservar-se na especialidade de crédito a médio prazo. Mas, com relação aos novos compartimentos, novas instituições, bem como novos instrumentos de mobilização de recursos, foram especialmente criados. As novas instituições com seus novos instrumentos, deveriam competir com as antigas, tornando os mercados de captação de fundos e de aplicação de recursos mais competitivos e a intermediação financeira mais eficiente. Os "poupadores", pois obteriam maior rendimento para

¹ SIMONSEN, Mário Henrique. A Imaginação Reformista. In: - - - e CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Liv. José Olympio, 1974, pp. 119-150, p. 132. A bem da verdade, devemos observar que na prática o governo acabou admitindo a correção monetária nos depósitos à vista. Só que restringiu a sua aplicação à parcela recolhida compulsoriamente ao Banco Central... Assim procedeu ao permitir que parte dos depósitos compulsórios fosse conservada sob a forma de DRTN, rendendo, por tanto, juros e correção monetária. Disso resultou um subsídio aos bancos.

² A propósito, observa-se que tampouco os bancos comerciais demonstravam grande interesse no projeto reformista, preferindo os lucros (altos e certos) de suas operações "rotineiras". O Plano Decenal descreve a "timidez" com que os bancos encararam a princípio as inovações introduzidas pela reforma. (Ver MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, pp. 88-89.)

suas economias, e os investidores, pois tomariam por empréstimo recursos a custos mais reduzidos, seriam os beneficiários últimos da maior competição e eficiência no sistema financeiro.

Dentre as novas instituições criadas, temos a ressaltar : no crédito imobiliário, como já vimos, o BNH — representante estatal —, as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo, estas privadas, contando com os recursos mobilizados através do FGTS, da caderneta de poupança e da letra imobiliária; para operar no longo prazo e contando com os recursos externos e dos depósitos a prazo com correção monetária, deveriam ser criados bancos privados de investimento, em quem se depositava as maiores esperanças, pois esses bancos nasceriam já inseridos no quadro da "nova modernidade" e, portanto, imunes às distorções que caracterizavam os bancos comerciais e, em parte, as financeiras. Os bancos de investimento deveriam nascer fortes, sólidos, contando com o apoio do capital estrangeiro em associação ao capital privado nacional e deveriam ser responsáveis por preencher o mais flagrante e grave vazio deixado pelos bancos comerciais, e por onde havia penetrado o Estado, através de suas instituições de fomento : o crédito a longo prazo para financiar os investimentos e a promoção da capitalização da empresa privada nacional. Deles se esperava uma colaboração decisiva no objetivo de alçar a empresa privada nacional à idade madura, em pé de igualdade com a empresa estatal e a empresa estrangeira.

A propósito, para alimentar esta última esperança, o projeto reformista contava ainda com outra colaboração, julgada igualmente crucial : a reorganização do mercado de ações e das Bolsas de Valores, a fim de que se tornassem fontes efetivas de capitalização da empresa privada. As Bolsas de Valores e o mercado de ações sofriam, no modo de ver das autoridades, dos mesmos males que em geral se abatiam sobre as instituições brasileiras: arcaísmo, política de favores, pouca competitividade, manipulações fraudulentas, etc., que só faziam afugentar o poupador individual, limitando a um inexpressivo número as empresas que a ele recorriam para mobilizar capitais. O projeto reformista aqui propunha-se fundamentalmente a criar as condições para que as poupanças pessoais fossem canalizadas ao mercado de ações e disso se beneficiassem as empresas que, para tanto, também teriam de

passar por transformações. As Bolsas de Valores e as instituições que nela operavam, deveriam passar por ampla remodelação; as ações receberam estímulos fiscais, além de taxaço mais branda; previu-se a criação de um novo título, a debênture com correção monetária e conversível em ações; quebrou-se o monopólio dos corretores públicos (e criou-se em seu lugar as sociedades corretoras), e se propôs a abertura da empresa familiar, em simultâneo com uma legislação que assegurasse maiores garantias e direitos aos acionistas minoritários. Foi incentivada ainda a formação de fundos de investimento, voluntários e fiscais, igualmente com o objetivo de dinamizar o mercado acionário.¹

Cabe a esta altura uma explanação mais detalhada acerca da aplicação da correção monetária. Como justificativa, sua introdução respaldou-se em diversos argumentos, de natureza doutrinária: sua aplicação evitaria a recorrência dos "lucros ilusórios", auxiliaria no restabelecimento dos sinais de mercado para uma eficiente alocação de recursos, promoveria a justiça fiscal, além de constituir-se numa defesa do capital em todas as suas formas.

Nas operações financeiras, em particular, sua utilização foi bastante ampla, sendo aplicada no título de dívida pública que se criou (ORTN), nos empréstimos e instrumentos de mobilização financeira do SFH, e, com a Lei do Mercado de Capitais, estendida à quase totalidade das diversas modalidades de títulos

¹ Para maiores referências a respeito da reforma do mercado de capitais, bem como para uma avaliação global de seus resultados, há uma ampla bibliografia. Recomendamos em particular: DAIN, Sulamis. *Mudanças nos Padrões de Financiamento no Desenvolvimento Brasileiro Recente*. Santiago, Tese de Mestrado, ESCOLATINA, 1973, mimeo.; GAMBOA, Roberto de. *Desenvolvimento Financeiro Recente e Fontes Externas das Empresas*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971, mimeo.; MEDEIROS, Carlos Aguiar. *O Papel do Setor Financeiro nas Economias Industrializadas e Semi-Industrializadas*. Rio de Janeiro, Tese de Mestrado, COPPE, 1977; SUZIGAN, Wilson et alii. *Financiamento de Projetos Industriais no Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA, 1972 (Col. Relatório de Pesquisa 9) e TAVARES, Maria da Conceição. *Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente*. In: - - - *op. cit.*, 1973. Para uma análise comparativa do caso brasileiro com experiências de outros países latino-americanos, consultar, COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA (CEPAL). *O Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina*. In: SERRA, José (org.). *América Latina: Ensaio de Interpretação Econômica*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976, pp. 106-149. Finalmente, para uma análise quantitativa das modificações dos fluxos financeiros após a reforma, ver, ROCHA, João Pedro G. da et alii. *Fluxo de Fundos na Economia Brasileira - 1959/1969 - Estudo Preliminar*. In: *Boletim do Banco Central do Brasil*, 9 (1): 1-27 e Anexo Estatístico, jan. 1973.

e operações financeiras. Aqui também sua introdução seguiu razões de fundo doutrinário: garantiria a observância do princípio liberal da "justa remuneração a quem poupa", além de colaborar decisivamente para neutralizar certas distorções identificadas no sistema financeiro, que impediam seu desenvolvimento. Mas, no caso do setor financeiro, certas preocupações adicionais tomaram conta dos responsáveis pela política econômica ao se decidirem pela aplicação da correção monetária.

A primeira refere-se ao seu alcance: deveria abranger apenas as operações financeiras de certo prazo mínimo (fixado em um ano). Essa preocupação aparece de forma bastante nítida em várias passagens da Lei do Mercado de Capitais, na regulamentação das operações do SFH, bem como na exclusão dos depósitos à vista do seu âmbito. A segunda preocupação diz respeito à forma como seriam corrigidos os valores nominais dos títulos, empréstimos, etc. Julgava-se conveniente que a correção dos valores nominais acompanhasse a evolução apurada da taxa de inflação e não que a correção se antecipasse à apuração da taxa inflacionária. Em suma, pregava-se a forma de correção monetária posfixada e não a prefixada.¹ Por fim, uma terceira e última preocupação das autoridades ao se decidirem pela utilização da correção monetária, foi a de esclarecerem o seu sentido eminentemente transitório. Tratemos desta última preocupação com um pouco mais de vagar.

Como se recorda, as distorções identificadas no setor financeiro pelo diagnóstico oficial tinham, muitas delas, como causa principal os efeitos da inflação, conjugados com os efeitos da Lei da Usura. A solução de alguns dos problemas viria com a própria estabilização dos preços, meta número um da política econômica. Alcançada a estabilidade, seria até mesmo viável a permanência da Lei da Usura e o limite de 12% da taxa de juros, sem que isso causasse distorções no sistema de crédito e no mercado de capitais. Ora, por que então a correção monetária, se a providência principal — a eliminação dos focos inflacionários — já estava a caminho com a política preconizada no PAEG?

Na realidade, o raciocínio oficial previa um certo tempo durante o qual o sistema econômico deveria reagir à maneira an-

¹ Nos Capítulos 2 e 4 será retomada essa questão da correção posfixada versus correção prefixada.

tiga, mesmo que o grande mal da inflação fosse eliminado de pronto. Isto porque se tinha como certo que as expectativas, bem como o modo de estruturação do sistema financeiro não se adaptariam *pari passu* ao ajustamento progressivo da economia em direção à estabilidade, senão que continuariam a se pautar pelas condições do passado, vale dizer, pelas condições de uma economia convivendo com altas taxas de inflação. Por outro lado, julgava-se que a estabilidade viria retirar a curto prazo uma certa flexibilidade do mercado de crédito e de capitais em angariar "poupanças" através da inflação, o que prejudicaria as empresas que a eles recorriam, muito embora, e nesse ponto devemos insistir, a longo prazo a estabilidade só seria benéfica para todos. Pois bem, o instituto da correção monetária visava precipuamente a neutralizar distorções que ainda perdurassem como herança do passado, nesse período que medearia entre a promoção de uma nova ordem e a convivência e o costume com ela. Nesse sentido é que sua utilização se fazia necessária; e é, nesse sentido também, que sua concepção era claramente transitória, pois alcançada a estabilidade e transcorrido o período de adaptação, naturalmente, se tornaria dispensável o recurso a este instituto.

Passagem de um dos diagnósticos oficiais da época atesta a correção dessa interpretação :

O combate à inflação reduzirá o volume de poupanças constituídas sob a forma de aumentos de encaixes monetários do setor privado, e que financiam a operação flexível do sistema financeiro. Isso significa, de fato, a eliminação de uma das componentes de mobilidade de nosso mercado de capitais. É verdade que a estabilidade relativa dos preços tenderia a suprimir muitos dos atuais focos de rigidez do mercado, mas há o risco de que essa supressão leve bastante tempo para efetivar-se. Com efeito, mesmo que se estabilizem por completo os preços, nos próximos anos, não será possível impedir que os capitalistas formulem todo o seu raciocínio econômico em termos de um risco de inflação futura. E, na ausência de providências compensatórias do Governo, pode ocorrer que o combate à inflação venha a extinguir o mecanismo flexível de canalização de poupanças monetárias pelo sistema financeiro, sem que se eliminem prontamente as distorções de mercado causadas pelo temor de futuras altas de preços. As principais sugestões que se apresentarão no curso do presente capítulo (dentre as quais destaca-se a introdução da correção monetária — J.S.G.A.), visam precisamente a neutralização imediata dos efeitos das expectativas inflacionárias sobre o mercado de capitais.¹

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 78.

Enfim, não havia, como há hoje quase como um ponto pacífico, o propósito de se instituir um mecanismo de convivência indefinida, em várias órbitas da economia brasileira. Senão que, pelo contrário, tal mecanismo deveria ser de utilização provisória pelo simples fato de que, com o tempo, sua utilização se mostraria desnecessária. Na verdade, a aceitação da "convivência", pelo menos por parte daqueles que mais intensamente trabalharam o projeto reformista, só viria algum tempo depois, juntamente com a nostálgica constatação de que "a inflação moderna é muito mais rebelde do que era antigamente"...¹

* * *

Sempre nos causou surpresa o estranho formato que assumiu o mercado brasileiro de capitais poucos anos após se ter dado início à implementação do projeto reformista. Tomemos, para não irmos longe demais no tempo, o ano de 1968. A essa altura, já se tornara evidente que os tradicionais grupos bancários nacionais exerciam o domínio sobre os diversos compartimentos criados na esperança de sua ausência. Que os bancos privados de investimento, ao invés de cumprirem aquelas funções julgadas tão cruciais e para as quais haviam sido especialmente criados, haviam assumido a tarefa principal de conceder crédito para capital de giro, como se fossem uma linha auxiliar dos bancos comerciais, operando a prazos pouco mais dilatados. Que as financeiras originalmente destacadas para cobrir o espaço que acabou sendo encampado pelos bancos de investimento, e de quem não se esperava muita coisa (tratava-se de um "mercado atrofiado" o de letras de câmbio, sustentavam as autoridades), acabaram por ser deslocadas "ao fim da linha" do crédito direto ao consumidor mas a despeito disto (na verdade, por causa disto) foram elas as que se constituíram num pilar para a retomada de altas taxas de crescimento da economia anos após. Que o mercado de ações até aquela altura não cumprira igualmente a contento suas funções, ensejando nos círculos oficiais uma indisfarçável decepção, pois consideravam-se suficientes os incentivos a ele concedidos, embora por

¹ CAMPOS, Roberto de Oliveira. Inflação no Brasil - Os princípios da Correção Monetária. In: - - - e SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, p. 83.

essa época, parecesse preparar-se, com base em renovados estímulos, para, quem sabe, sua redenção final, a qual, entretanto, redundou em nova decepção, após a verificação de não se tratar senão de um "boom" especulativo a euforia de fins dos anos 60 e início dos 70. Que, por fim, a correção monetária — orgulho da "imaginação reformista" — acabou enveredando por caminhos que o governo ao introduzi-la preocupou-se tanto em evitar: foi sendo aplicada a operações de cada vez mais curto prazo; teve de conviver lado a lado com uma criação do "passado arcaico", a correção prefixada representada no deságio; e de algo transitório e provisório acabou permanente, na medida mesmo em que a estabilidade se revelava ser nada além de mera ilusão.

Por que caminhos (ou descaminhos seria melhor dizer) enveredou o "sonho reformista" que o pôs de cabeça para baixo?

O trabalho que se segue estudará em minúcias as medidas destinadas a promover a reforma no campo das financeiras. Reconstituiremos os argumentos oficiais que levaram à proposta de medidas para a reformulação neste campo, acompanharemos a sua execução e testaremos em que grau lograram êxito. Como se pode perceber, o presente estudo trata tão-somente de um capítulo de um ambicioso e muito mais abrangente projeto de reforma financeira, o qual, por seu turno, é parte de um projeto ainda maior, com o objetivo central de conceder nova tessitura institucional ao capitalismo brasileiro.

Estamos convencidos, no entanto, e procuraremos mostrá-lo ao longo do trabalho, que o estudo aprofundado deste "capítulo apenas" se reveste da maior relevância, não só porque auxiliará o entendimento de vários dos descaminhos da reforma na área do crédito e do mercado de capitais, assinalados acima, como também porque, em nossa opinião, foi junto às financeiras que o governo sofreu uma de suas mais flagorosas derrotas em sua estratégia de combater o mal maior, móvel afinal de toda a condução da política econômica conjuntural e do esforço de redesenho institucional empreendido no período: a inflação.

O tema atraiu-nos ainda por uma outra razão, e os estudiosos daquilo que se convencionou chamar de "milagre brasileiro" bem saberão avaliar sua importância. A retomada do crescimento industrial em 1967 e o posterior auge que se estendeu até 1973, teve como um dos setores líderes o de bens de consumo duráveis,

cujo dinamismo em muito derivou da prévia organização de um esquema especial de crédito ao consumo, encabeçado pelas financeiras. O embrião de tal esquema de crédito não se encontra no "período de reformas", mas é deste período a sua institucionalidade e foi aí que as financeiras deixaram de compor aquele "mercado atrofiado", como se dizia nos textos oficiais, e passaram a mobilizar vultosa soma de recursos, posteriormente direcionados ao crédito ao consumidor.

Devemos, por fim, deixar explícito que este trabalho pretende ser uma reflexão sobre o tema política econômica. E, para tal propósito, o exame das reformas no segmento das financeiras constitui por si só um campo extremamente rico, tão freqüentes foram aí os avanços e recuos da política econômica; tão numerosos foram os seus desvios relativamente aos propósitos iniciais. Importantes foram as suas poucas vitórias, mas muitas e flagorosas foram suas derrotas, o que demonstra uma vez mais os limites da tutela de um regime autoritário, que não livra o voluntarismo da política econômica de amargar insucessos.

* * *

O Capítulo 1 apresenta resumidamente a evolução histórica das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, até aproximadamente o momento em que foram apresentadas as propostas de reformulação, ou seja, até por volta de 1964. No segundo capítulo reconstituímos essas propostas, apontamos as razões alegadas para sua formulação, bem como as medidas de política econômica selecionadas com o fim de implementá-las. Nos capítulos subseqüentes a implementação de tais medidas é então discutida, observando-se em particular, em que grau foram alcançados os principais propósitos reformistas: o Capítulo 3 trata da extinção do mercado paralelo; o Capítulo 4 da tentativa governamental de substituir o deságio das letras de câmbio pela correção a posteriori; o Capítulo 5 da meta de redução do diferencial entre as taxas de juros das operações ativas e passivas das financeiras, enquanto o sexto e último capítulo é dedicado ao C.D.C.. Encerram o trabalho algumas notas a título de Conclusões.

CAPÍTULO 1

FINANCEIRAS : UM BREVE HISTÓRICO

As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI), ou simplesmente, financeiras, como são conhecidas, são hoje instituições responsáveis por movimentar volumosa soma de recursos, tendo na letra de câmbio com rendimento prefixado o instrumento básico de mobilização de fundos e como destino de suas operações, o financiamento do consumo de bens e serviços, principalmente, o financiamento para a compra de bens duráveis de consumo. Muitas delas são sociedades de grande porte, ligadas, em sua maioria, ou a grandes grupos financeiros, ou comerciais, ou ainda industriais.

Algumas dessas características atuais tiveram sua conformação delineada no "período de reformas", entre 1964/66, refletindo em grande medida as mudanças de ordem institucional deste período. Contudo, a origem das financeiras, bem como a definição de determinados traços que ainda hoje se fazem presentes, remontam a um passado que precede o referido "período de reformas".

Enfocado sob um ponto de vista bastante amplo, a origem e o desenvolvimento prévio a 1964 das financeiras, decorreu de mudanças profundas por que passou o sistema produtivo, em particular o sistema industrial, tendo, ao contrário do período mais recente, pouca significância as influências de natureza institucional. Foi, por assim dizer, um "desenvolvimento espontâneo" este que se observou anteriormente a 1964, mas no curso do qual alguns acontecimentos da maior importância eclodiram. Dentre eles, devemos destacar pelos seus efeitos sobre a conformação posterior dessas sociedades, seu modo de operar e seu campo de atuação, os seguintes: a gradativa mudança da atividade predominante das SCFI — da área do "investimento" para a área do financiamento a médio prazo; a experimentação de diferentes fórmulas ou artifícios visando a compatibilizar as operações de médio prazo, com as condições de altas taxas de inflação e de vigência da Lei da Usura até se chegar à fórmula definitiva, em

vigor, diga-se de passagem, até os dias de hoje; a expansão dos créditos concedidos pelas SCFI após definida a fórmula ideal, o que acabou por alçar estas instituições mesmo antes do "esforço reformista" a uma posição de certa relevância frente aos até então quase absolutos créditos dos bancos comerciais.

Em nossa breve exposição histórica acerca da evolução das financeiras, pretendemos destacar precisamente esses pontos:

- a mudança da atividade de "investimento" para a de financiamento, motivada, fundamentalmente, pelo processo de "industrialização pesada", desencadeada a partir do chamado "Plano de Metas";
- os artifícios testados pelas SCFI que tornaram possível contornar a Lei da Usura, dos quais, emerge o sistema ainda em voga do aceite cambial;
- e, finalmente, o grau de desenvolvimento alcançado pelo setor até aproximadamente o ano de 1964, a partir de quando, como vimos na Introdução, um novo marco institucional procurará guiar os rumos da economia, em geral, e do setor, em particular.

FINANCIAMENTO "VERSUS" "INVESTIMENTO"

As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento tiveram origem em meados dos anos 40.¹ São também dessa época a concessão das primeiras cartas de autorização pela SUMOC², bem como os primeiros dispositivos legais destinados a regulamentá-las.³

Segundo alguns observadores a legislação inicial era bastante vaga, deixando as sociedades financeiras "sem caracterização precisa e com inteira liberdade para determinar o tipo, a

¹ Segundo *Conjuntura Econômica*, "a primeira menção às sociedades de crédito, financiamento e investimento (financeiras) data de 1946". Cf. CONJUNTURA ECONÔMICA. Sociedades Financeiras - O Crédito Direto ao Consumidor. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, FGV, 25 (4): 75-78, abr. 1971, p. 75.

² Uma empresa especializada em investimentos imobiliários — a CBI — foi a primeira a receber a carta de autorização da SUMOC. Essa empresa, como diversas outras que originariamente não financiavam vendas a prazo de bens duráveis, posteriormente especializou-se nesta atividade. (Cf. BANAS. *Anuário de Bancos*. São Paulo, Banas, 1961, p. 451.)

³ Decretos-Lei nº 7.583 de 25-5-1945 e 9.603 de 16-8-1946 e Portaria nº 88, de 8-6-1945, do Ministro da Fazenda.

forma e os limites das atividades que lhe conviessem..."¹

Esses primeiros diplomas legais apenas tratavam de assegurar a obrigatoriedade de registro das sociedades na SUMOC, de sua organização sob a forma de sociedades anônimas, da comprovação de idoneidade moral e capacidade profissional da diretoria (determinações previstas na Portaria nº 88), além de proibi-las de receberem dinheiro em depósito, salvo de seus próprios diretores ou sócios (Decreto-Lei nº 9.603).

Desde o após-guerra e até os primeiros anos de 50, proliferaram sociedades especializadas numa diversidade de operações que poderíamos, no seu conjunto, rotular como de "investimentos": aplicação de recursos próprios ou de terceiros em carteira diversificada de títulos, administração de fundos de investimento, operações de "underwriting", etc. Raras foram as que se constituíram com o objetivo de atuar no financiamento de empresas industriais ou comerciais, atividade que se mantinha praticamente restrita ao sistema bancário comercial. Mas, como observou Fontenele, surgiram ainda no período várias entidades "com os objetivos mais díspares, algumas sem atividade alguma, outras com atividades afastadas dos limites do financiamento ou investimento".² De qualquer forma, as sociedades de investimento eram predominantes entre elas e seu número crescia rapidamente, a ponto de um estudo realizado por *Conjuntura Econômica* em 1953 referir-se a um "boom" de companhias de investimento no após-guerra.³

Com efeito, esse estudo classificou um total de 54 dessas sociedades, a maioria delas sem registro junto à SUMOC e concentradas no eixo Rio-São Paulo.⁴ Além dessas, a pesquisa encontrou apenas outras 7, especializadas numa diversidade de operações: "umas em corretagem de seguros e outras ao financiamento imobiliário, loteamento de terras, aluguel de máquinas para urbanização, exploração de hotéis, cinemas e outras casas de diversões,

¹ FONTENELE, Leopoldo. *Mercado Brasileiro de Títulos*. Fortaleza, BNE, 1961, p. 9.

² *Id.*, *ibidem*, p. 10.

³ Cf. *Companhias de Investimento no Brasil*. *Conjuntura Econômica*, 7 (6): 45-51, jun. 1953, p. 45.

⁴ Do total de 54 companhias, 23 eram registradas, 13 haviam solicitado registro e 18 operavam sem autorização; 26 delas tinham sede no Rio de Janeiro, outras 26 em São Paulo, apenas uma em Minas Gerais e outra no Rio Grande do Sul. *CONJUNTURA ECONÔMICA*, *op. cit.*, jun. 1953, p. 46.

e ao financiamento a prazo de automóveis e equipamentos diversos.¹

Progressivamente, no entanto, à medida em que avançavam os anos 50, ia a atividade de "investimento" cedendo lugar à de financiamento. Várias sociedades que inicialmente se dedicavam àquela atividade, ou se transferiram para esta última, ou simplesmente paralisaram suas operações.

O esgotamento do "boom" das sociedades de investimento, bem como a mudança do campo principal de atuação de diversas sociedades financeiras, foram descritos por Fontenele. Ele dá o exemplo das sociedades sediadas no Rio de Janeiro:

Até 1948, as atividades de investimento no Rio de Janeiro foram descontínuas e assimétricas. As primeiras atividades com objetivos a longo prazo verificaram-se com o aparecimento de DELTEC S.A., que contou com a experiência americana no mercado de títulos, através de seus diretores.

Logo a seguir, surgiram várias outras empresas que, à falta de conhecimentos técnicos, de recursos ou de confiança nas possibilidades do mercado, muito cedo tiveram de diminuir ou diversificar a movimentação de carteiras de títulos, penetrar no campo dos financiamentos a prazo médio, quer com capital próprio ou com o apoio de fundos de participação ou, por último, entrar nos negócios imobiliários. Assim, de cerca de meia dúzia de empresas que se dedicavam principalmente à colocação de títulos industriais, registradas na SUMOC, em 1954, apenas restava, em 1959, na execução decidida e sistemática desse trabalho, a DELTEC, com seu trabalho ampliado e abrangendo áreas complementares.²

Com as sociedades paulistas saliente-se que Fontenele chegou à mesma conclusão, afirmando que,

O mercado de novos títulos de São Paulo, a esta altura salvo casos esporádicos que não se mostram suficientes para caracterizar a existência de um mercado de títulos vigoroso, resume-se praticamente na venda de cotas do "Fundo Crescincos" e de fundos de financiamento.³

Paralelamente, processava-se o surgimento de novas sociedades destinadas a atender à demanda por créditos a prazo médio para o financiamento da compra e venda de mercadorias. De um modo geral, este processo decorreu da "industrialização pesada"

¹ CONJUNTURA ECONÔMICA, *op. cit.*, jun. 1953, p. 46.

² FONTENELE, Leopoldo, *op. cit.*, p. 13.

³ *Id.*, *ibidem*, p. 20.

promovida a partir do "Plano de Metas". A diversificação processada na estrutura industrial, com a implantação de setores produtores de meios de produção, teve, como observou Conceição Tavares, "um significado múltiplo para o problema do financiamento", ensejando a expansão da demanda por recursos financeiros de origem interna de curto, médio e longo prazos.¹ Mas, foi em particular a implantação de importantes setores da indústria, produtores de bens duráveis de consumo e a necessidade daí resultante de desenvolver um embrionário esquema de crédito destinado ao financiamento a médio prazo do consumo desses bens, o principal fator responsável pelo dinamismo da atividade de financiamento.²

De início, e ante a inadequação do sistema financeiro interno para financiar operações dessa natureza, as empresas do comércio e da indústria trataram elas próprias de articular um segmento financeiro. O primeiro passo foi a criação de seções de financiamento de vendas a prazo no interior das próprias empresas³, mas logo depois, passaram à organização de instituições

¹ A autora relaciona três fatores responsáveis por isso :

"- a extensão e interiorização do processo produtivo: a introdução de uma série de elos entre a produção primária e os bens finais implica o aumento do coeficiente de requisitos financeiros internos por unidade de produto global, em particular por unidade de valor agregado para a indústria, o setor que mais ampliou suas etapas de produção."

"- a intensificação de capital: (...) mesmo quando não haja aumentado a taxa global de formação de capital fixo na indústria, a mudança da composição dos investimentos com a concentração em setores de maior intensidade de capital, maior escala e longo prazo na maturação obrigam a vultosas immobilizações financeiras, pressionando a demanda por recursos de longo prazo."

"- o aumento do coeficiente de "acionalização" da indústria; em termos reais, tem sua contrapartida financeira, do ponto de vista do financiamento corrente, no aumento dos custos relativos de certos insumos e equipamentos antes importados e na perda automática do supply credits."

TAVARES, Maria da Conceição. Notas Sobre o Problema do Financiamento Numa Economia em Desenvolvimento. In: - - - *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1973, pp. 127-152 , pp. 136-137.

² "Paralelamente à industrialização e a organização do mercado interno de bens duráveis, observa-se uma proliferação de sociedades de crédito, financiamento, e de investimento, cuja função principal consiste na captação de poupanças e concessão de créditos a médio prazo para a venda dos bens duráveis." LESSA, Carlos. *Quinze Anos de Política Econômica*. Campinas, s.d., mimeo., p. 118.

³ O que fora permitido pelo Decreto-Lei nº 9.603, de 16-8-1946. Segundo o estudo de *Conjuntura Econômica*, "Várias importantes empresas industriais

financeiras especializadas. Exemplo significativo dessa tendência é proporcionado pelo setor automobilístico. Entre meados dos anos 50 e início dos 60, quase todas as montadoras constituíram financeiras sob seu controle: a Orcica, do Grupo Novo Mundo do qual fazia parte a Vemag, é fundada em 1954; a VVD, da Volkswagen, em 1956; a Financiadora GMB, da General Motors, em 1960; a Willys Financiadora, da Willys, em 1961, e a COFIBENS, ligada à Mercedes Benz, em 1965.¹ Além disso, diversas sociedades financeiras que anteriormente se dedicavam a outros tipos de operações, passaram a atuar no financiamento de vendas a prazo. Esse processo deu margem ainda para que surgissem várias financeiras "independentes", vale dizer, sem relações com grupos industriais, comerciais ou bancários, algumas delas, inclusive, de grande porte.

Quanto aos bancos, a sua participação neste movimento se efetuou através da organização, por vários deles, de Companhias de Crédito, Financiamento e Investimento, principalmente a par-

como por exemplo a Ford e a General Motors) criaram seções de financiamento conforme a lei lhes faculte (...)" CONJUNTURA ECONÔMICA, *op. cit.*, jun. 1953, p. 49.

¹ As financeiras sob controle de empresas industriais destinavam-se fundamentalmente a financiar a aquisição de sua produção, através dos créditos que concediam à rede de revendedores autorizados, e não tanto a financiar empresas fornecedoras. Em monografia publicada pela *Revista Banas*, lemos a seguinte declaração da diretoria da VVD de Crédito, Financiamento e Investimento, controlada pela Volkswagen: "A Cia. VVD trabalha com capital próprio e de terceiros (...). Suas atividades consistem no endosso de duplicatas e colocação das mesmas no mercado financeiro, através da rede bancária com a qual trabalha. Efetua financiamento de vendas a prestação com reserva de domínio, com taxa de 12% ao ano e prazo de financiamento de até 15 meses. Suas aplicações se destinam unicamente aos revendedores Volkswagen e esporadicamente a seus fornecedores." (BANAS, *op. cit.*, 1961, p. 481.) A financeira fundada pelo grupo Brasmotor fornece outra ilustração, mas para o setor de eletrodomésticos. A Safic, Financiadora Industrial e Comercial foi criada com o objetivo exclusivo de financiar as vendas a prazo dos produtos de uma empresa do grupo, a Multibrás. (Cf. BANAS, *Bancos, Investimentos e Bolsas*. São Paulo, Banas, 1964, p. 115). Em outros casos, no entanto, a constituição de uma financeira visava também a assegurar recursos para a expansão do capital das empresas do próprio grupo fundador. Mas, em geral, ainda nestes casos, a preocupação com o financiamento ao consumidor fazia-se presente. Por exemplo, segundo a direção da Investimentos Orcica, esta empresa visava a financiar "unicamente os seus acionistas que são as firmas componentes do grupo Novo Mundo e a rede de revendedores da Vemag, estas em número de 50". (BANAS, *op. cit.*, 1961, p. 474.)

tir da segunda metade dos anos 50.¹ Suas próprias operações, contudo, cada vez mais se concentravam em lucrativas transações de curto prazo, deixando a crescente demanda por créditos de médio prazo a cargo das financeiras.² A associação com os bancos assegurava às SCFI algumas vantagens importantes, tais como a de se servirem da influência e da rede de agências do banco associado para contactar clientes e promover a venda de títulos e cotas de fundos de participação. Por outro lado, para os bancos, a vantagem em fundar sociedades financeiras residia no fato de que, por essa via, não se sujeitavam à limitação da taxa de juros imposta pela Lei da Usura e, assim, obtinham acesso a um mercado com perspectiva de expansão.³ Seu interesse, contudo,

¹ A FINASA e a Credibrás constituem os exemplos mais importantes de organização de financeiras por grupos bancários nesse período. Ambas foram constituídas por um "pool" de bancos em 1958, a primeira sob a liderança do Banco Mercantil de São Paulo, e a segunda, do Banco Moreira Salles, ambos bancos de grande porte. Desde sua criação, passaram a desfrutar de uma posição de liderança no setor, constando invariavelmente entre as quatro maiores. Com o processo de conglomeração financeira que se seguiu às reformas financeiras aumentaram em número e importância as SCFI controladas por grupos bancários, seguindo o exemplo dessas duas instituições. Dados relativos ao segundo semestre de 1977 dão conta, por exemplo, de que entre as 10 maiores financeiras (pelo valor de receitas), 9 eram ligadas a grandes grupos bancários. (Cf. BALANÇO, 2 (2), set. 1978, p. 308.)

² São ainda apontadas como razão inibidora da participação dos bancos em operações de mais longo prazo, experiências mal sucedidas de alguns deles nesse sentido: "Em meados dos anos 50 cerca de 20 bancos tiveram que ser fechados por problemas relacionados com aplicações de longo prazo. Esse acontecimento marcou profundamente o comportamento posterior dos banqueiros, que passaram a repelir as tentativas de participação dos Bancos Comerciais em empréstimos de prazo mais longo." GAMBOA, Roberto, *op. cit.*, p. 32.

³ A versão mais freqüente é a de que os próprios bancos não supriam a demanda por créditos a médio prazo porque, cerceados pela Lei da Usura e frente às taxas de inflação que cada vez mais superavam o limite de 12% anuais, viam-se impossibilitados de captar depósitos a prazos compatíveis com os empréstimos de médio prazo. Através das financeiras, reacendeu-se nos bancos o interesse pelas operações de médio prazo. "Na prática", sustentava a *Revista Banas*, "verificou-se que os bancos não podendo fugir às imposições da Lei da Usura, criaram verdadeiras sucursais através das companhias de crédito e financiamento." (BANAS, *op. cit.*, 1961, p. 5.)

Já Ignácio Rangel, na mesma linha de argumentação, assim interpreta as relações entre SCFI e os bancos comerciais: "As companhias de investimento, (...) não passam de um sistema bancário paralelo, especializado em depósitos a prazo. Realizam assim um trabalho que normalmente deveria caber às caixas econômicas, proibidas de fazê-lo por uma legislação impertinente." RANGEL, Ignácio, *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro, Ed. Tempo Brasileiro, 1963, p. 71. Cabe lembrar, contudo, que os bancos sempre souberam como desvencilhar-se

localizava-se sobretudo nos empréstimos a curto prazo e na captação de depósitos à vista, pois o diferencial crescente entre as taxas de juros cobradas nos empréstimos e pagas aos depositantes, lhes assegurava grandes lucros.¹

Ao findar a década dos 50 já se contavam 64 sociedades financeiras registradas oficialmente, sendo a maioria sediada nos grandes centros onde se concentrava o consumo das camadas de mais altas rendas e a produção industrial, ou seja, principalmente no Rio de Janeiro e ainda em maior número em São Paulo.²

Entre os bens financiados por essas sociedades predominavam os duráveis de consumo, como automóveis, eletrodomésticos e aparelhos elétricos. Mas destacavam-se ainda ônibus, utilitários, caminhões, tratores, máquinas de terraplanagem, implementos agrícolas, máquinas e equipamentos industriais, artigos domésticos em geral.³

da Lei da Usura, quando era de seu interesse fazê-lo. Lembramos a cobrança dos diversos "serviços" aos tomadores de empréstimo com este fim, além dos juros cobrados "por fora".

¹ Ver, a respeito, a Introdução a este trabalho. Para maiores informações acerca da evolução do diferencial, consultar os trabalhos de CHRISTOFFERSEN, Leif E., *op. cit.*, e de GALVEAS, Ernane. *Brasil: Desenvolvimento e Inflação*. Rio de Janeiro, Apec, 1976.

² Segundo uma lista de SCFI autorizadas pela SUMOC em 31-12-1958, reproduzida por Fontenele, de um total de 64 sociedades, 33 estavam sediadas em São Paulo, 23 no antigo Estado do Rio de Janeiro, 4 no Rio Grande do Sul, 3 em Minas Gerais e 1 no Paraná. (Ver FONTENELE, Leopoldo, *op. cit.*, pp. 137-141.)

³ As informações disponíveis não dão conta da importância relativa de cada um desses bens no total de financiamentos. A lista apresentada tem por base monografias preparadas pelas próprias SCFI para uma edição de *Revista Banas* (ver BANAS, *op. cit.*, 1961, pp. 445-481). Poucas foram as SCFI que forneceram informações detalhadas acerca da composição de suas aplicações. Dentre elas, selecionamos duas cujos dados reproduzimos a seguir, a título de ilustração (os dados referem-se a 1960).

CIBRAFI - CIA. BRASILEIRA DE CRÉDITO,
FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO

Comércio de caminhões e veículos utilitários	17,9%
Comércio de aparelhos elétricos, utensílios domésticos e artigos	67,9%
Comércio de automóveis	5,7%
Indústria de motonetas e bicicletas	6,0%
Indústria automobilística	0,9%
Indústria e comércio de artigos diversos	1,6%

COFIBRÁS - COMPANHIA FINANCIADORA BRASILEIRA

(continua)

O estudo realizado por Fontenele permite conhecer algumas características dessas instituições em sua fase inicial de desenvolvimento. Tendo-as classificado segundo a atividade predominante desenvolvida entre os anos de 1954 a 1959, o autor concluiu que sua distribuição poderia ser a seguinte :

a-) de distribuição de títulos de empresas e administrações de fundos para aplicação em títulos mobiliários, públicos ou privados, 7; b-) de aplicação em operações de descontos de efeitos mercantis e, em menor escala ou acessoriamente, em imóveis ou em títulos mobiliários para sua própria carteira, 29; c-) de administração de fundos de participação, com aplicação do exigível, e também do produto do fundo, em operações mercantis, 9; d-) imobiliárias, administração de fundos imobiliários ou financiamento de imóveis, 4; e-) venda de títulos de empresas associadas (holding), 1; f-) financiamento de veículos, 4; g-) diversas (intermediárias de capitais estrangeiros, sucursal de banco estrangeiro, departamento auxiliar de bolsa, agência lotérica), 4; h-) sem atividade, 6; i-) em liquidação voluntária ou forçada, 3.¹

Com base nessas informações, é possível perceber como, a despeito da rápida expansão experimentada pela atividade de financiamento de vendas a prazo, eram ainda poucas as financeiras "puras", ou seja, as que se dedicavam apenas a este tipo de operação. Fontenele contou apenas 13 dessas sociedades, as enquadradas nos itens c e f. Na verdade, a grande maioria das instituições conjugava a concessão de empréstimos aos "investimentos", embora declaradamente já fossem estas últimas uma atividade de menor relevância. As 29 sociedades do item b ilustram esse último caso. Quarenta e duas sociedades, sobre um total geral de 64 — excluídas as SCFI em liquidação — intermediavam operações de crédito a médio prazo, seja com exclusividade, seja em conjugação com outra atividade qualquer.

COFIBRÁS - COMPANHIA FINANCIADORA BRASILEIRA

Caminhões, automóveis, veículos utilitários e rurais..	50,5%
Utensílios domésticos em geral	21,9%
Aparelhos eletrônicos em geral	12,1%
T tratores e máquinas de terraplanagem	10,4%
Chassis e carrocerias de ônibus	3,4%
Máquinas e equipamentos industriais	1,3%
Artigos diversos	0,3%

Fonte: BANAS, *op. cit.*, 1961, pp. 453-454.

¹ FONTENELE, Leopoldo, *op. cit.*, pp. 10-11.

Os dados fornecidos por Fontenele possibilitam ainda notar como na segunda metade dos anos 50 já se havia restringido bastante o número de instituições especializadas em operações no mercado de títulos e valores mobiliários: apenas 7 unidades — as do item a — podiam ser consideradas sociedades de investimento "puras", à época.

Por fim, uma característica adicional era a de que, na realidade, um número relativamente elevado de instituições, embora registradas como Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, nada tinham a ver nem com financiamento de vendas a prazo, nem com investimento: um total de 15 unidades compunham esse grupo heterogêneo e afastado das operações típicas das SCFI, ou seja, quase 1/4 do total, excluindo-se as empresas em liquidação.

OS ARTIFÍCIOS DESTINADOS A CONTORNAR A LEI DA USURA : OS FUNDOS DE PARTICIPAÇÃO E O ACEITE CAMBIAL

As financeiras lançaram mão de alguns artifícios, que lhes facultaram cobrar nos empréstimos e oferecer na captação de recursos, taxas mais elevadas do que 12% ao ano, o máximo permitido em lei. Tendo em vista a inflação que vinha se acelerando e já ultrapassara esse percentual, contornar a Lei da Usura colocava-se como uma condição indispensável para que se processasse a mobilização dos recursos a prazos compatíveis com os dos empréstimos. Como vimos há pouco, segundo vários autores, foi precisamente a impossibilidade dos bancos comerciais de contornarem a Lei da Usura, o fator responsável pela sua não participação direta nas operações de crédito a médio prazo, abrindo-se, em consequência, a brecha por onde penetraram e se desenvolveram as financeiras. Reveste-se por isso do maior interesse examinar as formas pelas quais as SCFI lograram, ao contrário dos bancos, contornar o limite imposto pela Lei.

Um primeiro artifício baseava-se numa engenhosa transformação para efeitos legais: a do capitalista prestamista em capitalista industrial. Eis como se dava essa metamorfose. As financeiras organizavam fundos, mediante os quais coletavam recursos. Esses fundos eram geralmente do tipo "open end", isto é, facul-

tava-se a entrada e a saída dos participantes a qualquer momento, havendo contudo uma exigência quanto à retirada do participante: um aviso prévio, via de regra, de 180 dias. Com os recursos mobilizados através do fundo, procedia-se então ao financiamento, mediante a aquisição pela financeira de duplicatas referentes às vendas a prestação. Com os lucros auferidos na negociação das duplicatas, remunerava-se tanto os participantes do fundo¹, quanto a financeira, e cobria-se os custos operacionais. Da descrição feita até aqui, conclui-se que a mecânica da operação dos "fundos de acceptance", como eram conhecidos, em nada se diferenciava da aplicada a um fundo de investimento comum, com a característica de que na carteira de aplicações do fundo predominavam títulos (duplicatas ou notas promissórias) referentes às vendas a prazo. Na verdade, esses fundos só se diferenciavam pela forma de sua organização, e pela maneira como as duplicatas eram negociadas. Aí residia a base para o contorno à Lei da Usura. Para remunerar os participantes a taxas superiores ao limite fixado em lei, celebravam-se contratos de "sociedades em conta de participação", um tipo de sociedade prevista no Código Comercial e isenta "dos entraves burocráticos que usualmente se antepõem à formação de qualquer sociedade".² A financeira entrava nesta sociedade como sócia do público investidor, ao qual prometia certo rendimento. Uma vez metamorfoseados em "sócios", pois se tratava de uma sociedade, os investidores não recebiam como rendimento de sua aplicação de capital, juros, mas sim lucros, sobre os quais não se aplicava a Lei da Usura.

Mediante artifício semelhante se processava a aplicação dos recursos. A financeira constituía outra "sociedade em conta de participação", desta feita, com a empresa que seria financiada, convencionando com esta "uma associação na venda realizada, pela qual lhe eram cedidas, por endosso, as duplicatas, bem como uma quota ajustada nos lucros da venda a que se referem as duplicatas, quota esta que há de ser suficiente para cobrir a taxa de renda anual procurada pela financeira e sem qualquer afinidade com a idéia de juros".³

¹ Em geral, o rendimento dos participantes compunha-se de uma parte predefinida e fixa e outra variável de acordo com a rentabilidade do fundo.

² SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 58.

³ BANAS, *op. cit.*, 1961, p. 444.

Como bem observou Simonsen, este sistema de "contas ou fundos de participação" consistia em nada mais do que uma simples "mudança de rótulos":

Os depósitos e empréstimos passam a denominar-se sociedades em conta de participação, e os juros tomam o nome de lucros. Essa mudança de nomes, todavia, permite que se escape à Lei da Usura, pois a remuneração das sociedades em conta de participação é considerada lucro e não juro.¹

Um outro artifício, superior ao primeiro, foi introduzido em fins da década e vigora até os dias de hoje. Uma financeira, ligada a um grande banco, iniciou operações de aceite cambial, sendo logo seguida em sua iniciativa por numerosas outras sociedades.²

Consiste o aceite cambial numa troca de duplicatas ou promissórias em poder do mutuário (o que solicita o financiamento) por um título negociável no mercado — a letra de câmbio, de emissão do próprio mutuário, mas contando com o aceite da financeira. A letra é então levada ao mercado e com os recursos obtidos com sua venda atende-se ao financiamento pretendido. Teoricamente seria o próprio mutuário o responsável pela venda da letra, ficando a SCFI tão simplesmente com o encargo de conceder o " aceite". Mas, na prática, uma sociedade distribuidora, geralmente coligada à financeira, encarregava-se disto. Como a financeira concede seu " aceite" na letra de câmbio, assume a obrigação do resgate do título, prevenindo-se contudo, mediante o "casamento" do vencimento da letra com o vencimento das promissórias ou duplicatas entregues pelo mutuário. Por outro lado, é possível angariar os recursos para o financiamento junto ao público porque a letra é vendida no mercado com um deságio, ou seja, por um valor inferior ao de face, valor este que poderia representar um rendimento superior ao máximo permitido pela Lei da Usura. Se, ao invés dos juros, o que passava a existir era o deságio, não se poderia aplicar a lei e, além disso, as financeiras não cobravam juros, mas uma "comissão de aceite". Quanto ao

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, pp. 68-69.

² Segundo declarou Gastão Bueno Vidigal, foi a Finasa que inaugurou as operações por aceite cambial no ano de 1959. Cf. VIDIGAL, Gastão Bueno. *O Sistema Bancário Brasileiro, Ontem, Hoje e Amanhã*. São Paulo, [s.ed.], 1973, p. 14 e 17.

mutuário, recebia ele um montante, já deduzido o deságio embolsado pelo comprador da letra, além de várias outras deduções a cargo de impostos e comissões de intermediação.¹

A superioridade do sistema de aceite cambial frente ao primeiro, residia em sua maior simplicidade operacional e no fato de que a letra de câmbio emitida "ao portador" podia ser facilmente negociada na Bolsa de Valores, assegurando, portanto, ao seu comprador a possibilidade de reaver o dinheiro investido a qualquer momento. O contrário ocorria com o capital aplicado em fundos de participação, o qual só podia ser retirado mediante aviso prévio.²

A superioridade do aceite cambial revelou-se na evolução da composição dos empréstimos das SCFI nos anos imediatamente seguintes à sua introdução: os empréstimos concedidos mediante contas de participação, que em 1959 desfrutavam de certa importância relativa no total das aplicações, correspondendo a 24,1% do total, foram sobrepujados largamente pelas operações de aceite, a ponto de aquela relação em 1964 já haver decrescido para apenas 3,2% do total. (Ver Tabela 1).

¹ Um ponto obscuro acerca do sistema de aceite cambial diz respeito ao tipo de comprador de letras de câmbio. Para Gamboa o comprador "típico" eram as unidades familiares: "A criação das Financeiras apoiou-se basicamente em recursos oriundos dos Bancos Comerciais. Porém, admite-se que a compra de letras de câmbio se apóia amplamente nas famílias." GAMBOA, Roberto de, *op.cit.*, p. 34.

² Simonsen acrescenta dois outros fatores que colocavam o sistema de contas de participação em desvantagem frente ao de letras de câmbio: "O fato de que os lucros dos depositantes eram tributados pelo imposto de renda, que os agregava aos rendimentos e ao complementar progressivo das pessoas físicas; tratando-se de ganhos ilusórios, geralmente bem inferiores à taxa de inflação, era altamente desestimulante tal tratamento fiscal"; "vários pareceres jurídicos colocaram em dúvida a legalidade da substituição dos empréstimos das Sociedades pelas operações de conta de participação." SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1976, p. 294. Segundo Contador, "A grande vantagem das Letras de Câmbio, se comparadas às Contas de Participação era o tratamento diferenciado na taxação de lucros — retornos nas contas de participação; e deságios — retornos nas Letras de Câmbio", ou seja, o primeiro dos fatores assinalados por Simonsen. (CONTADOR, Cláudio Roberto, *Mercado de Ativos Financeiros no Brasil (Perspectiva Histórica e Comportamento Recente)*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974, p. 36.)

Tabela 1

SOCIEDADES DE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO:
 APLICAÇÃO DOS RECURSOS
 1959 - 64

Final de Período	Saldo em Cr\$ Milhões de Dez. 1967 (*)			
	Aceites Cambiais (A)	Fundos de Participação (B)	Total (A)+(B)=(C)	% B/C
1959	23,0	7,3	30,3	24,1
1960	111,3	16,5	127,8	12,9
1961	142,2	17,1	159,3	10,7
1962	356,1	30,7	386,8	7,9
1963	331,3	31,2	362,5	8,6
1964	533,0	17,7	551,3	3,2

Fonte: ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 135.

(*) Deflator: IGP (Col. 2 de *Conjuntura Econômica*).

Não poderíamos deixar de ressaltar que o ano de 1959 assistiu, além da introdução do aceite cambial, a um outro acontecimento da maior importância. Com uma Portaria expedida pelo Ministro da Fazenda, surgiu a primeira tentativa séria de disciplinar as atividades das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento.¹ Esse diploma legal encerrou um conjunto de normas muito mais completo do que toda a legislação produzida anteriormente sobre essa matéria.² Assim, foram definidas as condições exigidas para o funcionamento das sociedades financeiras, as regras de fiscalização a que estariam submetidas e a delimitação de seu campo operacional. Em particular, a Portaria regulamentou aqueles dois artifícios lançados "espontaneamente" pelas financeiras, com o objetivo de contornar a Lei da Usura. Caberia destacar na Portaria nº 309 as seguintes determinações:

- distinção das Sociedades de Crédito e Financiamento —

¹ Trata-se da Portaria nº 309 do Ministro da Fazenda, datada de 30-11-1959.

² O que não exclui imprecisões em seu texto. Na opinião de especialistas, a Portaria nº 309 contém diversas incorreções quanto ao aspecto jurídico. Ver, a respeito, os comentários de PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições Financeiras Privadas*. Rio de Janeiro, Forense, 1973, cap. 1.

cujo objetivo seria o de conceder créditos de médio e longo prazo — das Sociedades de Investimento — destinadas a operar no mercado de valores, e admissão de um tipo misto, englobando ambas as atividades (as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento)¹;

- proibição do recebimento de depósito em dinheiro pelas Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, salvo dos depósitos dos seus próprios acionistas;

- estabelecimento da exigência de capital mínimo para as sociedades que viessem a operar com recursos de terceiros e depósitos de acionistas;

- limitação em 5 vezes o capital realizado e reservas livres, do montante de depósito de acionistas e recursos de terceiros;

- fixação de limites de risco por cliente, tanto nas operações de crédito, quanto nas operações de investimento;

- determinação de prazos mínimos para as operações ativas (6 meses) e passivas (1 ano) das Sociedades de Crédito e Financiamento e Investimento;

- limitação, com relação ao capital realizado da sociedade, do seu ativo fixo (30%, no máximo) e de sua participação em outras empresas (10%);

- obrigação da aplicação de 25% das operações de crédito em benefício direto ou indireto da agricultura;

- criação de um recolhimento compulsório para as Sociedades de Crédito e Financiamento, sobre o total dos recursos de terceiros e dos depósitos de acionistas;

- proibição da constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio que não fossem destinados a financiar a compra e venda de máquinas e equipamentos e bens de consumo.

Como se pode constatar, com a Portaria nº 309 intentou-se dotar o setor de um marco legal mínimo de referência, mas não se pretendeu alterar o rumo que trilhavam as SCFI naquele momento, qual seja, o da especialização em operações de crédito a prazos

¹ A maioria das instituições financeiras optou pelo enquadramento na categoria mista (SCFI), muito embora, como vimos, poucas delas viessem operando exclusiva ou predominantemente como sociedades de investimento.

mais dilatados do que os empréstimos bancários, destinadas ao financiamento de vendas a prestação, especialmente de bens duráveis de consumo.

CARACTERÍSTICAS DA EXPANSÃO DAS FINANCEIRAS NO QÜINQUÊNIO 1960-1964

Com base no sistema de aceites e sob o amparo das novas normas institucionais, as operações de crédito concretizadas pelas financeiras ganharam expressivo dinamismo no início dos anos 60. Alguns números dele dão conta, muito embora devamos advertir desde já para os baixos valores iniciais de referência (para o ano de 1959). Os empréstimos evoluíram como mostram os dados da Tabela 1, isto é, a taxas muito elevadas. A proporção empréstimos concedidos pelas financeiras/empréstimos bancários ao setor privado aumentou continuamente, passando de um insignificante percentual de 0,3% em 1951 para 1,1% em 1960 e daí para 1,5%, 3,5% e 3,8% no triênio seguinte, até alcançar 6,6% em 1964.¹ Embora os dados citados acima sirvam para ilustrar a rapidez com que evoluíram as operações de crédito das SCFI no período, podem também ser tomados como demonstração para o fato de que, até 1964, sua importância relativa era apenas modesta no confronto com as principais agências fornecedoras de crédito às empresas: os bancos comerciais privados e o Banco do Brasil.²

Por outro lado e refletindo o mesmo processo, o número de SCFI mais de que duplicou no período, passando de um total de 64 unidades no biênio 1958/1959 para 134 em 1964. (Ver Tabela 2)

Para pretender-se completa, qualquer interpretação das causas que incentivaram o crescimento das operações de crédito das SCFI na primeira metade da década dos 60, deve, ao menos, abordar dois acontecimentos. O primeiro deles eclode entre os anos finais dos 50 e os anos iniciais dos 60; o segundo, a partir de 1962.

¹ Cf. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, p. 65.

² Sua posição só se tornará expressiva de 1965 em diante, pelas razões que serão apontadas no Capítulo 3.

Tabela 2

SOCIEDADES DE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO:
NÚMERO DE SOCIEDADES REGISTRADAS NA SUMOC
1952 - 65

ANO	SEDES
1952	33
1958	64
1961	91
1962	110
1963	113
1964	134
1965	202

Fonte: ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA),
op. cit., p. 132

Desde fins dos 50, diversos projetos industriais implantados a partir do "Plano de Metas", que se encontravam antes em fase de instalação, entraram em operação, implicando isto numa mudança fundamental no que diz respeito aos requerimentos de financiamento das empresas. Como salientou Conceição Tavares, a partir de então, "não é o financiamento da expansão da capacidade produtiva que dá a tônica, mas sim a utilização final dos bens produzidos pela capacidade já instalada".¹ Para os setores produtores de bens de consumo duráveis (bem como para outros setores, como os de bens de capital), os problemas de financiamento que então despontaram diziam respeito ao financiamento aos consumidores, o qual exigia a expansão dos fundos disponíveis pelo sistema financeiro para créditos de médio e longo prazo.

A resposta a esse estímulo partiu uma vez mais das financeiras, enquanto os bancos comerciais aprofundavam sua tendência à especialização em operações de curto prazo. Cresceram tanto o número de SCFI em funcionamento, quanto os saldos de suas aplicações. Contudo, a despeito desta pronta resposta, deve-se notar

¹ TAVARES, Maria da Conceição. *Notas Sobre o Problema...*, *op. cit.*, 1973, p. 132.

que, até 1962 quando a maioria dos projetos já completara a fase de instalação, o valor absoluto dos seus empréstimos era reduzido demais para suprir as necessidades do parque industrial em ocupar a capacidade produtiva que se instalara muito à frente da demanda corrente. (Esta, constituída basicamente pelo consumo das camadas de mais altas rendas, antes voltado ao exterior.) Na verdade, o que a partir daí fazia-se necessário era a incorporação ao mercado consumidor de uma ampla faixa das camadas de renda média da população, mediante esquemas adequados de crédito ao consumo. Como se poderia aventar, era exatamente isto o que a atuação das financeiras vinha promovendo, através das operações de aceite cambial e da negociação de duplicatas referentes a vendas a prazo. Em todo caso, porém, tal atuação das financeiras vinha de muito pouco tempo e sua escala era ainda diminuta no limiar dos anos 60.

Assim, e seguindo esta linha de raciocínio, a crise de realização dinâmica que os setores de bens duráveis de consumo enfrentaram a partir de 1962, teve suas raízes estruturais assentadas desde antes neste problema não resolvido de financiamento. Neste sentido, as "crises de estabilização" provocadas pela política econômica, em 1963 e novamente em 1965 e 1967, viriam apenas agravar um quadro já estruturalmente definido, ao afetar as condições de realização da produção corrente destes setores. A propósito, a redução das aplicações das financeiras que se observou em 1963 (ver Tabela 1) foi antes consequência do que causa da retração da venda de duráveis ocorrida nesse ano.

Novo estímulo receberam as SCFI quando a economia, por volta de 1962, passou à fase descendente do ciclo, afetando sob diversos aspectos, a demanda de crédito de curto, médio e longo prazo.

A demanda por fundos externos elevou-se, em virtude das limitações impostas pela fase declinante à acumulação interna nas empresas, o que restringiu seu poder de autofinanciamento. Além disso, colocava-se a necessidade das empresas reciclarem suas dívidas de curto prazo, contraídas junto ao sistema bancário e acumuladas durante o auge. Pelo lado das condições de realização da produção final, em particular de bens duráveis de consumo e bens de capital, recolocava-se com maior intensidade o problema da expansão dos recursos disponíveis para créditos a prazos

mais longos, destinados ao financiamento do consumidor. A expansão dos fundos a prazos mais dilatados apresentava-se como forma de compensação para a queda do ritmo de crescimento das vendas ou até mesmo para a redução absoluta destas, como aconteceu em alguns setores ou períodos específicos.

Ante esta demanda acrescida de crédito, a reação dos bancos foi no sentido de subir as taxas nominais de juros e reduzir os prazos dos empréstimos. Reação exatamente oposta aos interesses de inúmeras empresas que se defrontavam com tais problemas de financiamento. Parte da demanda de crédito não atendida pelos bancos em montante e prazo, dirigiu-se assim às outras fontes institucionais então existentes, vale dizer, na prática, às financeiras.¹ Estas receberam, portanto, um duplo estímulo: o proveniente do crescimento das necessidades de financiamento das vendas a prazo médio e longo e o proveniente da demanda não satisfeita pelos bancos nas condições requeridas pelas empresas debilitadas financeiramente. Resultou desses estímulos a evolução apresentada por suas operações, bastante expressiva nos anos de 1962, 1964, bem como nos anos imediatamente seguintes.² É importante frisar que nesta etapa, tal evolução já não mais se atrelava tanto ao refinanciamento de vendas a prazo, particularmente de bens duráveis. Como bem observou Simonsen em artigo escrito em 1967 :

Inicialmente as Sociedades de Financiamento foram concebidas com o objetivo de financiar a venda de bens duráveis de produção e de consumo. Contudo, nos últimos tempos, elas se desviaram grandemente de parte para operações de desconto a prazos superiores aos bancos, transformando-se assim numa espécie de linha complementar dos bancos comerciais.³

Resta salientar que nem os bancos — mesmo aumentando a velocidade da rotação dos seus recursos livres —, nem as financeiras — mesmo expandindo a altas taxas suas aplicações — parecem

¹ Em retrospecto do ano de 1962, assim se expressa o Apecão: "Com a impossibilidade de obter a totalidade dos recursos necessários para o financiamento de suas operações no sistema bancário, a indústria e o comércio acorreram em larga escala para as empresas de aceite, como a única solução para o angustiante problema do capital de giro." APEC. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*. Rio de Janeiro, Apec, mai. 1963, p. 51.

² As limitações impostas pela política econômica à expansão da moeda e do crédito bancário também favoreciam as aplicações das SCFI.

³ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1976, p. 296.

ter logrado expandir substancialmente os fundos para financiamento às empresas. Por outro lado, a exacerbação das pressões inflacionárias, agravou ainda mais os mencionados problemas de financiamento além de, na prática, ter o efeito de desvalorizar o montante real dos empréstimos concedidos por uma e outra fonte.¹ Juntamente com outros fatores aos quais mais adiante faremos referência, essa "escassez de crédito" deu margem ao surgimento de um mercado paralelo de letras. Nele, negociavam-se — sem a intermediação das instituições financeiras autorizadas e sem qualquer tipo de controle por parte das autoridades — "letras diretas", ou seja, duplicatas ou simplesmente notas promissórias assinadas por dirigentes de empresas.² No auge de suas atividades, o mercado paralelo chegou a alcançar um volume de negócios comparável à negociação de letras de câmbio aceitas legalmente pelas SCFI.

* * *

Ao assumirem o poder em 1964, os novos condutores da política econômica depararam-se, portanto, com um segmento de crédito não-bancário já constituído, cujas características principais naquele momento, podem ser assim resumidas :

• tratava-se de um segmento em rápida expansão , tanto no que diz respeito ao volume de empréstimos, quanto ao número de instituições em funcionamento. Esse crescimento se dava principalmente na área do crédito por intermédio do aceite cambial, enquanto a atividade de "investimento" encontrava-se virtualmente

¹ A ponto de, em fins de 1964, o saldo dos empréstimos bancários ao setor privado situar-se em termos reais, abaixo do valor correspondente a 1951. A propósito, a incapacidade do setor bancário expandir os saldos de suas aplicações era um problema antigo. Entre 1950 e 1960, por exemplo, enquanto o PIB real do país quase duplicou de valor, o saldo real dos empréstimos dos bancos ao setor privado elevou-se em apenas 20%. (Ver, a respeito, a série dos empréstimos bancários elaborada pelo EPEA. Cf. ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 84.)

² Segundo o Apecão, as "letras diretas", "ganharam corpo no segundo semestre do ano (de 1962)." Tais letras, informa ainda o Apecão, "nada mais são do que notas promissórias aceitas por diretores de companhias, corretores de títulos e empresas sem autorização da SUMOC para operar no ramo do crédito e financiamento e que oferecem geralmente rendimentos maiores que as Letras de Câmbio regularmente aceitas pelas companhias autorizadas." (Cf. APEC, *op. cit.*, mai. 1963.)

desativada;

- não obstante a veloz expansão do setor, o peso relativo de seus empréstimos sobre os empréstimos bancários era ainda modesto, embora já não mais desprezível, como há alguns anos atrás;

- regulamentando o setor, vigorava desde fins dos anos 50 um conjunto de normas relativamente abrangente, o qual fixara, entre outras coisas, o tipo de operações ativas e passivas permitidas, o capital mínimo, os limites de aplicação, o valor máximo do total das aplicações e dos recursos de terceiros, os prazos mínimos ativos e passivos, além de regulamentar o aceite cambial e os fundos de participação;

- finalmente, a característica mais recente que se delineava: o movimento das SCFI parecia dar-se no sentido de encurtar os prazos das operações e absorver parte da demanda de crédito não atendida pelos bancos. Passavam assim a extravasar o campo de atividade ao qual haviam estado até então tão vinculadas: ao financiamento de vendas a prazo, em particular, de bens duráveis de consumo.

CAPÍTULO 2

OS DIAGNÓSTICOS OFICIAIS E AS PROPOSTAS DE REFORMULAÇÃO

Ao longo da gestão Campos-Bulhões foram produzidos três estudos especiais a respeito da situação creditícia e do mercado de capitais no Brasil. O primeiro deles, de autoria de Mário Henrique Simonsen, intitulado *O Mercado Brasileiro de Capitais*, foi publicado no início de 1965¹; o segundo, assinado pela equipe de economistas do EPEA, foi elaborado como um "Diagnóstico Preliminar" para o "Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social", sendo publicado em 1966²; finalmente, o terceiro veio a público no ano seguinte e constituiu o texto definitivo do "Plano Decenal" em seu capítulo sobre Política Monetária e Mercado de Capitais.³

Esses diagnósticos nos oferecem um material de consulta bastante útil para a reconstituição do pensamento oficial acerca da evolução do sistema de crédito e do mercado de capitais no país, que norteou as propostas de reformulação financeira. No caso específico do subsetor constituído pelas financeiras, seu interesse é enorme, pois neles estão explicitadas as razões para muitas das linhas de política econômica adotadas nesta área, com vistas à sua reformulação.

O primeiro dos diagnósticos, de um lado, e o segundo e o terceiro, de outro, despertam interesse por diferentes razões.

O de Simonsen traz implícito o princípio da compartimentalização e dele partiu a proposta de introdução da correção monetária nas operações de crédito e nos haveres financeiros. O diagnóstico Simonsen preocupou-se fundamentalmente em detectar grandes lacunas existentes no setor financeiro, tendo, certamente, como marco de referência a estruturação financeira norte-

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965.

² ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*.

³ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967.

-americana, da qual tomou o modelo de compartimentalização. Dentro dessa perspectiva, o documento elegeu como impasse maior a ser solucionado na área do crédito a inexistência de um segmento composto de instituições financeiras privadas, especializado no crédito a longo prazo.¹ As linhas de crédito deste tipo, então existentes, além de serem consideradas insuficientes, concentravam-se em mãos de instituições públicas. Tal concentração era, em si, considerada um mal, por refletir a escalada do estatismo. A criação de bancos privados de investimento visando a preencher esta lacuna, foi sugerida por este diagnóstico.²

Em outros segmentos o diagnóstico identificou diversas distorções. Mas, o fato é que já se encontravam constituídos e, mal ou bem, em operação. Desde há muito se haviam estruturado um mercado de crédito de curto prazo, sob o domínio dos bancos, um mercado de crédito de médio prazo, onde atuavam as financeiras, e um mercado de valores. O que necessitavam esses segmentos era de reparos (em alguns casos, de sérios e demorados reparos), destinados a neutralizar as distorções. Em geral, as dificuldades por que passavam foram atribuídas aos efeitos negativos da elevada inflação dos anos pré-1964, agravados pela limitação à taxa de juros imposta pela Lei da Usura. Como solução de longo prazo, a desinflação seria o caminho; mas, para a neutralização imediata desses efeitos, a introdução da correção monetária pareceu ser a melhor solução. Assim, uma outra proposta de destacada relevância do diagnóstico Simonsen, foi a de que se introduzisse no sistema financeiro a correção monetária.³

Ora, antes mesmo desse diagnóstico as SCFI já operavam nesse sentido, pois, de certa forma, o sistema de aceite cambial apoiava-se numa "correção" dos valores nominais, através do deságio. Esta "antecipação à reforma" por parte das financeiras foi reconhecida no diagnóstico Simonsen, que louvou precisamente a sua capacidade de adaptação às condições inflacionárias, sem

¹ "Das atuais lacunas do mercado brasileiro de capitais a que mais urge preencher é a dos Bancos Privados de Investimento." SIMONSEN, Mário Henrique, *op.cit.*, 1965, p. 80.

² Devemos observar que os bancos privados de investimento eram idéia antiga. Ver, a respeito, BULHÕES, Octávio Gouveia de. *À Margem de Um Relatório*. Rio de Janeiro, Ed. Financeira, 1950, p. 308.

³ SIMONSEN, Mário Henrique, *op.cit.*, 1965, Parte V, "Conclusões e Sugestões".

burla legal à Lei da Usura. E como a proposta fundamental era exatamente esta, ou seja, a da introdução de um mecanismo capaz de eliminar de imediato as distorções provenientes da ação conjunta da inflação e da Lei da Usura — coisa que as financeiras por sua conta já haviam feito —, explica-se porque este estudo oficial se preocupou tão pouco com os possíveis problemas existentes no mercado de crédito a médio prazo e porque nele não se encontra qualquer sugestão importante de reformulação nesta área.

O diagnóstico Simonsen, na verdade, encerrou um voto de louvor às financeiras (e implicitamente ao deságio, como precursor da correção monetária). O grande mérito das SCFI teria sido o de preencher um vazio deixado pelos bancos comerciais no sistema de crédito, decorrente da sua excessiva especialização em operações de curto prazo.¹

Por essa razão, em sua análise da situação do crédito de médio prazo, o diagnóstico concluiu que as "dificuldades criadas pelo binômio inflação-Lei da Usura, podem considerar-se em parte resolvidos pelo desenvolvimento das Sociedades de Crédito e Financiamento".²

A julgar, portanto, por esse diagnóstico pioneiro, as autoridades mostravam-se altamente receptivas às financeiras. Face a isto e dada ainda a importância relativa já assumida por essas instituições no fornecimento de crédito às empresas, com seus empréstimos chegando a representar um percentual não desprezível dos empréstimos bancários, não havia motivo para que a sua presença fosse rejeitada no projeto de compartimentalização. Desta maneira, o projeto original reservou com exclusividade para as SCFI, a faixa do mercado de crédito, compreendida entre as operações dos bancos comerciais, destinada a suprir a demanda por fundos de curto prazo, e as dos bancos privados de investimento, criados para atender às necessidades de fundos a longo prazo.

Quanto ao segundo dos estudos oficiais referidos (e o terceiro seguiu a mesma linha), seu objetivo básico foi outro. Não procurou detectar as grandes lacunas existentes no sistema financeiro, tarefa já realizada pelo primeiro diagnóstico. Buscou, no entanto, aprofundar a análise do modo de operar dos segmentos

¹ Cf. SIMONSEN, *op. cit.*, 1965, p. 66.

² *Id.*, *ibidem*, p. 46.

que se haviam estruturado. No capítulo referente às SCFI esta preocupação levou-o a uma análise pormenorizada das características do sistema de letras de câmbio, o qual — como mostramos no Capítulo 1 — já dominava amplamente por essa época.

A partir desta análise, algumas sérias distorções foram identificadas no setor: o deságio, que servira de inspiração à idéia da correção monetária, passou a ser acusado de inflacionário e a intermediação realizada pelas financeiras tachada de ineficiente. Atribuiu-se tamanha gravidade a esses problemas, que veio a ser inteiramente diversa a avaliação dos diagnósticos quanto à atuação das financeiras: de um desempenho louvado e considerado satisfatório, como sugeria abertamente o diagnóstico Simonsen, chegou-se a uma apreciação negativa do sistema que, como concluiu o Diagnóstico Preliminar, "não é condizente com o tamanho do mercado".¹

Vejamos a seguir mais detalhadamente as distorções que os textos oficiais passaram a identificar no setor, como fundamentaram as críticas ao sistema de letras de câmbio e as sugestões que apresentaram visando a neutralizá-las. Foram duas as principais críticas, que serão adiante tratadas individualmente. A primeira detectava na elevada discrepância entre as taxas cobradas pelas financeiras nos financiamentos e as taxas pagas aos compradores de letra de câmbio, um reflexo da ineficiência com que se processava a intermediação financeira. A segunda via, na antecipação inflacionária que redundava da utilização do mecanismo do deságio, um sério fator de conflito com a meta maior da política econômica do período, a estabilização dos preços.

Os diagnósticos, devemos advertir, teceram outras críticas ao sistema de letras de câmbio, além das assinaladas acima. Mas, não lhes dispensaram o mesmo destaque. A essas críticas de menor relevância, faremos também referência, ou ao longo deste capítulo, ou nos capítulos subseqüentes.

O DIFERENCIAL ENTRE TAXAS

Concordaram os diagnósticos num ponto: que o fator viabi-

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 149.

lizador decisivo na rápida expansão das financeiras foi o sistema de letras de câmbio. Por este sistema, as financeiras podiam contornar a Lei da Usura e, assim, habilitavam-se tanto a cobrar nos empréstimos, quanto a oferecer na aquisição de letras, taxas de juros superiores aos 12% fixados em lei como limite máximo.

O primeiro aspecto destacado pelos diagnósticos neste sistema diz respeito à posição da SCFI e dos demais intermediários financeiros participantes de uma operação por aceite cambial. Em particular a financeira, o principal intermediário, limitava-se a conceder o aceite na letra de câmbio. É verdade que ao fazê-lo, tornava-se co-responsável pelo resgate da letra, o qual, porém, ficava amplamente garantido mediante a entrega, pelo mutuário à instituição, de duplicatas, notas promissórias e outras garantias, que asseguravam o recebimento dos recursos necessários ao resgate do título. Entretanto, por essa participação auferia o intermediário financeiras polpudas margens de lucro, sem que para tanto sua participação no funcionamento do sistema fosse além do empréstimo de seu nome e prestígio para maior facilidade na colocação da letra. A ausência de risco, ou um risco muito reduzido para o intermediário era, assim, uma característica do setor. Apesar dela, cobrava-se dos tomadores de empréstimo taxas muito acima das que se pagavam aos compradores de letras.

Os diagnósticos foram igualmente unânimes em apontar esta elevada discrepância entre as taxas de captação e aplicação das financeiras, embora apenas os dois últimos extraíssem desse fato conseqüências maiores. Simonsen apenas a verificou, limitando-se a afirmar que por volta de 1964 a taxa de juros dos empréstimos andava pela casa dos 100% anuais nos financiamentos de 180 dias, e dos 130% nos financiamentos de 1 ano¹, ficando muito aquém desses percentuais a remuneração que o tomador da letra recebia a título de deságio. O Diagnóstico Preliminar — mais enfático em assinalar a discrepância — constatou que "as taxas pagas pelo mutuário chegaram a superar 100% aquelas recebidas pelo mutuante".² Por fim, o Plano Decenal ao abordar o problema, ressaltou que, se de um lado, as taxas oferecidas aos tomadores do título

¹ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 69.

² ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 146.

situavam-se muito abaixo da inflação, por outro, as pagas pelos tomadores de recursos "subiam até o nível aproximado da inflação".¹

Uma questão delicada, enfrentada pelos diagnósticos, foi a de explicar tamanha divergência entre as taxas. Todos a trataram de forma semelhante, adiantando que o problema residia muito mais no lado da oferta de recursos do que da procura. Nesse sentido, observou o Diagnóstico Preliminar :

... não nos parece que ela (a diferença entre as taxas) possa ser atribuída ao lado da procura. Na verdade, justificar-se-iam taxas até mais altas, a fim de compensar a inflação e reduzir a procura especulativa de capitais. A distorção pode ser melhor imputada ao lado da oferta, onde os que poupam perceberam, de um modo geral, taxas de juros negativas durante grande parte do período inflacionário.²

Por sua vez, a aceitação por parte dos "poupadores" de uma taxa sistematicamente negativa, o que segundo o Diagnóstico Preliminar "não é fácil de explicar"³, foi atribuída, ainda que tendo em conta essa ressalva, à "falta de conhecimento mais técnico" dos compradores de letras e à "falta de melhores alternativas para a aplicação de dinheiro a juros fixos".⁵ Ora, tais razões explicam apenas porque os aplicadores tinham que aceitar as taxas oferecidas, mas não dão conta dos motivos para a existência de uma margem de intermediação tão elevada.

Por outro lado, na busca de explicação, de pouco vale transferir o problema para a área dos custos de intermediação e dizer que tudo se resumia no fato de que os intermediários financeiros

¹ MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, p. 64.

² ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 38.

³ *Id.*, *ibidem*, p. 38.

⁴ *Id.*, *ibidem*, p. 38.

⁵ SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 70. Ver também ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 38. À página 141, diz o texto do Diagnóstico Preliminar: "As razões pelas quais os supridores de recursos emprestam a uma taxa real negativa seria de difícil explicação. Mas os empréstimos existem e para justificá-los optariamos pela tendência normal dos cidadãos que, não podendo conseguir o bom, tentam obter o menos ruim. Realmente o "menos ruim" dentre as alternativas da área financeira doméstica, a prazo médio e com risco reduzido, vinham sendo as letras de câmbio das Sociedades de Crédito e Financiamento. Vis-à-vis aos depósitos a prazos nos bancos comerciais ou caixas econômicas, à subscrição de títulos dos governos municipais, estaduais e federal, ou outras formas tradicionais de aplicação, ficava evidente a vantagem da compra de títulos de crédito das companhias de financiamento."

"não exercem suas funções a custos adequados para as partes negociantes".¹ Ora, como em contabilidade tudo pode ser tratado como custo, desde o custo de salário, de materiais até o "custo de capital", a explicação pela via do custo de intermediação não passa de tautologia. O que se deveria perguntar é pelas razões por que o sistema não se via condicionado a reduzir os custos de operação e, assim, deixar de transferir passivamente sua "ineficiência" à frente, para os tomadores de recursos. Além do mais, deveria ficar claro porque o sistema mantém inúmeros intermediários entre o mutuante e o mutuário, cada um cobrando taxas de intermediação, sem que se esboçasse nenhuma tentativa de simplificar a intermediação, senão que, pelo contrário, esta tendeu a tornar-se mais complicada, à medida em que se expandiam as operações de aceite. Como parece evidente, o repasse aos tomadores finais de empréstimos dos custos da "ineficiência" do sistema, bem como a existência de um intrincado caminho por que passavam os títulos entre diversos intermediários financeiros até chegar ao tomador final, não podem ser explicados se se toma como instrumental de análise um modelo de oferta e procura cujo suposto básico é a concorrência perfeita, tão ao gosto dos diagnósticos oficiais em exame. Ao invés seria necessário procurar esboçar uma explicação para os movimentos do diferencial entre as taxas, com base num estudo sobre a estrutura do setor constituído pelas financeiras², setor que, já naquela época, caracterizava-se por uma elevada concentração, o que desqualifica a utilização do instrumental acima referido por parte dos diagnósticos.

Mas, não eram apenas as SCFI que abocanhavam uma parcela dos recursos captados pela letra de câmbio. Havia um longo caminho a ser trilhado pela letra, passando por vários intermediários até chegar ao tomador final, e cada um deles assenhoreava-se de um tanto. A passagem a seguir citada, extraída do Diagnóstico Preliminar, indica com precisão todos os passos seguidos em uma operação de aceite. Vejamos :

Numa transação normal três intermediários são envolvidos: o pri

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 146.

² O que tentaremos empreender no Capítulo 5, deste trabalho.

meiro responsável pelo aceite do título, o segundo pela sua distribuição, o terceiro pelo registro da transação. Aquele que aceita o título, a Sociedade de Crédito e Financiamento, é o responsável direto junto ao público pelo seu resgate. É o elemento central do esquema e sua reputação a que mais influi no mercado. Sua remuneração deve ser de acordo com o risco envolvido na transação, considerando prazo e montante da operação. Em nossa tabela padrão, a taxa de aceite é progressiva em função do prazo de operação, indo de 2,5% em 180 dias a 5,0 em 360 dias. Embora possa parecer pouco relevante a mecânica pela qual a transação é encaminhada torna-se de maior importância quando encerrada pelo ponto de vista do risco assumido pelo aceitante do papel. Em geral, as duplicatas ou notas promissórias representando dívida real de terceiros para com as firmas tomadoras de empréstimos, são mantidas em carteira em poder da sociedade financeira como garantia até o resgate das obrigações aceitas por ela. Estes documentos, prova da dívida de terceiros para com a firma, podem ser postos em cobrança diretamente pela sociedade financeira, se necessário, e ficam em carteira junto de outras garantias de valor, tais como notas promissórias emitidas pela própria sociedade de beneficiária em favor da sociedade financeira, contratos de penhor mercantil, etc. Assim acobertados por uma farta documentação que garante a liquidação dos compromissos entre as partes, rezados os contratos exigidos para o cumprimento das obrigações é que as Sociedades de Crédito e Financiamento aceitam as letras de câmbio emitidas pelas firmas que necessitam do empréstimo. Tais letras têm o prazo de maturação equivalente aos das garantias apresentadas e são objeto de negociação junto ao público. Até este estágio os seguintes tributos incidem sobre a operação: a) 15% sobre 10% do valor do contrato referente à multa imposta às partes em caso de não cumprimento do mesmo; b) 2% sobre o valor da letra como selagem para o aceite. Recolhidos estes impostos, os títulos estão aptos a serem colocados no mercado e iriam diretamente para as mãos dos tomadores através dos corretores, caso não houvesse um contorno a ser feito. Conforme instrui a Lei 4.154, de 1952, ficam sujeitos à eficiência de impostos sobre a renda no total de 15% os deságios concedidos aos títulos negociados através das Sociedades de Crédito e Financiamento, sendo considerado deságio a diferença para menos existente entre o valor nominal do título e o valor em sua primeira transação. Para as transações seguintes o deságio é considerado como sendo a diferença para menos, caso haja entre os valores das transações consecutivas efetuadas. (...) Os intermediários que distribuem os títulos aceitos pelas Sociedades de Crédito e Financiamento, conhecedores do mercado, que é composto de tomadores que preferem não se identificar mesmo a custos de operação mais elevados, fazem a distribuição de forma a oferecer as vantagens do anonimato àqueles que assim preferem. Tomam para si os títulos emitidos, identificam-se como pessoa jurídica que são, recolhem 15% do que pagaram. A operação de distribuição é, portanto, efetuada em duas etapas: envolve inicialmente o primeiro tomador, em geral pessoa jurídica subsidiária da Sociedade de Crédito, aceitante dos títulos; e posteriormente, uma organização que realmente distribui os títulos, normalmente os corretores oficiais das Bolsas de Valores. (...) As letras de câmbio após estarem regularizadas quanto à tributação, são oferecidas ao público tomador. Em geral, por contactos prévios, a sua colocação é assegurada junto aos interessados, indo os títulos a pregão

mais para o cumprimento das disposições legais. A operação é confirmada e registrada na Bolsa que cobra para tanto uma taxa de 0,15% sobre o valor nominal da letra. Após a canalização do montante líquido (valor nominal menos deságio menos despesas) ao financiado, encerra-se a operação em sua fase primeira, restando a liquidação, em época futura, dos débitos contraídos pelas partes.¹

Portanto, o tortuoso caminho seguido por uma letra de câmbio, envolvia a passagem por uma financeira — seu ponto de partida —, mas também por uma corretora, uma distribuidora, além da Bolsa de Valores, cada qual cobrando uma taxa sobre o valor nominal da letra, até chegar ao comprador final. Tal mecânica configurava, segundo o diagnóstico oficial, um aparato ineficiente de intermediação financeira já que esta se processava a altos custos. A esta ineficiência atribuía-se a responsabilidade por "um grande entrave ao desenvolvimento do mercado de crédito a médio prazo no Brasil"², dado que influiria o referido diferencial sobre a oferta e demanda de fundos, de modo altamente adverso para a própria expansão das operações mediante aceite.

Pelo lado da demanda, "um mercado altamente competitivo para a obtenção de recursos tende a manter a taxa de empréstimos em nível relativamente alto, embora não acima da possibilidade de rentabilidade dos negócios (...). Assim, embora estas taxas de empréstimos se apresentem, a priori, com valores absolutos bastante elevados, se descontarmos a parcela correspondente à inflação havida até o resgate da dívida, obteremos na maioria das vezes, taxas de juros condizentes com uma remuneração real não exagerada para o capital, e algumas vezes mesmo nula ou negativa".³ O que pretendia mostrar o estudo oficial é que apesar da cobrança de taxas nominais elevadas nos empréstimos, estas taxas não eram absurdas, se tomadas em termos reais. Pelo contrário, situavam-se em níveis baixos o bastante para não fazer retrair a demanda por crédito. O Diagnóstico Preliminar chegou mesmo a afirmar que taxas mais elevadas do que as vigentes viariam a ser benéficas ao combate à inflação, pois atuariam no sentido de reduzir a demanda de crédito e, por essa via, a demanda

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, pp. 146-149.

² *Id.*, *ibidem*, p. 140.

³ *Id.*, *ibidem*, p. 140.

global.¹

Se as taxas cobradas aos empréstimos, embora mais elevadas que as cobradas pelo setor bancário, não chegavam a constituir empecilho à demanda de recursos, as taxas pagas aos aplicadores em letras de câmbio tinham este efeito sobre a oferta de fundos:

As taxas oferecidas aos emprestadores como remuneração do capital, têm sido simplesmente negativas em termos reais. E se a falta de uma maior desenvoltura impossibilitou-os de terem melhores opções, envolvendo-se em "ganhos ilusórios", não permitiu que o mercado se expandisse de forma regular e sistemática.²

Da constatação dessas distorções, partiu a primeira importante crítica às SCFI e seu método predileto de operar no mercado de crédito. Essa crítica só foi explicitada a partir do Diagnóstico Preliminar, que de modo categórico afirmou:

A estrutura em que operam os intermediários do negócio, (...) por si só demonstra uma competição inter-institucional branda; a especialização em que operam não é condizente com o tamanho do mercado, sendo seu desempenho afetado pelo custo de operação.³

Junte-se a isso o impacto negativo da tributação incidente sobre os rendimentos ilusórios (já que negativos em termos reais) da letra de câmbio, para se caracterizar um setor ineficiente naquela função que deveria constituir sua especialidade : canalizar recursos de médio prazo para os setores carentes, promovendo a intermediação entre o "poupador" e o "investidor".

E os responsáveis por tal estado de coisas eram dois : as próprias instituições financeiras — pouco competitivas e onerosas na função intermediadora — e a política tributária equivocada:

Os grandes empecilhos para uma maior eficiência para o mercado brasileiro de crédito a médio prazo têm sido a margem exagerada da remuneração paga aos intermediários e a taxa indevida das rendas puramente nominais.⁴

Naturalmente, a solução do problema residia na eliminação dos "empecilhos para uma maior eficiência" do mercado, através

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 141.

² *Id.*, *ibidem*, p. 141.

³ *Id.*, *ibidem*, p. 149.

⁴ *Id.*, *ibidem*, p. 150.

de aproximação das taxas pagas aos fornecedores de fundos com as taxas pagas pelos tomadores de recursos",¹tal como se verificara no paralelo. Isto, por si só, "seria suficiente para incrementar o suprimento de fundos no mercado de crédito".² Quanto às provi-
dências a serem tomadas para este fim, via-se a necessidade de duas, já por nós salientadas: a redução a níveis meramente com-
petitivos das até então exageradas margens absorvidas pelos in-
termediários financeiros e a mudança da legislação referente aos tributos incidentes sobre o deságio.

Nos capítulos seguintes, teremos oportunidade de comentar algumas questões que têm aqui seu ponto de partida, tais como a pretensa existência de elevada "elasticidade-juros", a priorida-
de atribuída pelos condutores da política econômica ao encami-
nhamento do problema do excessivo diferencial, os instrumentos postos em prática para solucioná-lo, e ainda o sucesso destas medidas em alcançar o objetivo pretendido.

Basta aqui para concluirmos, resumir em uma frase o diag-
nóstico oficial: ineficiência na função intermediadora, eis a moléstia de que sofriam as financeiras. O que, de resto, não era exclusividade sua, mas, segundo o diagnóstico, abatia-se sobre todo o setor financeiro organizado até então.

O DESÁGIO E O COMBATE À INFLAÇÃO

Uma outra grave distorção foi captada no sistema de acei-
tes cambiais, quando a preocupação com o combate à inflação ga-
nhou lugar de destaque, ao nível dos diagnósticos da situação creditícia. Dentro desta perspectiva, o deságio veio a ser iden-
tificado como um importante fator de resistência à política de redução da taxa inflacionária e, por isso, foi proposta a sua eliminação das operações mediante aceite.

Antes da apresentação das razões que conduziram os econo-
mistas do governo a esta conclusão, é útil recordar que ambos, o combate à inflação e o mecanismo do deságio eram, considerados essenciais: o combate à inflação, por parte do governo, pois sua meta prioritária era a estabilidade dos preços; o deságio,

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 145.

² *Id.*, *ibidem*, p. 142.

por parte das financeiras, pois o rápido crescimento dessas instituições apoiava-se precisamente nesse mecanismo. Obviamente, nem governo, nem financeiras estariam em princípio dispostos a abrir mão de coisas consideradas tão cruciais, o que prenunciava um confronto entre as partes, se cada uma delas mantivesse o propósito inicial de lutar pelos seus interesses. Como podemos adiantar, de fato por eles propugnaram e daí resultou uma longa "batalha" em torno à questão da eliminação ou não do deságio. Aos principais lances desta "batalha", bem como ao seu desfecho final, dedicamos um capítulo exclusivo (Capítulo 4). Limitamo-nos aqui a esclarecer porque o deságio e a política antiinflacionária conflitavam, no modo de ver das autoridades econômicas.

Deixemos a explicação a cargo do Diagnóstico Preliminar, pois ao nível dos diagnósticos oficiais, o problema aí apareceu pela primeira vez :

... o deságio que, em época de inflação crescente, tendia a subestimar a desvalorização da moeda, tende a sobreestimá-la. Ambas as tendências ocorrem em função da maior facilidade em prever o futuro como uma continuação do presente do que como uma extrapolação do passado recente. Assim, o deságio, em períodos em que o gasto inflacionário é combatido e há uma diminuição no ritmo do aumento de preços, exerce uma ação negativa sobre a política desinflacionária, tendendo a antecipar com exagero a variação do poder de compra da moeda.¹

Antes de constar dos diagnósticos, o problema já havia sido levantado por mais de uma vez, pelos ministros da área econômica, em pronunciamentos, artigos e entrevistas. O trecho transcrito abaixo, por exemplo, é de uma palestra feita pelo então Ministro da Fazenda, Octávio Gouveia de Bulhões, em solenidade comemorativa do primeiro aniversário da nova administração. Mais do que o tomado ao Diagnóstico Preliminar, o trecho esclarece as razões da oposição governamental ao deságio. Por isso o transcrevemos :

A coerência é absoluta. O mercado financeiro vem sendo há vários anos orientado pela expectativa de desvalorização do cruzeiro. O deságio traduzia e ainda traduz a antecipação da elevação dos preços; de um momento para outro não se pode mudar essa mentalidade de expectativa. Seria necessário que durante vários meses os preços se mantivessem estáveis para que o "ágio" viesse

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, pp. 151-152.

a nivelar-se à taxa nominal de juros. Todavia, não podemos esperar essa fase experimental. É impossível alcançar-se a estabilidade dos preços, enquanto a taxa de juros se mantiver em nível alto, por força de falsa expectativa de alta, consubstanciada no deságio.¹

Por detrás da crítica ao deságio, estava fundamentalmente, portanto, a pressa com que o governo desejava estabilizar os preços. Se permanecesse, o deságio poderia frear a velocidade do processo de desinflação, enquanto as expectativas nele encarnadas não se revertessem. E o governo, como declarou o Ministro, não se mostrava disposto a "esperar por essa fase experimental". Ao contrário, já traçara sua linha de política econômica, já se instrumentalizara para pôr sua política em prática e alimentava, como também declarou o Ministro nesta mesma palestra, "a certeza de que a estabilidade é mais rápida do que podem pressupor os credores".² Não admitiria, assim, interferências que o impedissem de alcançar suas metas, ou mesmo que as retardassem.

Não se pregava a eliminação pura e simples do deságio, mas oferecia-se algo em troca: a correção monetária a posteriori. Esta, se substituísse o mecanismo do deságio, seria capaz de conciliar todos os interesses em jogo: para as financeiras, a substituição "não traria outras desvantagens que uma certa complexidade na mecânica operacional"³; para o governo, a aceitação da proposta significaria dar um passo importante na direção do êxito de sua política econômica. Caindo o deságio, seguia-se que a "taxa de juros poderia ser reduzida de maneira imediata. O custo de produção poderá declinar desde logo e muito mais satisfatórias serão as oportunidades para os investimentos".⁴

No texto do Diagnóstico Preliminar a proposta de substituição do deságio pela correção a posteriori apareceu de forma detalhada. No entender dos responsáveis pelo estudo, tal substituição solucionaria, além do problema da antecipação das expectativas altistas pelo deságio, um problema adicional, qual seja, o da excessiva discrepância entre as taxas de juros. A sugestão foi a seguinte:

¹ BULHÕES, Octávio Gouveia. A Luta Contra a Inflação. *Digesto Econômico*, Rio de Janeiro, 20 (183): 24-29, mai./jun. 1965, pp. 27-28.

² *Id.*; *ibidem*, p. 28.

³ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 150.

⁴ BULHÕES, Octávio Gouveia, *op. cit.*, 1965, p. 28.

As letras de câmbio seriam vendidas, a exemplo do sucesso obtido pelas obrigações do Tesouro, pelo seu valor nominal garantindo ao seu comprador o seu reajuste por índice da variação do poder de compra da moeda na época do resgate e vencendo sobre o total reajustado, juros na ordem de x por cento (x variando até 12%). As Sociedades de Crédito e Financiamento cobrariam dos emitentes uma comissão pelo aceite das letras. Incidiria na transação o imposto sobre a renda real e ficaria isenta de tributação a parcela relativa à correção monetária. Com isso, evitar-se-ia ao mesmo tempo os inconvenientes da desvalorização antecipada da moeda e do gravame exagerado daqueles que poupam. Ter-se-ia a possibilidade de eliminar a maioria das distorções do sistema, procedendo-se simultaneamente à diminuição do número de intermediários (pela cessão da razão de existência de pelo menos um deles) e da discrepância das taxas de juros (pela não taxação de rendas das puramente nominais).¹

Sem entrarmos no mérito da proposta oficial (sua análise crítica será desenvolvida no Capítulo 4), caberia adiantarmos dois breves comentários a seu respeito.

O primeiro refere-se à perspectiva com que as autoridades encaravam a introdução da correção monetária nas operações por aceite. Como no caso geral de sua introdução em títulos e operações financeiras, aqui também a correção posfixada era vista como algo transitório, cuja extinção viria naturalmente uma vez alcançada a desejada estabilidade dos preços. A propósito, era idêntica a perspectiva em relação ao deságio, pois este, tanto quanto a correção posfixada que se queria implantar, devia sua existência ao processo inflacionário, o qual, como se acreditava, estava com seus dias contados. Desta forma, o fim da "era inflacionária" acabaria, cedo ou tarde, por sepultá-lo também. A preferência pela correção posterior, ao invés do deságio, não se apoiava, por conseguinte, em apreciações do tipo: a correção posfixada seria a mais indicada para conviver com o dia-a-dia da economia nacional. Simplesmente, e como já salientamos na Introdução, não se vislumbrava a longo prazo essa convivência, fosse qual fosse a escolha. Na verdade, a preferência recaiu sobre a correção a posteriori pelo fato de que esta, segundo se argumentava, teria uma influência sobre a taxa nominal de juros meramente passiva e não ativa como o deságio. Sendo assim, a manu-

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 152. Como teremos oportunidade de ver, esta proposta foi, em parte, levada à prática, porém suscitou problemas que iam muito além de "uma certa complexidade na mecânica operacional", sendo logo após abandonada.

tenção do deságio ocasionaria certa dilatação da "fase experimental" e, portanto, um atraso na concretização integral da meta de estabilização. Ao contrário, a adoção da correção monetária, além de servir como o deságio para preservar os valores reais de débitos e créditos, nenhum retardo causaria e, desta forma, o declínio imediato que se almejava para a taxa de inflação poderia se concretizar, dependendo isto exclusivamente do êxito da política antiinflacionária.

O segundo comentário diz respeito à forma unilateral com que pensaram as autoridades essa questão da correção posfixada "versus" deságio. Implicitamente, só admitiam que a correção monetária pudesse vir a dificultar o controle da inflação se seu cálculo se baseasse em expectativas, como no deságio. Já a correção monetária, se posfixada, na medida em que apenas refletiria a variação dos preços efetivamente ocorrida num determinado período de tempo, estaria isenta deste mal. Evidentemente, uma conclusão como esta apoiou-se num raciocínio que levou em conta apenas uma situação particular: uma situação na qual se partia de uma elevada taxa de inflação como a verificada em 1964, a qual no entanto estaria na iminência de ser rebaixada pela ação da política econômica. Se, todavia, fosse aplicado o mesmo raciocínio a uma possível situação inversa a esta, na qual o ponto de partida fosse um nível relativamente baixo da taxa de inflação e sobreviessem pressões altistas, os diagnósticos oficiais seriam obrigados a concluir, por uma questão de coerência interna, que as impropriedades que assinalaram para o deságio transferir-se-iam para a correção a posteriori e esta, e não aquele, atuaria como entrave a obstaculizar o declínio da taxa de inflação. Mas, como à época a perspectiva dos responsáveis pela política econômica não era outra senão a de eliminar em definitivo os focos inflacionários, não dedicaram a devida atenção ao exame desta segunda alternativa. Anos depois, no entanto, e já inteiramente desfeita a "ilusão da estabilidade", o feitiço voltou-se contra o feiticeiro e a correção posfixada — originalmente concebida como o herói antiinflacionário destinado a substituir um incorrigível agente da resistência à queda de preços — viu-se sob o fogo cruzado das críticas, por fomentar a especulação financeira e realimentar a inflação. Criticaram-na inclusive, aqueles mesmos aprendizes de feiticeiro que em outros tempos a de-

fenderam e patrocinaram sua disseminação pelos mais diversos setores da economia.

* * *

Não consta de qualquer dos diagnósticos sequer uma referência contrária à continuidade do mercado paralelo. Tampouco aparece ao nível dos diagnósticos a preocupação de destinar com exclusividade as aplicações das SCFI ao financiamento direto ao consumidor.

Contudo, tanto o extermínio do paralelo, quanto a criação de um esquema especial de crédito direto ao consumidor passaram a ser metas destacadas da política econômica, as quais tiveram repercussões profundas sobre o futuro das SCFI.

A explicação para a demora de sugestão do lançamento do crédito direto ao consumidor será apresentada adiante, no próprio capítulo a ele dedicado (Capítulo 6). Mas, com relação ao mercado paralelo, é necessário desde já salientar que os diagnósticos viam até mesmo com simpatia a sua existência, a despeito de representar uma potencial fonte de instabilidade econômica, estando, como estava, à margem de qualquer controle governamental. Sua constituição, sustentavam as fontes oficiais, havia corrigido na prática uma errônea política tributária sobre o deságio e seu desenvolvimento se dera à sombra da ineficiência com que se processava a intermediação financeira por meio das SCFI.

Mas, quando da primeira grande investida reformista, substanciada na Lei nº 4.728, a chamada Lei do Mercado de Capitais, surgiu explicitamente o objetivo de se exterminar o mercado paralelo. O Art. 17 da Lei determinava que "os títulos cambiais deverão ter a co-obrigação de instituição financeira para sua colocação no mercado".¹ Aos que não cumprissem esse dispositivo as sanções de terem bloqueado o acesso aos bancos oficiais, e de não terem curso na Carteira de Redesconto os títulos emitidos ilegalmente.

Segundo Caillaux, as pressões exercidas pelas SCFI (através de sua associação — a ADECIF, existente desde 1962) foram

¹ Lei nº 4.728 de 14-7-1965, Art. 17.

responsáveis pela inclusão deste artigo. Na verdade, as financeiras pressionaram por muito mais além do fim do paralelo, cujos negócios esperavam herdar. Mas, foi apenas isto e muito pouca coisa a mais o que lograram obter.¹

Os capítulos seguintes procuram, com a incorporação dessas duas metas ausentes dos diagnósticos oficiais, analisar o êxito das principais metas da política econômica para o setor das financeiras. Os capítulos seguem uma ordem cronológica: examinando inicialmente a questão da extinção do mercado paralelo, depois a da substituição do deságio pela correção monetária; a seguir, a da redução do diferencial entre taxas e, por fim, a da criação do C.D.C..

¹ Fora a extinção do mercado paralelo, as financeiras pleitearam sobretudo a redução da taxa sobre o deságio e a não identificação dos compradores de letras de câmbio. Reivindicaram ainda a faculdade de se transformarem em bancos privados de investimento e a taxa de ações ao portador das empresas de capital aberto. Somente foram aceitos os dois últimos pleitos, além, naturalmente, do artigo tornando ilegal o paralelo. Cf. CAÏLLAUX, Elisa Lustosa. *Ordenamento Jurídico do Mercado de Capitais: Um Estudo de Formação de Política*. Rio de Janeiro, IUPERJ, 1977, mimeo., p. 86.

CAPITULO 3

O MERCADO PARALELO

O AUGUE E A CRISE DO MERCADO PARALELO

Coloquemos desde já a questão central a ser tratada neste capítulo: foi relevante aquela determinação da Lei nº 4.728 que colocou o mercado paralelo na ilegalidade, em eliminá-lo, ou ao menos, em coibir seu crescimento?

Devemos ter em conta que esta não foi a primeira tentativa por parte das autoridades em desativar as operações do paralelo. Em 1963, a Lei nº 4.242, tal como a 4.728, exigiu a co-obrigação de instituição financeira autorizada na colocação de papéis junto ao público. No entanto, na prática, não surtiu efeito e o mercado continuou em plena atividade. Segundo o Diagnóstico Preliminar, as providências tomadas até mesmo incentivaram o paralelo, na medida em que quase em simultâneo, veio a ser criado um imposto incidindo sobre o deságio concedido ao tomador da letra, o que fez elevar ainda mais os já altos custos da intermediação das letras de câmbio, em detrimento da remuneração real de aplicações em letra. Houve, por isso, concluiu o diagnóstico, um de estímulo às operações regulamentadas e um impulso às transações ilegais, sendo que a única alteração suscitada pela Lei ficou por conta das negociações do paralelo que não mais puderam ser realizadas em Bolsa, local onde anteriormente os títulos sem o aceite de instituições financeiras "tinham o seu curso livre, através dos pregões".¹ Mas o objetivo de pôr fim ao paralelo, este não se alcançou.

Tampouco pode-se dizer que logrou êxito a tentativa da nova administração. Na realidade, o paralelo nunca conheceu tanto dinamismo quanto após 1964, quando a conjugação de alguns fatores deu extraordinário impulso às suas operações.

¹ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 143.

Expusemos no Capítulo 1 as razões do surgimento deste mercado. Pois bem, essas razões perduram no pós-64, só que agravadas em seus efeitos. Isto em muito decorreu do controle rigoroso sobre a expansão da moeda e do crédito bancário que se procurou implantar, particularmente sobre o crédito concedido pelo Banco do Brasil. A propósito, em se tratando do BB e de outras importantes agências públicas, o governo cumpriu à risca seu propósito de "desestatização do crédito" em paralelo à sua espasmódica política monetária restritiva. Isso foi particularmente notório nos anos de 1964 e 1965, quando a participação das instituições sob o controle público nos empréstimos concedidos pelo setor financeiro ao setor privado decresceu sensivelmente. Alcançara essa participação 57,5% em fins de 1963 para cair a 50,2% em fins de 1965. Com relação ao Banco do Brasil a queda foi, relativamente, mais acentuada: de 33,3% para 27,6%.¹ Ora, isso tinha o efeito de agravar ainda mais a "escassez de crédito", realimentando a demanda por crédito não-bancário.

Ao que tudo indica, uma parcela desta demanda pôde ser suprida pelas financeiras, que, como vimos, vinham experimentando um rápido crescimento. Contudo uma expansão ainda mais efetiva das aplicações das SCFI era impedida em função da baixa rentabilidade que as letras de câmbio ofereciam. Essa rentabilidade superava os 12% permitidos em lei, porém não acompanhou nem de longe a escalada da taxa de inflação em meados dos 60. Isso restringia seriamente o potencial de mobilização de recursos por parte do título e, em consequência, os empréstimos das SCFI.²

É verdade que em simultâneo às medidas de contenção, vinha a política econômica promovendo ampla diversificação das fontes de crédito não-bancário. Como ilustração, poderíamos lembrar o incentivo concedido à captação de empréstimos externos em moeda,

¹ Outra agência pública que sofreu forte retração foi o BNDE. Sua participação decresceu no mesmo período de 6,5% para 3,9%. Fonte dos dados: Banco Central do Brasil. Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado (Não-Financeiro) - Por Emprestadores Finais - 1963-75. In: *Boletim do Banco Central do Brasil*, 12 (12) : 2-9, dez. 1976, p. 4-5.

² Além do mais os empréstimos mediante aceite cambial amparavam-se em garantias reais, representadas por duplicatas ou notas promissórias referentes às vendas das empresas. Em condições de crise econômica e aperto de liquidez muitas empresas não podiam preencher esse requisito, e não ser, naturalmente, que emitissem "duplicatas frias". Isso restringia o acesso de inúmeras empresas à fonte financeira.

a criação dos bancos privados de investimento, a instituição de diversos fundos especiais de financiamento (como o FINAME, o FIPEME, o FUNDECE, a FINEP, dentre muitos outros) e, no âmbito da chamada "Reforma Habitacional", a articulação de um subsistema financeiro com o objetivo exclusivo de amparar financeiramente a construção e a aquisição de moradias.

Esta diversificação que veio acompanhada da criação de vários novos instrumentos de mobilização de recursos, permitiu uma extraordinária expansão dos empréstimos do sistema financeiro, muito acima, diga-se de passagem, do crescimento de qualquer variável "real". Contudo, ela somente frutificou plenamente na administração seguinte, de forma que as possibilidades de obtenção de recursos externos às empresas, por um bom período de tempo ainda ficariam restritas às fontes tradicionais, como bancos comerciais e financeiras (ver a Tabela 1), o que, pelas razões expostas, era insuficiente.¹

Tabela 1

EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO DOS BANCOS COMERCIAIS E DAS FINANCEIRAS:
PARTICIPAÇÃO SOBRE O TOTAL DOS EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO
1963-1970

Final de Período	Financeiras (1)	Bancos Comerciais (2)	Subtotal (1) + (2)	Total
1963	3,3	86,3	89,6	100,0
1964	5,6	86,0	91,6	100,0
1965	9,6	82,0	91,6	100,0
1966	8,2	78,3	86,5	100,0
1967	9,5	74,3	83,8	100,0
1968	12,1	66,4	78,5	100,0
1970	11,4	56,7	68,1	100,0

(1) Inclui apenas os empréstimos mediante aceite cambial.

(2) Inclui os empréstimos do Banco do Brasil, demais bancos comerciais oficiais e bancos comerciais privados.

Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil.

¹ As filiais de empresas estrangeiras sempre contaram com opções mais amplas, pois podiam lançar mão de recursos externos, ou fornecidos pela matriz (Lei nº 4.131), ou captados nos mercados financeiros internacionais, o que fora altamente incentivado desde 1965 pela Instrução nº 289 da extinta SUMOC.

O ponto que queremos ressaltar é que mais do que nunca havia espaço para um mercado paralelo se desenvolver, absorvendo as empresas que face à "escassez de crédito", agravada pela ação da política econômica, não obtinham os recursos que necessitavam no mercado institucionalizado. Esse espaço manteve-se aberto sem a menor dúvida até 1966, a partir de quando diversas das medidas assinaladas acima começam a surtir efeito.

Como parece razoável supor, os clientes de um mercado paralelo deveriam ser com maior frequência, as empresas mais abatedas pela crise e pela política econômica restritiva; as que se haviam endividado excessivamente no esforço de acumulação da fase anterior e, por isso, necessitavam levantar fundos destinados a saldar os compromissos assumidos e já não contavam com o apoio das fontes institucionalizadas; as que, por força de seu baixo poderio econômico e financeiro, perdiam a "corrida" aos poucos recursos livres dos bancos comerciais e não contavam com alternativa, nem interna, nem muito menos externa, para a obtenção de créditos em condições de prazos e juros mais favoráveis. Certamente, com esses requisitos, predominavam as empresas nacionais, as de porte pequeno ou médio e, sobretudo, as financeiramente muito debilitadas, sem que esqueçamos que, esporadicamente, grandes empresas podiam também recorrer ao mercado.

Como as operações de aceitação das SCFI, as que se realizavam no mercado paralelo não resultavam restringidas ante a contenção da liquidez monetária provocada pela política econômica do governo. Muito pelo contrário. Os cortes de liquidez monetária, agravando a já precária situação financeira das empresas mais combalidas, acentuava a necessidade dessas mesmas empresas recorrerem ao paralelo. Este, as absorvia e, a pretexto do risco implícito nas operações e da ilegalidade dos negócios, cobrava taxas exorbitantes de juros. Estas altas taxas, por sua vez, atraíam um maior volume de dinheiro, mobilizado para aplicação neste mercado, fechando-se o círculo.

Creemos ter sido esta a "dinâmica" da evolução do mercado paralelo, particularmente após o golpe de 1964: crescia com base na demanda de crédito por parte de empresas em difícil situação financeira, as quais a crise econômica e a política antiinflacionária atingiam em cheio e que face aos compromissos assumidos na fase anterior e impossíveis de serem saldados nestas

condições, dependiam do paralelo para sobreviver. Nesse mercado, a dependência se realimentava continuamente, em virtude da cobrança de taxas exorbitantes de juros, resultando no endividamento cada vez maior dessas empresas. Ao endividamento crescente, seguiam-se riscos crescentes nas operações, mas o paralelo "resolvia" a seu jeito o problema, cobrando taxas ainda mais altas de juros.¹ Como se vê, era uma "dinâmica" muito semelhante ao do capital usurário, aquele que tanto enriquece o capitalista dono do dinheiro, quanto arruína o produtor que a ele recorre.²

Soa um tanto despropositado associar o mercado paralelo à usura. Afinal, como forma característica do capital produtor de juros, o capital usurário corresponde à etapa pré-capitalista, durante a qual assumiu um papel revolucionário, por auxiliar a destruir as formas vigentes de propriedade, arruinar o pequeno produtor independente e fomentar a acumulação primitiva de capital dinheiro.³ Nenhuma dessas funções, obviamente, cumpria o mercado paralelo entre nós, ao tempo em que o sistema de produção era já plenamente capitalista. Mas no capitalismo, a usura subsiste, e, como observa Marx, com o agravante de que "ainda é liberada pelos povos de produção capitalista desenvolvida, das

¹ Quando do rumoroso caso de Mannesman, ficou-se sabendo as taxas de juros que esta empresa pagava por empréstimos a 180 dias no paralelo: "superiores a 7% ao mês", informa o Apecão. APEC. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*. Rio de Janeiro, Apec, jul. 1966, p. 45. A taxa de 7% ao mês, levada ao ano, resultaria numa taxa de 125%.

² A usura, nas palavras de Marx: "Mas, o terreno adequado, amplo e peculiar da usura é a função que tem o dinheiro de meio de pagamento. Toda prestação de dinheiro que vence em determinado prazo — foro, tributo, imposto, etc. — acarreta a necessidade de um pagamento em dinheiro. Por isso, desde Roma Antiga à Idade Moderna, a usura em grande escala se tem ligado aos coletores e cobradores de tributos, os "fermiers généraux", "receveurs généraux". Ademais, ao desenvolver-se o comércio e ao generalizar-se a produção de mercadorias, a compra e o pagamento se dissociam no tempo. O dinheiro tem que ser entregue em determinado prazo. As modernas crises de dinheiro demonstram que isso pode levar ainda hoje a condições em que as figuras do capitalista financeiro e do usurário se confundem. Mas, a própria usura torna-se o principal meio de intensificar mais a necessidade de dinheiro como meio de pagamento: endivida cada vez mais o produtor, destrói os meios de pagamento de que ele habitualmente dispõe, ao torná-lo impossível a reprodução regular, em virtude da própria sobrecarga dos juros. A usura brota aí do dinheiro como meio de pagamento e amplia essa função do dinheiro, o terreno em que se expande." MARX, Karl. *O Capital*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1975, v. 5, p. 687.

³ Cf. a interpretação clássica de Marx. Ver, *O Capital*, *op. cit.*, v. 5, Cap. XXXVI.

peias que nela punha toda a legislação anterior".¹

Em pleno capitalismo, o capital usurário não explora fidalgos ou produtores independentes, mas empresas capitalistas que, por um motivo ou outro, caíram na armadilha preparada pelo dinheiro em sua função de meio de pagamento :

O capital usurário possui o método de explorar do capital sem o correspondente modo de produção. Na economia burguesa, essa situação reaparece nas indústrias atrasadas ou naquelas que resistem à passagem para o novo modo de produção.²

As observações anteriores quanto à natureza do paralelo nos auxiliam no tratamento de uma questão polêmica, a qual diz respeito ao tamanho que assumiu durante o seu apogeu, no 1º semestre de 1965. Em se tratando de operações não regulamentadas, não existem estatísticas oficiais que permitam aferir sua importância absoluta (em termos do volume de negócios) e relativa (face às fontes regulamentadas de crédito). O que se encontrou foram apenas estimativas feitas com base em informações não-oficiais, certamente muito precárias e, por isso mesmo, contraditórias entre si. Assim, por exemplo, o Apecão — normalmente muito bem informado a respeito da conjuntura econômico-financeira, diga-se de passagem — avaliava o volume de negócios no paralelo como "equivalente ou maior ao de letras de câmbio aceitas pelas companhias de financiamento..."³ Compare-se essa estimativa, com esta outra, encontrada em um documento oficial :

... merecerá nossa atenção especial o surgimento daquilo que se convencionou chamar de "mercado paralelo", cujas transações chegaram a representar, segundo estimativa, cerca de 8 a 10 vezes o volume transacionado através das Sociedades de Crédito e Financiamento.⁴

Ora, para um mercado com as características assinaladas, cuja fonte de lucro residia em empresas candidatas a falência e que se alguma função exercia na reprodução global do sistema

¹ MARX, Karl. *O Capital*, *op.cit.*, v. 5, p. 688.

² *Id.*, *ibidem*, p. 685. Ver ainda, para uma discussão semelhante à que conduzimos aqui, LEVY, Maria Bárbara. *O Capital Usurário e o Capital Financeiro*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 3 (7) : 47-71, jan./abr. 1977, especialmente p. 68.

³ APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 45.

⁴ ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 136.

naquele instante era no sentido de momentaneamente dificultá-la — na medida em que ao financiar as empresas mais débeis, impedia que se processasse mais rapidamente a queima de capital (que é uma das funções da crise) — um tamanho como o avaliado pelo Diagnóstico Preliminar, parece exagerado. Se estivesse a avaliação correta, faria equivaler o paralelo ao conjunto das operações dos bancos comerciais (incluindo o Banco do Brasil).

Já a estimativa da Apec, parece mais razoável, mas é impossível precisar sua margem de erro. Se precisa, implicaria, naturalmente, em um tamanho bem mais modesto para o paralelo do que aquele estimado pelo estudo oficial, mas ainda assim, lhe caberia uma importância não desprezível: seus empréstimos equivaleriam a cerca de 10% dos empréstimos dos bancos comerciais ou a 8,8% do total dos empréstimos concedidos ao setor privado pelo sistema financeiro legalizado.

Dentre as poucas informações disponíveis sobre o paralelo, algumas desaconselham aceitar estimativas exageradas de seu tamanho. Por exemplo, após a série de "estouros" ocorridos em 1965, soube-se da dívida não paga pelos principais tomadores de recursos no paralelo. A Mannesman — "a vedete do mercado de Letras Diretas"¹ — devia Cr\$30 milhões e a Cia. Aga Paulista e a Toddy do Brasil, juntas, deviam, "segundo fontes officiosas", Cr\$ 15 milhões.² A dívida total dessas empresas subia, assim, a Cr\$45 milhões, representando este valor cerca de 10% de todo o paralelo, ou 1%, respectivamente, segundo a avaliação da Apec e do Diagnóstico Preliminar. Há de se concordar que, em se tratando de participações relativas de empresas líderes nas negociações paralelas, causadoras quando se negaram a saldar seus compromissos da bancarrota do mercado, o percentual correspondente à estimativa do documento oficial parece bem pouco realista.

Portanto, se é verdade que o paralelo não desfrutava de importância desprezível, em termos de volume de operações, sua relevância também não deveria ser exagerada, como pareceram pretender alguns analistas.

Uma outra característica do mercado paralelo era a de que absorvia basicamente pequenas somas de capitais individuais.

¹ APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 44.

² *Id.*, *ibidem*, p. 45.

Talvez coubesse até afirmar que era o mercado das "poupanças pessoais". A dívida de Cr\$ 30 milhões da Mannesman referida há pouco, por exemplo, distribuía-se entre 40.000 credores.¹ Apenas para se formar uma idéia acerca do "emprestador médio" da Mannesman, os 30 milhões corresponderiam em cruzeiros de novembro de 1979, a Cr\$ 1,4 bilhões e o valor médio da dívida por credor andaria por volta de apenas Cr\$ 33 mil. A propósito, essa característica reforça as idéias: 1) de aproximação do paralelo com um mercado usurário e, 2) de um porte não muito grande para tal mercado. Na verdade, não comportava elevadas aplicações de capitais, seja porque o risco implícito nas operações era demasiadamente elevado, seja porque as operações eram ilegais, embora fosse muito alta a taxa de juros das aplicações. Sendo assim, dificilmente poderia exercer, na falta de um sistema financeiro adequadamente organizado para tal, aquela função que na "prática todos os sistemas financeiros cumprem", qual seja, a de "centralização dos excedentes financeiros ou de capital— dinheiro sem aplicação rentável e/ou segura no setor produtivo".² Remessas para o exterior, operações de "take-over", especulação com mercadorias, imóveis e moedas estrangeiras constituíam as fontes principais de aplicação de capital, que durante a etapa recessiva achava-se ocioso para as inversões produtivas. Somente a partir das reformas bancária e do mercado de capitais, se desenvolverá esta função do sistema financeiro institucionalizado.³

O paralelo, nesse sentido, não "antecipou as reformas". Ele teve origem e se expandiu acentuadamente, antes como decorrência da incapacidade demonstrada pelo sistema financeiro institucionalizado em exercer a função de criar crédito do que da inadequação deste com relação à função de valorizar o capital na órbita financeira, função esta, para a qual, efetivamente, o sistema ainda não se havia habilitado, mas que tampouco poderia ser transferida ao paralelo, que decididamente não se prestava para tal.

¹ *Id.*, *ibidem*, p. 45.

² TAVARES, Maria da Conceição. *Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Tese Professor Titular, UFRJ, 1978, mimeo., p. 139.

³ Aliás, segundo Tavares, a "função intrínseca de valorização financeira foi a que mais se desenvolveu no Brasil". A autora refere-se ao período pós-reformas. *Id.*, *ibidem*, p. 139.

Se a esta altura retomarmos a questão inicial que deu lugar a estas apreciações (qual seja, a da possível influência das leis em coibir as operações paralelas), poderíamos afirmar, a título de conclusão, que, ao longo da crise econômica dos anos 60 e principalmente após ser posta em prática a política antiinflacionária do PAEG, o mercado paralelo recebeu fortes incentivos para se expandir e contra as forças que a isto levaram nada puderam fazer as leis, que reiteradamente o colocaram na ilegalidade.

Apenas um acontecimento pareceria contrariar a essa afirmação: o mercado paralelo entrou em uma grave crise por volta de meados de 1965, na mesma época em que nova proibição entrava em vigor, determinada pela Lei nº 4.728. Mas julgamos tratar-se de mera coincidência. De certa forma, a crise enfrentada pelo paralelo foi causada pelos mesmos fatores que antes lhe haviam fornecido estímulo.

A possibilidade de crise no mercado paralelo estava colocada a partir de suas próprias características. De um lado, caracterizava-o a usura e, portanto, ao enriquecimento de uns (os proprietários do dinheiro) correspondia a ruína de outros (as empresas que a ele recorriam). A ocorrência de "estouros" no paralelo era, portanto, algo latente. Por outro lado, tratava-se de operações ilegais, não regulamentadas e fora de controle das autoridades. O que significava ser impossível recorrer às instâncias judiciais para, por exemplo, a cobrança de dívidas não saldaadas. Mais importante, implicava também a impossibilidade da intervenção estatal, no sentido de procurar interromper as reações em cadeia que poderiam seguir-se a um eventual "estouro" de importância no mercado.

Como se pode constatar, os fatores que colocavam a possibilidade da crise nesse mercado, eram os mesmos que estimulavam a sua expansão. Tanto a debilidade financeira das empresas, quanto a ilegalidade, ausência de controle e regulação, eram o que habilitava a cobrança de elevadas taxas de juros nas operações com letras diretas, sem que sobre elas recaíssem a legislação em vigor (Lei da Usura), o fisco e os limites impostos às operações intermediadas pelas instituições financeiras legalizadas (limite mínimo de capital, limite mínimo e máximo de prazos, limite máximo de aplicações por cliente, etc.).

Até a primeira metade de 1965 o balanço dos aspectos negativos e positivos embutidos nos fatores assinalados penderam claramente em favor dos últimos, ou do contrário, não se explicaria a intensa atividade do paralelo durante o primeiro semestre de 1965, a ponto, inclusive, de absorver, sem aparentemente sofrer muito com isso, alguns "estouros" de relativa importância, ocorridos no período.¹

Sua própria expansão desenfreada, poder-se-ia imaginar, conduziria inevitavelmente ao agravamento das contradições assinaladas, levando-o à crise. Contudo, nesta trajetória "normal" interpôs-se um condicionante "externo" ao mercado, levando-o a queimar etapas. Trata-se de uma "crise de estabilização", provocada pela política econômica a pretexto de combater a inflação e que estourou em meados de 1965.

As repercussões dessa crise propagaram-se de imediato no paralelo. De início, até mesmo incentivou suas transações, mas logo em seguida, causou-lhe sérios embaraços. Isto porque a "crise de estabilização" "afetou particularmente as empresas financeiramente mais débeis"², muitas das quais haviam recorrido ao paralelo e aí se encontravam altamente endividadas e sobrecarregadas pelos juros altíssimos que lhes eram cobrados. A redução da demanda corrente e da liquidez monetária se dão bruscamente numa "crise de estabilização", abalando financeiramente as empresas que já se encontravam mais sobrecarregadas de dívidas. No paralelo, isso ensejou sucessivos "estouros", culminando com o episódio da Mannesman³, uma empresa do ramo siderúrgico, filial de empresa estrangeira e que tornara-se a principal cliente do paralelo. A Mannesman simplesmente "declarou que não pagaria as promissórias ainda existentes, alegando terem sido emitidas ilegalmente".⁴ A negativa da Mannesman pôs em evidência os inconvenientes relacionados à ilegalidade das operações paralelas e, "com isto, o prestígio do mercado paralelo entrou em colapso"...⁵

¹ APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 45.

² TAVARES, Maria da Conceição. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Rio de Janeiro. Tese Livre-Docência, UFRJ, 1975, mimeo., p. 138.

³ "O golpe culminante contra o mercado foi dado pela sociedade que mais negociava com tais papéis, a Cia. Siderúrgica Mannesman." *CONJUNTURA ECONÔMICA*. Retrospecto de 1965. *Conjuntura Econômica*, 20 (2), fev. 1966, p. 92.

⁴ *Id.*, *ibidem*, p. 92.

⁵ *Id.*, *ibidem*, p. 92.

Seguiram-se as reações normais em situações como esta, de generalizada "crise de confiança": houve fuga de capitais do paralelo, redução dos prazos das negociações, maior seletividade de clientes, etc., ocasionando novos e sucessivos "estouros". Na ausência de intervenção estatal, no sentido de interromper as reações em cadeia que se desenvolviam, os acontecimentos tiveram um curso "natural", em direção a uma crise inevitável: a partir do episódio da Mannesman, informa o Apecão, "iniciaram-se os pedidos de concordatas da grande maioria de empresas que operavam no paralelo, sacudindo dessa forma os círculos financeiros do país".¹

Nesse sentido, cabe a conclusão de que,

O término deste mercado verificou-se exclusivamente em face aos estouros observados nas principais companhias que aí operavam, e não por um maior policiamento ou exigência das autoridades competentes.²

O que neste comentário está ausente é o papel desempenhado pela política econômica no desencadeamento da crise no paralelo. E esse papel foi crucial.

É claro que o governo, ao provocar uma "crise de estabilização" e, com ela, a crise no paralelo, arbitrou duplamente na disputa intercapitalista, em desfavor das empresas mais abaladas pela etapa recessiva e pela própria política econômica restritiva, mas que, mal ou bem, até aquela altura sobreviviam com os empréstimos tomados no mercado ilegal. Com isso, acelerou a queima de capital.

REPERCUSSÕES DA CRISE SOBRE A LETRA DE CÂMBIO E A ORTN

Face às considerações acima, não se pode atribuir à reforma financeira em si a responsabilidade por ter provocado o fim do paralelo, pois, como se viu, esta responsabilidade coube à

¹ APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 45.

² *Id.*, *ibidem*, p. 45. Cabe ressaltar que, segundo alguns autores, as operações com letras diretas somente seriam paralisadas por completo no início de 1969, por força do Decreto-Lei nº 427. Ver, DAIN, Sulamis, *Industrialização e Financiamento no Brasil. Notas Sobre a Experiência Recente*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971, mimeo., p. 4. Anexo.

"crise de estabilização", que, por seu turno, foi antes detonada com objetivos de ordem conjuntural do que reformista.

Apenas em um sentido a reforma influenciou diretamente nos rumos do mercado paralelo: no sentido de que, com ela, promoveu-se rapidamente uma ampla diversificação de agências e instrumentos de crédito não-bancário, com o que a expansão geral do crédito pôde se dar a partir de 1967 a taxas muito elevadas e, em função disto, perdeu destaque o crédito direto inter-empresas ou inter-pessoas, assim como as fontes não institucionalizadas, como era o paralelo.

Mais importante para os objetivos desse trabalho, no entanto, é acentuar os efeitos da crise do paralelo sobre a execução do projeto reformista. Esses efeitos foram bastante amplos, a ponto do governo, por causa deles, ter sido obrigado a admitir a contragosto alterações em seu projeto original. Vejamos, então, que efeitos foram esses.

Para começar, tenhamos em mente a meta maior da política econômica do período: reduzir drasticamente a taxa de inflação. No setor financeiro, esta meta conduziu, entre outras providências, à criação ainda em 1964 da ORTN e à tentativa de substituir o deságio das letras de câmbio pela correção monetária pos fixada. Assim, por volta do momento em que estourava a crise do paralelo, andava o governo preocupado, de um lado, em introduzir e consolidar o mais rapidamente possível a ORTN, como um título de grande aceitação no mercado, e, de outro, em encontrar uma fórmula para eliminar o deságio. Enquanto não encontrava as soluções definitivas para ambos os problemas (o que segundo suas próprias estimativas levaria ainda algum tempo), tentava através de diversas medidas exploratórias, incentivar a venda de ORTN e desincentivar a de letra.

Pois bem, somos de opinião que, com a crise do paralelo, a colocação de ambos os títulos foi estimulada absorvendo os capitais em fuga do paralelo. No caso da ORTN, o estímulo foi moderado, não fundamental para o seu destino, e, além disso, muito bem recebido pelas autoridades; já no caso da letra, foi um estímulo muito forte, crucial para o seu destino, porém muito mal recebido pelas autoridades, que, em contrapartida, tentaram aplicar-lhe diversas penalidades.¹

¹ Preocupamo-nos apenas com a ORTN e a letra de câmbio porque não havia ou-

A preferência pela letra de câmbio decorreu não tanto dos atrativos oferecidos aos compradores do título, que na verdade eram muito poucos, mas resultou principalmente da inadequação do título concorrente. A ORTN havia sido lançada pouco tempo antes, em fins de 1964, com grande estardalhaço. O governo prometia pagar juros e correção monetária, prometia ainda incentivos fiscais e, acima de tudo, prometia tornar-se dali em diante um bom pagador de sua dívida.¹ Mas o prazo de resgate da ORTN foi fixado em no mínimo 3 anos, o que incompatibilizava o título com o tipo de aplicação que, em momentos de generalizada "crise de confiança" como aqueles que circundaram o episódio da crise do paralelo, era preferido, ou seja, a de curto prazo. Colaborava ainda para desincentivar a compra de ORTN a fase nitidamente experimental pela qual passava a regulamentação do título. Foram várias as alterações na regulamentação da ORTN em 1965, que culminaram por lhe dar muito maior poder competitivo a partir do ano seguinte. Mas durante 1965 essas alterações geraram incertezas, afastando os compradores.

Já a letra de câmbio, sem prometer nem a rentabilidade real, nem os incentivos fiscais acenados pela concorrente, apre-

tra alternativa a disputar com esses dois a herança deixada pelo paralelo. Circulavam ainda letras de importação, que se haviam constituído na coqueluche do mercado financeiro em 1964, mas que se encontravam em franca desativação com a política de redução dos encargos financeiros e depósitos compulsórios sobre as importações, após o golpe de 1964. De 1964 para 1965 a emissão de letras de importação baixou de Cr\$300 milhões para Cr\$85 milhões (valores correntes). (Cf. APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 45.) Quanto ao mercado acionário, seu volume era muito pequeno para se revestir de alguma importância. Basta dizer que em 1965, as transações com ações não representaram nem mesmo a metade das transações com letras de câmbio e de importação nas Bolsas do Rio e de São Paulo. As transações com ações atingiram um total de Cr\$ 206 milhões e as com letras Cr\$ 595 milhões. (Dados da Apec, *id.*, *ibidem*, Tabela D-1 do Anexo Estatístico.)

¹ Por via das dúvidas, o governo acautelou-se. Ao lado de promessas e incentivos para fomentar a subscrição voluntária, cuidou de garantir a colocação de ORTN por meio de práticas compulsórias ou semi-compulsórias: instituiu uma modalidade de subscrição obrigatória (com recursos do Fundo de Indenização Trabalhista — 3% da folha de salários —, das reservas técnicas das companhias de seguro, etc.), e uma modalidade de subscrição alternativa ao pagamento de tributos (como a tributação sobre o lucro imobiliário e sobre a correção monetária dos ativos das empresas). Permitiu ainda que as ORTN fossem recebidas pelo seu valor atual como caução fiscal ou contratual por quaisquer repartições ou autarquias federais. Para maiores detalhes, consultar, SILVA, Maria da Conceição. *A Dívida do Setor Público Brasileiro - Seu Papel no Financiamento dos Investimentos Públicos*. Rio de Janeiro, IPEA, 1976, Col. Relatório de Pesquisa, 32, Cap. III.

sentava a grande vantagem comparativa dos prazos, os quais raramente ultrapassavam seis meses. A letra de câmbio, um título já tradicional no mercado, também não despertava as incertezas e desconfianças assinaladas para a ORTN e, de mais a mais, operava com o mecanismo do deságio, o que permitia o cálculo seguro e antecipado do rendimento nominal das aplicações. Por isso foi preferida.

Algumas informações indicam claramente que apenas devido a um acontecimento "exógeno", como a crise do mercado paralelo, poderia se expandir tanto quanto efetivamente se expandiu o saldo de aceites cambiais das financeiras. O ano de 1965, particularmente em sua segunda metade, foi um ano de ouro para a letra de câmbio e para as financeiras, sem precedentes em sua história e, talvez, apenas comparável à "performance" dos anos de "milagre". O número de SCFI pulou de 154 para 202 unidades entre fins de 1964 e fins de 1965 e o saldo de aceites cambiais, no mesmo período, aumentou em 125% descontada a inflação.¹ Como reflexo desse rápido crescimento, a participação dos empréstimos concedidos por estas instituições relativamente à totalidade dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado, dá um grande salto, passando desde os 5,6% alcançados em 1964 para 9,6% em 1965.² Ora, tão bom desempenho deu-se em condições que não propriamente favoreciam a venda de letras de câmbio. Senão, vejamos:

Tomemos, de início, o aspecto rentabilidade das letras de câmbio. O ano de 1965 e, particularmente, a sua segunda metade, não foi nada favorável para quem comprou letras de câmbio. Nesse

¹ Deve-se observar que este "boom" do mercado de letras em 1965 incentivou a entrada de inúmeras financeiras de pequeno porte. A *Revista Banas* publicou uma listagem das principais SCFI constituídas em 1965. Das 89 empresas listadas, 75 possuíam capital de até Cr\$100 mil; 12 entre Cr\$101 mil e Cr\$200 mil e apenas 2 foram registradas com capital superior a Cr\$200 mil. Embora o valor do capital não seja o melhor critério de avaliação do "tamanho" das financeiras (ver a discussão a respeito no Capítulo 5), os valores apresentados por Banas são contundentes o bastante para levar a esta conclusão. Por essa época, grandes e mesmo médias financeiras raramente possuíam capital inferior a Cr\$500 mil. Ver BANAS. *Investindo Para o Brasil*. São Paulo, Banas, 1966, pp. 29-30.

² Vale dizer, em termos relativos ao conjunto do setor financeiro, em 1965 as financeiras evoluíram quase tanto quanto haviam evoluído desde que foram introduzidas. Nos anos seguintes a 1965 e até o fim da década, a participação dos empréstimos das financeiras subiu, porém, moderadamente. Em 1970 atingiu 11,4%. Nos anos de auge cíclico alcançou o máximo: 14,3% em 1973.

período, o rendimento das letras tornou-se altamente negativo em termos reais, chegando a taxa de inflação a superar o rendimento nominal em mais de 10 pontos percentuais.¹ Poder-se-ia contrapor que esta forma de avaliação dos ganhos na compra do título consiste numa visão a posteriori, pois toma o rendimento nominal vigente à época da aplicação e o compara com a taxa de inflação verificada durante o prazo de maturação da letra. Essa forma de avaliação teria uma utilidade prática se, por exemplo, o objetivo fosse estimar os lucros ou perdas reais de quem comprou letras de câmbio naquele período, levando em conta, a posteriori, todas as variáveis do jogo. Mas poderia não ser este o melhor caminho para se avaliar o atrativo das letras, no momento da aplicação (e não após decorrido o prazo de maturação). Para este último objetivo melhor seria, talvez, tomar apenas o rendimento nominal oferecido aos compradores de letras. Pois bem, o rendimento nominal revelou-se decrescente ao longo do ano

¹ Mês a mês, durante 1965, foi o seguinte o comportamento do rendimento das letras de câmbio e da taxa de inflação:

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

Obs.: A taxa de rendimento nominal foi calculada da seguinte forma:
 $(1 + x)^{12}$, onde x é a taxa de juros mensal para o mutuário.

Inflação: variação do índice geral de preços, disponibilidade interna nos próximos doze meses.

Fonte: NESS, Jr. Walter L.. *A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, p. 174.

até agosto, a partir de quando estabilizou-se¹, numa indicação de que também pelo enfoque *ex ante* não se revelavam atrativas as aplicações em letras.²

Outra razão, potencialmente inibidora da venda de letras de câmbio, foi a campanha organizada pelo governo contra o deságio em 1965, num preâmbulo do que seria uma campanha muito mais intensa, desenvolvida no ano seguinte. Pela Lei nº 4.728, de meados de 1965, o governo determinou o aumento da taxaço sobre o deságio e estabeleceu o fim do anonimato na compra de letra, medida esta prevista para entrar em vigor no início de 1967. Essas determinações causaram certa apreensão no mercado, mas nem por isso deixaram os saldos de letras de crescer acentuadamente.

Restaria apenas um fator cuja contribuição teria sido positiva para a expansão das letras de câmbio em 1965. Trata-se da recuperação do setor industrial após a "crise de estabilização" e, particularmente, da retomada das vendas da indústria automobilística no segundo semestre, com repercussões favoráveis no mercado de letras. Cabe, no entanto, observar que mesmo quando a demanda por empréstimo das financeiras se manteve em baixa, a venda de letras expandiu-se, sinal de que fatores outros estavam em jogo para incentivá-la.³

¹ Ver a Tabela da nota anterior. As taxas mensais para os tomadores de letra de câmbio, foram as seguintes em 1965 :

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

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 11 (1), out. 1975, p. 37.

² É o que também indicam comentários da época: "(...) durante certo período do ano, houve uma escassez de letras decorrente da falta de sacadores, impondo-se dessa forma menores deságios e maiores taxas, com sensível diminuição de rentabilidade, que, no entanto, não constitui motivo para que os aplicadores afastassem suas preferências sobre estes títulos." APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 45.

³ Cf. a passagem citada do Apecão na nota anterior.

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

A contragosto, teve, assim, o governo que aceitar a realidade de um mercado de letras de câmbio de dimensões muito maiores do que seus economistas haviam previsto. Isso condicionaria os rumos de sua política para o setor: via-se ele agora contrangido a agir de modo muito mais efetivo, se quisesse continuar alimentando as esperanças de eliminar o deságio, pois teria também ante si um adversário muito mais poderoso (e não mais um "mercado atrofiado").

Quanto à ORTN, sua competitividade só aumentou algum tempo após ocorrerem os principais "estouros" no paralelo. Essa maior competitividade teve origem em um "pacote" de medidas tomadas no segundo semestre de 1965 com vistas a incentivar a aquisição voluntária de ORTN: em julho o governo elevou, para efeito do imposto de renda, o percentual de abatimento da renda bruta das pessoas físicas, de 20% para 30% do total gasto na subscrição voluntária de ORTN; em setembro, lançou a ORTN com prazo de 1 ano, juros de 6% ao ano e correção monetária calculada mensalmente e, por fim em novembro, abriu ao comprador de ORTN a opção de escolha entre a correção monetária e a correção cambial.¹

Para a satisfação dos mentores da política econômica, muito rapidamente se fizeram sentir os efeitos dessas medidas. Já no último trimestre do ano, verificou-se um grande aumento da subscrição voluntária do título, graças fundamentalmente ao enorme interesse que despertaram as ORTN com prazo de 1 ano e correção mensal.² A propósito, tão ampla procura por ORTN, ao que parece,

¹ Cf. SILVA, Maria da Conceição, *op. cit.*, p. 56.

² As subscrições voluntárias assim evoluíram em 1965:

não fora sequer prevista nos planos governamentais. O orçamento monetário de 1965 estimara em Cr\$ 76,9 milhões o valor da colocação líquida de ORTN, o que permitiria cobrir 10% do deficit previsto. Mas, surpreendentemente, os recursos oriundos da venda do título público, ultrapassaram em 4 vezes a previsão, financiando mais da metade do deficit efetivo.¹ Cabe especular com base nesses números, se também a ORTN não teria herdado parcela dos capitais em fuga do paralelo, ainda que em menor escala do que a letra de câmbio. Contudo, é pouco provável que seja grande o poder explicativo deste fator para o sucesso alcançado por este título. Ao que parece, os incentivos introduzidos no segundo semestre do ano foram em si mesmos suficientes para atrair recursos ociosos de pessoas, empresas e bancos para a ORTN, independentemente do que se passava no paralelo. Tanto é assim que no ano seguinte teve seguimento a rápida evolução da dívida pública federal em títulos, iniciada no último trimestre de 1965, com base na subscrição voluntária.² Algumas informações dão disso uma idéia: durante 1966, o saldo de ORTN em circulação ultrapassou o de letra de câmbio, assumindo o título público a liderança no mercado; ainda durante esse ano, a colocação líquida de ORTN forneceu recursos que permitiram financiar todo o deficit de caixa do Tesouro³; por fim, as subscrições voluntárias

Tipo de Subscrição	1º TRIM.	2º TRIM.	3º TRIM.	4º TRIM.	Total
Subscrição Voluntária - (Cr\$ milhões)	10	35	19	121	185
- Prazo de 1 Ano - (Cr\$ milhões)	-	-	6	64	90

Fonte: APEC. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*. Rio de Janeiro, Apec, jul. 1967, p. 36.

¹ As informações sobre o orçamento monetário foram recolhidas em SIMONSEN, Mário Henrique. *Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro, APEC, 1970, p. 34.

² No capítulo seguinte, teremos oportunidade de voltar a discutir as razões do sucesso da colocação de ORTN em 1966.

³ Em 1966 a colocação líquida de ORTN correspondeu a 107,2% do deficit; no ano anterior correspondera a 56,8%. (Dados de FERREIRA, Edésio Fernandes. *A administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil*. In: *Política Monetária e Dívida Pública*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974, pp. 279-400, p. 300.)

nesse ano alcançaram uma proporção tão alta do total subscrito, que chegaram a colocar as modalidades de subscrição compulsória e alternativa de tributos em um pouco significativo segundo plano.¹

¹ Desde 1964 evoluiu da seguinte forma a participação da subscrição bruta voluntária de ORTN no total subscrito : 1964: 26,8% 1965: 62,7% 1966: 83,5% (a subscrição voluntária inclui a subscrição pelos bancos comerciais, com recursos do depósito compulsório). Fonte dos dados: SILVA, Maria da Conceição, *op. cit.*, p. 58.

CAPITULO 4

A BATALHA CONTRA O DESÁGIO

Poder-se-ia demarcar dois períodos distintos no que toca ao combate empreendido pelo governo ao deságio da letra de câmbio: um prêvio, outro posterior aos acontecimentos de 1965, os quais forneceram um extraordinário impulso às operações por aceite cambial. A cada um deles corresponderam elencos diferentes de medidas de política econômica, mas em todos os casos visava-se um único objetivo: eliminar o indesejável deságio.

A BATALHA CONTRA O DESÁGIO: O 1º "ROUND"

A princípio, as autoridades atacaram o problema de modo altamente tradicional. A crença inicial era a de que algumas medidas de caráter fiscal dariam conta do objetivo. Tal postura correspondia a um diagnóstico do setor, o qual não esperava uma expansão tão grande das financeiras como a que ocorreu em 1965. Para um "mercado atrofiado", eis o raciocínio implícito, bastaria um bom tratamento à antiga, mediante uma certa dose de impostos e outras poucas providências adicionais, e chegar-se-ia ao resultado desejado.

Essa postura da política econômica está contida, em toda sua plenitude, na Lei nº 4.728, objeto das linhas a seguir.

A Lei nº 4.728 e a Questão do Deságio.

Um artigo da Lei do Mercado de Capitais reúne algumas das aspirações do governo relativamente à letra de câmbio. Trata-se do artigo 27. Ei-lo:

As sociedades de fins econômicos poderão sacar, emitir ou aceitar letras de câmbio ou notas promissórias cujo principal fique sujeito à correção monetária, desde que observadas as seguintes condições:

I - prazo de vencimento igual ou superior a um ano, e dentro

do limite fixado pelo Conselho Monetário Nacional;

II - correção segundo os coeficientes aprovados pelo Conselho Nacional de Economia para a correção atribuída às obrigações do Tesouro;

III - sejam destinadas à colocação no mercado de capitais com o aceite ou co-obrigação de instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central.¹

O conjunto destas três determinações assegurariam vários aspectos importantes, para o alcance das metas gerais da política econômica reformista:

1. a segurança das aplicações e o controle governamental das mesmas (viabilizados pela obrigatoriedade da intermediação das financeiras);

2. o alargamento dos prazos das aplicações em letras e, em consequência, dos empréstimos concedidos pelas financeiras, com o que se passaria a contar, de fato, com instrumento de mobilização de recursos e instituições de crédito, especializados no médio prazo (prazo mínimo de 1 ano);

3. a remuneração justa ao "poupador", pois os juros recebidos nas aplicações estariam "limpos" da desvalorização da moeda. Acima de tudo, a letra de câmbio deixaria de trazer consigo o hábito inflacionário, com o deságio dando lugar à correção a posteriori.

Quanto à primeira meta, ela foi alcançada, obra e graça da crise do mercado paralelo. A segunda, preferimos analisá-la mais detidamente dentro em breve, porém não custa adiantar que cedo as autoridades foram obrigadas a abandonar seu propósito inicial e a aceitar prazos bem menores. Quanto, finalmente, à terceira meta — a meta maior — vejamos se e em que medida foi efetivamente lograda.

Basicamente o governo lançou mão de expedientes fiscais para garantir a substituição do deságio pela correção monetária. Em primeiro lugar, manteve a taxaçoão que sobre ele vigorava desde 1962, quando a Lei nº 4.154 fixara o desconto do imposto de renda em 15% cobrado na fonte para os compradores de letras que optassem por se identificar junto ao fisco. Para quem preferisse

¹ Lei nº 4.728 de 14-7-1965, Art. 27.

o anonimato, o imposto subiria a 45%.¹ Na Lei nº 4.728 conservou-se o percentual de 15%², mas excluiu-se a opção pelo anonimato.³ Em segundo lugar, a Lei nº 4.728 determinou que se tratasse como juro o deságio, na declaração do imposto de renda, independentemente do valor apurado para a correção monetária.⁴

A queda da alternativa pelo anonimato e a taxaçoão mais rígida sobre o deságio foram recebidas com veementes protestos pelas financeiras. Aliás, as desavenças exatamente quanto a esses pontos, entre governo e financeiras, surgiram desde a fase de elaboração do projeto da Lei nº 4.728. As SCFI alegavam que, se mantidos os propósitos do governo, "... seria a morte do referido instrumento [a letra de câmbio], pois é óbvio que quem compra letra de câmbio não o faz senão por ser esse um instrumento simples, de alta negociabilidade, ao portador e que permite aos adquirintes quase manter o valor de uma poupança anterior".⁵ Propunham então a conservação do anonimato, uma taxaçoão mais branda, além de outras medidas. Tais reivindicaçoões não encontraram ressonância e o projeto de Lei foi enviado ao Congresso pelo Executivo com as medidas que espelhavam sua própria

¹ Na prática, uma outra instituição, em geral associada à financeira, apresentava-se ao fisco como compradora dos títulos. Dessa maneira, ao mesmo tempo que se permitia preservar o anonimato do verdadeiro comprador, evitava-se que a incidência do IR subisse aos 45%.

² Cf. o Art. 53.

³ A obrigatoriedade da identificação deveria vigorar a partir de 1º de janeiro de 1967 (cf. o Art. 53). Convém notar que, como regra geral, o governo buscou extinguir os títulos da categoria "ao portador", com o objetivo de forçar a nominalidade nas transações financeiras (cf. CAILLAUX, Elisa Lustosa, *op. cit.*, p. 71). Isto como meio de assegurar às autoridades um maior controle (inclusive de ordem fiscal) das transações financeiras.

⁴ Para as pessoas físicas foi permitido deduzir do imposto devido o imposto recolhido na fonte quando do recebimento do deságio, porém a dedução do rendimento bruto da "importância correspondente à correção monetária do capital aplicado na obrigação ou letra de câmbio" (que corresponderia a não tratar todo o deságio como juro, mas apenas a parcela que excedesse a correção monetária), só era permitida se o prazo decorrido entre a aquisição e a venda da letra de câmbio fosse superior a 12 meses. (Cf. o Art. 53 § 4º e 5º). Com relação às pessoas jurídicas, o tratamento era ainda mais rigoroso. Segundo o Art. 53 § 6º, "Os lucros obtidos por pessoa jurídica na aquisição e revenda ou liquidação de obrigações e títulos cambiais, integrarão o respectivo lucro real sem compensação de imposto na fonte, referido neste artigo, se tiver sido pago, e com dedução da correção monetária, nos casos e nos termos do § 5º".

⁵ Cf. Memorial da ADECIF aos Ministros da Fazenda, Planejamento e Diretor Executivo da SUMOC - Impresso nº 26, Rio de Janeiro, 1965, p. 3, citado por CAILLAUX, Elisa Lustosa, *op. cit.*, p. 56.

vontade.¹ No Congresso, as financeiras voltaram à carga, mas tampouco lograram êxito. A Lei nº 4.728, nesse particular, espelhou fielmente o desejo do Executivo.

Ora, o que se observa nessas medidas é uma grande defasagem entre o ideário reformista e sua prática. Taxar rendimentos ilusórios — e pesadamente, como no caso do deságio — seria algo que, se nos fixássemos apenas na apreciação da retórica oficial, muito se afastaria do horizonte reformista. Tal medida era coisa do passado, fruto de idéias e instituições arcaicas que teriam de remodelar-se se o país almejava retomar o desenvolvimento, argumentavam os mentores da nova política econômica. E, no entanto, na prática manteve-se o erro. Até mesmo, como é possível se recordar, a taxaçoão indevida sobre as letras de câmbio fora apontada pelos diagnósticos oficiais como uma das causas mais importantes da relativa "atrofia" do mercado de crédito de médio prazo, pois implicava na remuneração inadequada à "poupança". Ora, e o que se fez então, senão manter e até mesmo acen-
tuar a distorçoão? A contradiçoão encontra sua explicaçoão no desejo de substituir em definitivo o deságio pela correçoão a posteriori, o qual foi mais forte que os princípios da boa conduta. E, para poder transformá-lo em realidade, nada melhor do que um tratamento à antiga: uma violenta medida fiscal resolveria o problema. Bem se vê que, em se tratando do todo-poderoso combate à inflaçoão, nem sempre eram válidos os princípios ... "liberais".

A má vontade por parte do governo para com a letra de câmbio torna-se patente quando cotejamos este tratamento fiscal com o dispensado a um título "modelo", isto é, não inflacionário, como julgavam as autoridades ser a ORTN:

As ORTN são tributadas à razão de 8%, na fonte, desde que sejam ao portador. Caso sejam nominativas não sofrem incidência do imposto na fonte.²

Além do mais, a correçoão monetária das ORTN não era considerada como juro para efeito da declaraçoão do imposto de renda, ou seja, não se considerava como rendimento tributável. Por essa

¹ Cf. CAILLAUX, Elisa Lustosa, *op. cit.*, p. 57.

² PROENÇA, João Antonio Gordilho. Reformas do Mercado de Capitais - 1964-1969. In: WALD, Arnoldo (org.). *O Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, APEC, 1970, pp. 75-172, p. 185.

e outras medidas, o governo veio a ser acusado de estatizante.

Mas, em pouco tempo, as medidas fiscais contra o deságio revelaram-se inteiramente ineficazes. O volume de vendas de letras de câmbio crescia como nunca e tudo se passava como se o deságio ao invés de punido pelo fisco, tivesse sido altamente estimulado por ele. A ausência de um título competidor fazia com que os capitais em fuga do paralelo batessem à porta das financeiras em busca da tradicional letra de câmbio, a despeito da punição imposta pelo governo.

Daí, tratou o governo de alterar a tática. Algo mais inventivo, e sobretudo eficaz, parecia agora necessário. A letra de câmbio mostrara sua força, mas o governo possuía seus trunfos. As leis da reforma bancária e do mercado de capitais haviam garantido ao Conselho Monetário Nacional poderes quase ilimitados para intervir e legislar no campo financeiro¹ e, com este respaldo, prosseguiu a guerra contra a letra de câmbio. O ano de 1966 veio a ser marcado por uma intensa atividade do governo nesse sentido. Porém, não mais se lançou mão de medidas de caráter fiscal. Pelo contrário, até mesmo o tratamento fiscal dispensado à letra tornou-se mais brando, dentro da nova tática. Em vez do gravame sobre as rendas ilusórias, tão criticado pelo governo aos governos anteriores, tratou a política econômica então de pôr em funcionamento sua "imaginação criadora".

O primeiro e mais importante passo dentro da nova investida, foi dado com a famosa Resolução nº 21 do Banco Central, inaugurando a segunda e praticamente última etapa da "batalha contra o deságio".

A RESOLUÇÃO Nº 21 E A "OPERAÇÃO 310"

Para se ter uma idéia prévia do intrincado sistema de crédito implantado pela Resolução nº 21, basta adiantarmos que dentre suas metas gerais constavam, além do combate ao deságio, a contenção da especulação com moedas estrangeiras e a pressão

¹ Cf. EIZIRIK, Nelson Lacks. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, pp. 111-112.

pela participação das empresas privadas no "programa de estabilização de preços". Para alcançar seus intentos, lançava mão de emissões de ORTN por parte do Tesouro Nacional, repasses do Banco Central às financeiras e intermediação destas instituições na colocação de títulos de dívida pública. Como se vê, um legítimo "sincretismo" tecnocrático.

Declaradamente, o objetivo central era o seguinte:

... instituir um sistema especial de mobilização de poupanças administrado pelo Banco Central e destinado ao financiamento de capital de giro, venda de bens duráveis e crédito ao consumidor, por parte de instituições financeiras privadas em favor das empresas que tenham aderido ao programa de estabilização de preços ...¹

As referidas "instituições financeiras privadas" participantes do sistema, esclarecia o artigo 8º, seriam as Companhias de Crédito e Financiamento e as do tipo misto que tivessem capital mínimo integralizado de Cr\$500.000,00 e que "tenham apresentado comportamento satisfatório..."²

Quanto à mecânica de funcionamento do sistema, seria a seguinte: o Banco Central entregaria Obrigações do Tesouro com correção monetária calculada de acordo com a desvalorização cambial às financeiras e estas promoveriam sua colocação no mercado. Com os recursos provenientes da venda do título público seria criado um fundo centralizado no Banco Central, destinado a refinarçar os créditos concedidos pelas financeiras. Estas poderiam recorrer ao fundo no limite de suas vendas de ORTN e pagariam a título de juros e correção monetária, 6% e 12% ao ano, respectivamente. Em contrapartida, estariam obrigadas a seguir algumas normas: em termos de prazos dos empréstimos, deveriam obedecer o limite mínimo de 6 meses e o máximo de 1 ano; em termos de custos dos empréstimos, deveriam cobrar ao tomador final no máximo 12% de taxa de juros e o mesmo percentual como correção monetária.

Note-se que a mecânica do sistema baseava-se em algo hoje

¹ Resolução nº 21 do Banco Central, de 15-3-1966, Art. 1.

² Resolução nº 21 do Banco Central, Art. 8. A Circular nº 27 do Banco Central de 25-3-66 permitiu que financeiras que não observavam o limite de capital exigido pudessem participar do sistema, desde que integradas em consórcios, estes sim devendo atender à exigência.

tão comum no setor financeiro, ou seja, no repasse de recursos mobilizados por instituições financeiras públicas para instituições privadas para estas, por fim, realizarem as operações de crédito com o tomador final. Aquele sistema diferenciava-se apenas do atual pelo fato de que as próprias instituições financeiras privadas operariam também na mobilização dos recursos a serem repassados, como intermediários da venda das ORTN. Dessa forma, poderiam ganhar duplamente: a comissão pelo repasse dos recursos (de 6%) e a comissão pela venda das ORTN (estipulada em 4%), resultando em um diferencial de 10%, sem dúvida um belo "spread".

Observe-se também que o sistema não se diferenciava em essência do mecanismo do aceite cambial com base no deságio, pois tanto a captação de recursos pelas SCFI (no caso, os recursos repassados pelo Banco Central) quanto suas aplicações realizavam-se a taxas previamente fixadas para a correção monetária. Sequer, alterou-se, com o novo sistema, a forma pela qual as financeiras garantiam seus empréstimos tornando as operações autoliquidáveis. Cabe ainda observar que não se inovou em outros aspectos, como se procurará fazer mais tarde. Na questão dos prazos dos financiamentos, por exemplo, procurou-se dilatá-los um pouco, mas o prazo mínimo admitido (6 meses) não era de todo incompatível com a prática em vigor no mercado, embora, certamente, a tendência aí vigente fosse no sentido de vigorar prazos algo menores. Só posteriormente, como veremos, as autoridades iriam concentrar maiores esforços na dilatação dos prazos, procurando impor o de um ano que já fora estabelecido na Lei nº 4.728, como patamar mínimo, e não máximo, como no esquema da Resolução nº 21. Por outro lado, na questão do direcionamento do crédito tampouco se forçaram alterações profundas. Não se distinguiu, de início, crédito para capital de giro, de crédito para o consumidor, como condição para as financeiras participarem do sistema. Não queremos afirmar com isto que, à época, o direcionamento das operações das financeiras para o crédito ao consumo não era um objetivo governamental. Por certo havia este objetivo. Porém, era algo ainda tímido e amplamente secundário como prioridade de política econômica em relação a outra meta, diretamente atrelada ao combate à inflação — meta maior da política econômica — a substituição

do deságio.¹

Este último objetivo, sim, foi o que norteou a criação do esquema da Resolução nº 21 e é com respeito a ele que podemos entender a única diferença marcante entre o esquema proposto e o esquema tradicional praticado pelas Companhias de Crédito e Financiamento. Esta diferença residia no instrumento mediante o qual se fazia a mobilização de recursos. Na prática, se propôs a substituição do instrumento tradicional com que estas instituições operavam — a letra de câmbio — por um novo — a ORTN. Devido, no entanto, a duas características que diferenciavam estes dois instrumentos teve o próprio governo que atuar ativamente para viabilizar a substituição. Em primeiro lugar, sendo a ORTN um título da dívida pública federal, não sendo possível sua emissão pelas financeiras, todo um sistema de intermediações e repasses — envolvendo o Tesouro Nacional (emissor do título), o Banco Central e as financeiras — necessitou ser criado. E a razão pela qual não se criou um título privado, com as características da ORTN, para competir especialmente com as letras de câmbio e com isso dispensar-se a ORTN desta função, prendeu-se ao fato de que tal título enfrentaria sérias dificuldades, frente à liderança da letra de câmbio no mercado de títulos. A ORTN, por outro lado, vinha obtendo muito sucesso desde o ano anterior, pois contava com incentivos (tratamento fiscal diferenciado, garantia do governo, dentre outros) inexistentes para outros títulos. Esse fato colocava o título público como o único em condições de competir com a letra e, por essa razão, era indispensável sua presença, se o objetivo era o de substituir a letra de câmbio.

Em segundo lugar, como a ORTN era um título no qual a correção monetária apurava-se a posteriori, enquanto na letra de câmbio prefixava-se o rendimento, tinha o governo que assumir o possível ônus da diferença entre a correção posfixada e a pre-

¹ Como acentuamos, não havia no texto da Resolução nº 21 a preocupação em definir uma determinada parcela dos recursos para o financiamento exclusivo do consumo. Porém, em fins de maio de 1966, o governo estabeleceu pela Circular nº 40 do Banco Central, que ao menos 30% dos recursos da Resolução nº 21 deveriam financiar "operações com empresas que atuem no sistema de vendas a prestação", num claro indício de preocupação no sentido de incentivar a venda de bens duráveis.

fixada, como condição preliminar para o êxito da substituição do deságio. Como se recorda, pelo esquema da Resolução nº 21, as financeiras continuavam a exercer a prática de prefixar a correção monetária nas duas pontas de suas operações, ativas e passivas, responsabilizando-se o governo com o possível ônus, proveniente da diferença entre as taxas prefixada e verificada. O Banco Central repassaria dinheiro às financeiras à taxa de 12% enquanto se comprometia a pagar a correção monetária apurada mediante a desvalorização cambial. Se a desvalorização cambial porventura superasse os 12% a diferença corresponderia ao ônus da operação do sistema, recaindo sobre o Banco Central. Este exigia, em contrapartida, que a correção monetária cobrada pelas financeiras aos tomadores finais também não superasse os mesmos 12% ao ano, um nível seguramente bastante baixo, mesmo se comparado às mais otimistas perspectivas de sucesso no combate à inflação. Assim, tratava o governo de manter a tradição vigente do mercado, mas simultaneamente promovia uma redução da correção prefixada e, portanto, das taxas de juros nominais, arcando com os custos derivados da empreitada.

Em suma, quisemos ressaltar que para alcançar o objetivo de substituição do deságio, o governo foi levado a intervir diretamente no setor financeiro, elaborando todo um complicado esquema o qual envolvia não apenas a participação de instituições públicas mas também, e principalmente, a de um título público. Uma vez mais cabe observar o grau de contradição dessas medidas com as promessas adiantadas pela política econômica: contenção da inflação e da escalada do estatismo. Implicava isto, de acordo com os mentores da política econômica, restringir a excessiva intervenção estatal no campo econômico e reduzir os gastos do governo, o que se fazia às avessas com o esquema proposto. Este esquema, como vimos, certamente acarretaria desembolsos adicionais e claramente significava um intervencionismo estatal no "livre jogo do mercado". Naturalmente, não faltaram críticas à iniciativa do governo, acusado de promover contra seus próprios objetivos declarados, a "estatização da poupança".¹

¹ Ver, por exemplo, APEC, *op. cit.*, jul. 1967, p. 31.

O governo bem sabia das distorções em que estava incorrendo, e suportou enquanto pôde o desgaste das críticas, o que bem ilustra a importância que se atribuía à eliminação do deságio, como uma das condições para o sucesso da política antiinflacionária.

Naturalmente, outros apelos que não o da substituição da letra de câmbio e seu inseparável deságio, foram ventilados para dar fundamento à Resolução nº 21. No próprio texto da Resolução declarava-se o desejo de se criar um sistema especial de crédito a médio prazo para financiar o capital de giro e a venda de bens duráveis. Esse pontos se coadunavam perfeitamente com os anseios do setor privado o qual reclamava, àquela altura, por uma maior folga na liquidez, já que o governo apertava o controle da expansão monetária e do crédito, após os fracassos das metas fixadas para 1965. Como se esperava, com a Resolução nº 21, elevar o montante de recursos disponíveis para empréstimos a médio prazo¹, seria possível aliviar o aperto de liquidez que as empresas sofriam, não se comprometendo assim as metas da política monetária, pois se implementaria uma linha seletiva de crédito, independente das operações dos bancos comerciais. Além do mais, as taxas de juros cobradas nessas operações seriam baixas, o que atenuaria pelo lado da inflação de custos os pontos eventualmente perdidos com o possível afrouxamento do combate à inflação de demanda.

Juntava-se, por assim dizer, à fome, a vontade de comer: à disposição de eliminar o deságio, o atendimento (embora seletivo) dos apelos do setor privado por uma folga de liquidez. Donde a Resolução nº 21, que reunia ao objetivo, digamos, estrutural de eliminar o deságio da cena financeira, o conjuntural de aliviar as pressões de crédito e incentivar a expansão do nível de atividade da economia. Ressalte-se que o primeiro objetivo foi o principal. Há de se convir que, para a meta conjuntural, dispõe a política econômica dos instrumentos clássicos de ação (políticas salarial, monetária, creditícia e fiscal), os quais, se postos em prática, evitariam alguns dos inconvenientes embutidos na proposta da 21. Seriam mais simples, de efeitos mais

¹ Para tanto lançou-se mão da correção monetária pela desvalorização cambial, com o objetivo de desviar recursos de aplicações em moedas estrangeiras para a compra de ORTN.

diretos, e não envolveriam o desgaste político da intervenção estatal. Houvesse sido, portanto, o conjuntural o único objetivo do governo, e não existiria a necessidade de tratar da Resolução nº 21 ... Mas defrontava-se o governo com a "subversão" inflacionária e tratou de combater o "foco guerrilheiro" representado pelo deságio. Daí a importância que adquiriu a Resolução em exame.

De que maneira esperavam as autoridades obter êxito nessa empreitada? Pode-se pensar que naturalmente a expectativa era a de serem suficientes as vantagens criadas pelo sistema: aguardava-se a adesão das financeiras e para tanto lhes era oferecido o lucro fácil, de estilo cartorial; dos aplicadores, esperava-se apoio e, por via das dúvidas, criavam-se novos atrativos para a ORTN elevando-lhe a rentabilidade; e, por fim, contava-se com a acolhida dos tomadores finais de empréstimos, pois para estes as taxas de juros cobradas nas operações do sistema seriam sensivelmente inferiores às vigentes nos empréstimos por aceite cambial. Estava, assim, armado o cenário e, em breve, calculava-se, estaria minada a liderança da letra de câmbio e do seu indesejável deságio, em prol de um outro título, no entender das autoridades, imunizado à moléstia inflacionária: a ORTN.

Para sermos exatos quanto à reconstituição dos objetivos da Resolução nº 21, devemos ter presente que a substituição da letra de câmbio pela ORTN não deveria constituir, segundo a estratégia adotada, senão um primeiro passo. Havia, com efeito, um segundo, complementar ao primeiro, mas decisivo, o qual consolidaria a derrubada do deságio e permitiria a desativação do esquema especial, cessando em conseqüência o intervencionismo estatal. É claro, pois nada mais longínquo do pensamento oficial (embora não tanto dos seus atos) do que manter indefinidamente o esquema, o qual, se bem sucedido, haveria de transformar as SCFI em simples e onerosas repassadoras de recursos públicos. Este segundo passo consistia na criação de um título privado, de emissão das próprias financeiras, que apresentaria uma característica muito especial e diferenciada da antiga letra de câmbio: seu valor nominal seria corrigido após apurada a taxa inflacionária. No próprio texto da Resolução nº 21 trataram as autoridades de incorporar esta providência complementar. No artigo 12, autorizavam as financeiras, "a partir de 1º de julho próximo"

(relembre-se que a determinação em apreço foi publicada em março de 1966) a colocarem no mercado "seus próprios títulos de prazo mínimo de 360 dias com cláusula de correção monetária ... segundo os coeficientes fixados para o trimestre anterior, pelo Conselho Nacional de Economia, para o reajustamento das Obrigações do Tesouro Nacional".¹

Torna-se assim bastante claro o significado da criação de tão complicado esquema de crédito: às ORTN caberia a importante tarefa de romper com a hegemonia das letras de câmbio com deságio, ganhando a preferência no mercado financeiro, para então entrar em cena, desfeitos todos os obstáculos, o título das próprias financeiras nos moldes pretendidos pelo governo, ou seja, dissociado do deságio. Após o que (isto é, depois "de julho próximo") poderia o governo providenciar a desativação do sistema, dando por finda a sua missão corretiva.

Rápido e estrondoso fracasso alcançou a iniciativa governamental. Em vista dos descaminhos do sistema instituído — que ensejou um forte movimento especulativo com moedas estrangeiras e títulos públicos — e do nenhum interesse das financeiras e dos investidores em substituírem a correção previamente fixada pela posfixada, nada mais restou às autoridades senão a revogação, às vésperas do "1º de julho próximo", do artigo da Resolução nº 21 que criava o novo título financeiro, e, pouco depois, o encerramento de todas as operações previstas na referida Resolução. Iniciou-se, assim, a contragosto, a primeira de uma série de concessões à continuidade do deságio. No primeiro caso, revogou-se porque logo se percebeu a pouca aceitação que teria o novo título. Procuraram então as autoridades encontrar uma fórmula intermediária entre o deságio e a correção monetária a posteriori, também sem sucesso, diga-se de passagem. A Resolução nº 28, de 30-6-1966 e algumas outras posteriores cuidam destas tentativas, como veremos a seguir. No segundo caso, encerrou-se porque o esquema de financiamento criado pela Resolução em apreço veio a incentivar fortes pressões especulativas, desviando-se de seu objetivo original.²

¹ Resolução nº 21 do Banco Central, de 15-3-1966, Art. 12.

² A Resolução nº 21 foi revogada quatro meses e meio após ser instituída, pela Resolução nº 32 de 30-7-1966.

Vejamos em detalhes as razões do fracasso da Resolução nº 21.

Em nome do combate à inflação, objetivo primeiro, o afã do governo em assegurar o sucesso da iniciativa que destronaria a letra de câmbio com deságio foi tamanho que culminou por conflitar com este mesmo objetivo, pois veio suscitar fortes pressões especulativas, o que, por seu turno, atuava no sentido de instabilizar o setor financeiro, com reflexos em toda economia. Daí a queda da Resolução nº 21.

Desde o ano anterior, 1965, o governo havia aberto às empresas com acesso a financiamentos externos (dentre as quais destacavam-se as filiais das empresas estrangeiras) a possibilidade de captarem recursos no exterior, através da Instrução nº 289 da extinta SUMOC. A captação de empréstimos mediante esta via, o governo garantia a recompra de divisas e isentava do encargo financeiro e do depósito compulsório que na época gravavam este tipo de transação.¹ Nesse mesmo ano, os ingressos brutos pela 289 alcançaram elevada soma, 177,6 milhões de dólares, desafogando as pressões de caixa de muitas dessas empresas, mas também comprometendo seriamente a meta fixada pelo PAEG para a expansão monetária nesse ano. A previsão era de uma expansão de 30%, efetivando-se entretanto 79,5%, principalmente devido ao comportamento inesperado das contas externas: o balanço de pagamentos em conta corrente fechou o ano com superavit (de 368 milhões de dólares) em vez de deficit (previsto pelo PAEG em 365 milhões de dólares), além do grande volume de recursos externos que entraram no país pela Instrução nº 289.

"Sem sombra de dúvida", comentaria o Apecão, "o mercado cambial foi o grande vilão do drama inflacionário vivido ainda intensamente em 1965."²

¹ Quando foi baixada a Instrução nº 289, incidia sobre as transações financeiras com o exterior 30% a título de encargo financeiro e 50% a título de depósito compulsório, conforme determinava a Instrução nº 285 de 24-12-1964. Havia, portanto, grande vantagem na captação de recursos externos através da 289.

² APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 30. Sobre o impacto dos empréstimos em moeda na expansão dos meios de pagamento em 1965, ver o Apecão citado, especialmente a página 7. Ver também CONJUNTURA ECONÔMICA. Retrospecto de 1965. *Conjuntura Econômica*, 20 (2), fev. 1966, p. 16 e BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1965. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 2 (2), fev. 1966, p. 54. Esses estudos destacam ainda o papel expansionista da política de preços mínimos para os produtos agrícolas.

Não faltaram críticas a uma política cambial tão permissiva como a de 1965, pelos seus efeitos sobre a política monetária. Afinal foi ela que destoou: "os resultados financeiros do Governo foram melhores do que se previa", "a política salarial parece ter sido implantada com austeridade", mas "em matéria de política monetária, os resultados finais foram insatisfatórios", afirmava-se num retrospecto de 1965. Haveria o governo, por conseguinte, que cuidar para não repetir em 1966 o insucesso do ano anterior, e, para tanto, era imprescindível evitar novo "cochilo" com respeito à entrada de recursos externos.² Foi isso que se observou. Em 1966 os resultados financeiros do governo foram ainda melhores do que em 1965, a política salarial foi conduzida com todo o rigor e, para a grata satisfação da ortodoxia econômica, também a política monetária entrou nos eixos. Os meios de pagamento evoluíram "em nível bastante favorável"³, apenas 13,8%.⁴ Para o sucesso, muito colaborou o balanço de pagamentos em transações correntes: de um surpreendente superávit no ano anterior, passou-se em 1966 a um quase equilíbrio das contas (saldo de 55 milhões de dólares). A recuperação das importações em 1966 (+34%), após três anos de contínuo decréscimo, destacou-se como o principal fator do reequilíbrio. Mas também colaborou a colocação de títulos da dívida pública, financiando o déficit público em muito maior escala do que no ano anterior.⁵

A propósito, contava-se com a ORTN para uma tarefa adicional. Acreditava-se que por seu intermédio, o impacto expansionista da captação de empréstimos externos poderia ser neutralizado, evitando-se desta forma novo "cochilo" nesta área.

¹ APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 7.

² O APECÃO havia afirmado em sua retrospectiva de 1965 que "as Autoridades Monetárias "cochilaram" em matéria de câmbio". APEC, *op. cit.*, jul. 1966, p. 24.

³ APEC, *op. cit.*, jul. 1967, p. 28.

⁴ Não obstante, a meta do PAEG de 10% para a taxa de inflação, foi amplamente superada. O índice geral de preços (Col. 2 de Conjuntura Econômica) registrou variação positiva de 38,8%. O Ministro Roberto Campos, ante estes números, exprimiu sua perplexidade, cunhando a inflação de 1966 como a "inflação sem dinheiro". Ver CAMPOS, Roberto de Oliveira. Os Resultados Financeiros de 1966. *Estudos Econômicos Brasileiros*, (2): 143-146, 1968, p. 144.

⁵ Para uma análise detalhada da política econômica em 1966, consultar, CENTRO CEPAL/BNDE. *Brasil 66: A Evolução Recente da Economia Brasileira*. Campinas, DEPE, s.d., mimeo.

Nem tudo assim se passou, a partir do momento em que o governo implementou o esquema de crédito da Resolução nº 21. Com ela, desencadeou-se no segundo trimestre de 1966 uma desenfreada especulação com as moedas estrangeiras que ingressavam no país por intermédio da Instrução nº 289, e com os títulos de dívida pública por ela amparados. Ironicamente, os círculos financeiros denominavam a tais manobras especulativas de "operação 310", pois mediante ela conjugavam-se a captação de empréstimos externos pela Instrução nº 289 e a aplicação destes recursos, após convertidos em moeda nacional, em ORTN da Resolução nº 21.

Na verdade, a "operação 310" prometia ótimos negócios. Segundo um comentário da época:

Dentre os atrativos concedidos às ORT vinculadas à Resolução nº 21 existia um ágio de 15% para as com cláusulas de correção cambial, pois tomava-se por base a taxa do dólar a Cr\$1.850,00, quando a taxa de então já era de Cr\$2.200,00. Acrescido de outros aumentos, a diferença perfazia um total de 25%.¹

Ora, estavam assim constituídos motivos bastantes para conduzir ao exterior em busca de empréstimos quem tivesse acesso aos mercados financeiros internacionais. Não, naturalmente, para financiar investimentos, ou capital de giro; mas para aplicá-los em ORTN, pois este título oferecia, tal como a letra de câmbio que se queria eliminar, um polpudo deságio, aliás bem acima da taxa de juros dos empréstimos externos² e, concomitantemente, protegia o valor em cruzeiros destes empréstimos ao assegurar a correção monetária de acordo com a desvalorização cambial. A contratação de empréstimos para aquisição de ORTN da

¹ APEC, *op. cit.*, jul. 1967, p. 35.

² Segundo o Relatório do Banco Central de 1966, os recursos carreados pela Instrução nº 289 eram "obtidos no exterior mediante pagamento de taxa de juros entre 6 e 7% ao ano". BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1966. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 3(2), fev. 1967, p. 45. Essa informação foi recentemente confirmada por uma pesquisa nos registros de empréstimos externos contratados mediante a Instrução nº 289 em 1966. Para as empresas industriais a taxa de juros média anual situou-se em 6,9%. Cf. PEREIRA, José Eduardo de Carvalho. *Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa, nº 27, 1974, p. 175. Esta mesma pesquisa estudou os prazos dos empréstimos obtidos pela 289. O prazo médio foi de 18 meses em 1966, prazo este bem superior aos vigentes internamente que raramente chegavam a um ano, e em geral eram inferiores a seis meses. A vantagem em captar recursos externos, portanto, não se limitava ao aspecto taxa de juros, mas estendia-se aos prazos.

Resolução nº 21 repentinamente transformou-se no melhor dos negócios. A "operação 310" rendia 25% "em moeda forte", como frisou o Apecão.

Manobras igualmente especulativas com títulos públicos constituíam a outra face das jogadas especulativas com moedas estrangeiras. Em virtude de sua alta lucratividade as ORTN da Resolução nº 21 tiveram grande procura, levando as financeiras a vendê-las a preços mais altos do que o de face, aumentando por conseguinte seus lucros nessas vendas bem acima de 4%, nível legalmente estabelecido a título de comissão.¹

Enquanto vigorou a Resolução nº 21, para o grande capital tudo se passava como se fosse esse o melhor dos mundos. As grandes empresas com acesso ao exterior e o sistema financeiro haviam encontrado, afinal, um verdadeiro oásis naqueles momentos áridos que atravessava a economia brasileira. Não se restringiam às lucrativas aplicações de recursos externos por parte das grandes empresas e ao lucro cartorial do sistema financeiro, porém, os benefícios abertos pelo esquema da 21. Pelo lado dos empréstimos concedidos sob seu amparo havia também margem para fáceis e polpudos lucros. Como já frisamos, as condições da taxa de juros e da correção monetária dos refinanciamentos eram altamente favoráveis aos tomadores finais, de vez que o governo avocara a si o ônus de um possível diferencial entre o que tinha de despendar para colocar obrigações do Tesouro com correção cambial (envolvendo o deságio na venda, a correção cambial, os juros oferecidos e a comissão das financeiras) e o que lhe cabia receber (de juros e correção monetária) pelo repasse às financeiras. A parcela relativa a esse repasse foi fixada em nível bastante baixo (12% de correção monetária e 6% de taxa de juros ao ano), com o que o governo pôde exigir como contrapartida das financeiras baixos níveis de taxa de juros e de correção monetária nos empréstimos. Estipulou-se um teto máximo para ambos, em 12% ao ano. Ora, ao se cotejar este nível do "custo

¹ Segundo o Apecão as ORTN "sofreram violentas flutuações especulativas em seus valores venais, daí surgindo o já famoso "boneco" que acrescido aos 4% de comissão concedidos a essas entidades (as financeiras) chegava a aumentar de 10% o valor de venda da obrigação reajustável". APEC, *op.cit.*, jul. 1967, p. 35.

do dinheiro" com o de mercado à época, tem-se uma boa aproximação do quanto era vantajoso para quem tomava empréstimos a médio prazo, fazê-lo junto às financeiras através do fundo criado pela Resolução nº 21. Por esta última via pagava-se no máximo 24% ao ano (equivalente a 1,8% ao mês), ao passo que se o dinheiro fosse tomado pela via normal, isto é, mediante aceite cambial das financeiras, o "custo" subiria a quase 80% ao ano (ou cerca de 5% ao mês). Tamanha disparidade de taxas ensejou naturalmente uma grande corrida aos empréstimos sob o amparo da Resolução nº 21, e viabilizou a cobrança de taxas extras por parte das financeiras, que, assim, encontravam nova fonte para ganhos adicionais. Segundo algumas opiniões o aumento do "custo do dinheiro" daí resultante foi um dos motivos que levaram à extinção do sistema.¹

Obteve-se um grande volume de empréstimos por intermédio da Resolução nº 21. Em fins de junho de 1966, o saldo de refinanciamentos do programa subia a Cr\$169,4 milhões (em valor corrente) e em dezembro desse mesmo ano (após 5 meses de sua revogação) alcançava Cr\$211,0 milhões.² Para que se forme uma idéia da magnitude desses valores, basta indicar que representavam, respectivamente, 17% e 26% do saldo de empréstimos por aceite cambial das SCFI e a 2,4% e 2,5% do saldo global dos empréstimos do sistema financeiro destinados ao capital de giro.

Cabe a esta altura um breve adendo. O intrincado esquema instituído pela Resolução nº 21, além de servir como fonte de fáceis e polpidos lucros especulativos, atuou também como alavanca adicional para a concentração de capital, na medida em que a possibilidade da obtenção de lucros com o esquema não estava aberta a todos, mas às grandes empresas, especialmente às filiais de empresas estrangeiras e aos intermediários financeiros. Discriminava-se, assim, a priori e no interior do capital, quais as frações que poderiam lucrar, enquanto o Estado arcava com o ônus de tais lucros especulativos, na conta de seus gastos com a dívida pública, ou seja, a sociedade enfim, como um todo, da

¹ Cf. SAMPAIO, Renato. *Financeiras - A Experiência Brasileira*. Belo Horizonte, Ed. Comunicação, 1979, p. 72.

² Fonte das informações: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1966, *op.cit.*, p. 80.

qual o Estado arrecada os recursos para seus gastos. Por outro lado, poder-se-ia levantar a hipótese de que sendo as grandes empresas as clientes preferenciais, podiam também beneficiar-se dos custos mais baixos dos empréstimos amparados pela Resolução nº 21. Nesse caso, era igualmente o Estado quem arcava com o ônus do favorecimento, em nome da sociedade. Não seria forçado aventarmos ainda a possibilidade de haver o esquema impulsionado se não a concentração absoluta, ao menos a relativa também no segmento do setor financeiro constituído pelas financeiras. O que se obtinha pelo próprio regulamento do esquema, que tendia a favorecer as instituições com maior poderio e as ligadas a bancos comerciais ou grupos econômicos. A explicação para isto, na verdade, é muito simples. É fácil compreender que lucrariam nas especulações as instituições que maiores vendas de ORTN intermediassem, pois isso lhes permitiria um montante maior a título de comissão de intermediação, maiores lucros com a valorização especulativa de ORTN que lhes eram entregues e maiores lucros nos repasses, dado que a participação de cada financeira no fundo formado com o resultado da venda das obrigações reajustáveis era proporcional às suas vendas deste título. Ora, as maiores oportunidades de vendas de ORTN cabiam às grandes financeiras, cujos clientes preferenciais eram com maior frequência as grandes empresas, como vimos, as maiores beneficiadas do esquema. As financeiras ligadas a bancos e a empresas estrangeiras, especialmente, devem ter sido as mais beneficiadas. Em ambos os casos há justificativa, pois, em primeiro lugar, a ilustre companhia auxiliava na busca de clientes dispostos a comprar ORTN, quando não o próprio associado se dispunha a tal, e em segundo, porque a associação — se esta fosse feita com um sócio que dispusesse de acesso aos empréstimos externos — poderia permitir a internalização no grupo da "operação 310", caso em que se juntavam, aos rendimentos fáceis provenientes da posição de meros cartórios financeiros assumida pelas instituições financeiras, os polpudos dividendos daquela manobra especulativa. Devemos lembrar também que o governo não permitiu a participação de todas as financeiras, mas somente daquelas poucas que possuíssem capital mínimo de Cr\$ 500.000.000,00 (cruzeiros antigos). É verdade que, decorrido um breve prazo, foi permitida a associação de financeiras em consórcios para atingir o limite

de capital fixado. Porém, ao envolver essa associação negociações entre as instituições financeiras, e como a Resolução nº 21 pouco tempo vigorou (foi revogada quatro meses e meio após sua publicação) é de se supor que não houve tempo suficiente para que todas as financeiras participassem, mas apenas as grandes. Donde ter tido o prazo curto de sua vigência, igualmente, consequência concentradora no setor.

A Resolução nº 21 parecia, portanto, um sonho. Melhor, mais segura e preciosa fonte para a reprodução de capital em aplicações financeiras não poderia haver, e enquanto vigorou a referida resolução, dela usou-se e abusou-se. Algumas informações o indicam indiretamente. Se em 1965, como vimos, foi grande o influxo de recursos externos pela Instrução nº 289 (177,6 milhões de dólares), em 1966, e como consequência da Resolução nº 21, foi muito maior: US\$ 374,9 milhões.¹ Esses dados cobrem o ano de 1966 como um todo. Se tomarmos, no entanto, apenas o período de vigência da Resolução nº 21, teremos uma indicação mais segura de sua influência no influxo de recursos externos.

Em 1966, a média mensal de registros efetuados no Banco Central para empréstimos em moeda pela Instrução nº 289 atingiu 23,2 milhões de dólares, superior à média dos meses em que não vigorava a Resolução nº 21 (janeiro, fevereiro e os meses de agosto a dezembro) de US\$ 16,8 milhões e inferior à média dos meses em que esta resolução vigorou (março a julho) quase o dobro deste valor, ou seja, US\$ 32,2 milhões. Em plena euforia suscitada pela 21, o registro de empréstimos pela Instrução nº 289 alcançou um valor r ecorde: em maio de 1966, foram registrados no Banco Central US\$ 65,6 milhões.² Observe-se que valor compar avel a este s o veio a ser alcançado novamente em fins de 1968. Devemos recordar que esta inflex o observada na entrada de recursos externos pela Instru o n  289 constitui indica o dos grandes lucros proporcionados pela "opera o 310" e da extens o das press es especulativas suscitadas pela Resolu o n  21. N o se disp e, por m, de uma medida precisa tanto dos lu-

¹ Os valores citados referem-se aos ingressos brutos. A fonte   o Banco Central do Brasil. Relatório 1986, *op. cit.*, p. 45.

² As informa es aqui reproduzidas foram colhidas por PEREIRA, Jos  Eduardo de Carvalho, *op. cit.*, p. 210.

cros especulativos quanto do montante de recursos externos desviados para a "operação 310". Conta-se, sim, com uma outra informação que se coaduna perfeitamente às informações referentes à entrada de recursos externos pela Instrução nº 289, reproduzidas acima. Trata-se dos dados de subscrição de obrigações do tesouro nacional. Estes, tanto quanto os de empréstimos externos, alcançaram ao longo de 1966 valores máximos no período de vigência da Resolução nº 21. Tomando-se os valores da subscrição das obrigações reajustáveis com prazo de 1 ano dentre as quais se incluem as amparadas pelos incentivos da Resolução nº 21, é possível verificar seu comportamento durante o ano¹:

1º Trimestre : Cr\$ 66 milhões
2º Trimestre : Cr\$223 milhões
3º Trimestre : Cr\$ 7 milhões
4º Trimestre : Cr\$104 milhões

O paralelismo com o influxo de recursos externos é evidente: no 2º trimestre, período áureo da "operação 310", a colocação de ORTN atingiu um nível três vezes superior à média dos demais trimestres. Um rápido exercício auxilia em demonstrar tão estreita relação. Tomemos a média de subscrição de ORTN de 1 ano de prazo nos 1º, 3º e 4º trimestres, como nível "normal" de subscrição trimestral. Este valor somaria 59 milhões de cruzeiros. Consideremos agora o excesso sobre este valor da subscrição do 2º trimestre como a subscrição derivada da "operação 310". Esta alcançaria 164 milhões. Tomemos então a contrapartida em cruzeiros da entrada líquida de empréstimos externos pela Instrução nº 289 e façamos o mesmo cálculo. O excesso do 2º trimestre relativamente à média dos demais trimestres alcançaria 171,2 milhões, valor bem próximo aos 164 milhões da subscrição atribuída à "operação 310". Tal proximidade não pode dever-se a uma coincidência, mas comprova a relação que vigorou na época da Resolução nº 21 entre endividamento externo em moeda e aquisição de ORTN.²

¹ A fonte dos dados é o Banco Central do Brasil e foram extraídos do Apecão. Ver APEC, *op. cit.*, jul. 1967, p. 36.

² Relação esta que, pouco tempo após viria a ser uma regra, quando a dívida interna passa a seguir colada ao endividamento externo. Ver, a respeito, o trabalho de PEREIRA, José Eduardo de Carvalho, *op. cit.*, p. 84.

Se não há exagero na afirmação anterior, poderiam ser apresentados alguns poucos e igualmente simples "exercícios" adicionais. Primeiro, abordemos a delicada questão da "confiança dos investidores na nova política econômica", razão usualmente apontada nos meios oficiais para explicar o sucesso de crédito público federal no imediato pós-1964. Se aceitarmos os 164 milhões como cifra aproximativa da colocação de ORTN derivada da "operação 310", veremos que o sucesso do endividamento público não se deveu tanto à "confiança" na política econômica em 1966, ano este em que, diga-se de passagem, a referida "confiança" teria sido consolidada. Com efeito, os 164 milhões representavam nada mais, nada menos do que 22% do total de obrigações do Tesouro subscritas em 1966 e 26% do total subscrito voluntariamente (que melhor avaliaria a "confiança") pelo público investidor. E bem sabemos a que custo foram estes 26% de ORTN "voluntariamente" subscritos... Por outro lado, sabe-se que dentre as subscrições voluntárias achavam-se as dos bancos comerciais, como alternativa de depósito compulsório. Ao fim de 1966, o saldo de letras e obrigações do tesouro em poder dos bancos comerciais atingia 300 milhões de cruzeiros¹, ou seja, 21% do saldo da dívida pública em títulos nessa data. Assim, somos levados a concluir que no ano de 1966, durante o qual, repetimos, segundo o governo, ter-se-ia consolidado a "confiança" do público investidor no novo instrumento de dívida pública, cerca de 50% das aplicações voluntárias não o eram tanto assim...: ou originaram-se da alternativa dada pelo governo aos bancos para aplicação do depósito compulsório, o que nem de longe caracterizaria uma aplicação voluntária, ou derivaram do oferecimento de lucros extraordinariamente altos, a partir do esquema da Resolução nº 21. Não é nosso desejo afirmar exatamente o oposto, ou seja, que toda a venda das ORTN decorreu dos superlucros oferecidos pelo governo ou de mecanismos, na prática, compulsórios. Já ressaltamos as vantagens ofertadas na aquisição de ORTN, o que, por si só, já seria suficiente para lhe garantir amplo sucesso, independentemente de artifícios adicionais, mas registramos aqui a sugestão de cautela frente ao ainda acionado argumento da "con

¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1966. *op.cit.*, p. 91.

fiança" do público na política econômica para explicar o sucesso da ORTN.

Toquemos agora numa segunda questão, não menos delicada: a dos lucros que os capitalistas auferiram com a "operação 310" ou, alternativamente, o prejuízo no qual incorreu o governo em nome da sociedade, com o esquema da Resolução nº 21. O cálculo é simples. Tomando a taxa de 25% a.a., indicada pelo Apeção, como a margem provável de lucro "em moeda forte" desta operação e deduzindo a taxa média de juros cobrada pelos empréstimos da Instrução nº 289, 7% a.a., encontrada pela pesquisa de Pereira, teremos uma margem de lucro líquida real de 18%, que aplicados aos 164 milhões nos proporciona a estimativa: 29,5 milhões de cruzeiros. Para se ter uma idéia mais realista desta cifra, basta-nos observar que, em cruzeiros de novembro de 1979, representaria cerca de 1 bilhão de cruzeiros!

Pena não ter podido vigorar por muito tempo tão feliz estado de coisas. O governo, embora preservando os contratos já assumidos, revogou a Resolução nº 21 em fins de julho, nem bem decorridos quatro meses após sua publicação. Não por desejo próprio, pois de má vontade com os lucros do grande capital quem de bom senso acusaria a política econômica daqueles tempos? Pelo contrário, a revogação veio em nome do bom andamento desta mesma política econômica, cujo centro era a estabilização, então ameaçada. E se algum culpado houvesse para arcar com a responsabilidade da medida drástica, este não seria o governo, mas o próprio capital. Afinal não foi ele que, em conluio com o sistema financeiro, abusou da guarida, ameaçando secar a fonte? Por que não foi mais comedido e ao invés de tantos empréstimos externos, não utilizou parte de suas próprias "economias"? Os lucros não seriam tão grandes em tão pouco tempo, é certo, mas seriam muito mais duradouros, regulares, e, o que também importava, haveriam de colaborar com a política de estabilização, pois a aplicação de saldos disponíveis em ORTN "enxugaria" o excesso de liquidez do período anterior. Entretanto, a sede de lucros fáceis sobrepujou as regras da boa conduta e a captação maciça de recursos externos para fins especulativos, numa época que o aperto cambial não se apresentava nem de longe como um problema premente, só trouxe dificuldades. A dívida pública interna evoluía rapidamente, *pari passu* com a dívida externa em moeda, sem ne-

nhuma funcionalidade aos objetivos que norteavam a Resolução nº 21: não se "enxugava" liquidez, além daquela oriunda da captação de empréstimos externos pela "operação 310", mas se fomentava a especulação no mercado financeiro numa época em que já estavam deprimidas as expectativas de rentabilidade das inversões reais. Por seu turno, a rápida expansão da dívida pública, carregada pelo componente de curto prazo e sujeita a pesados encargos, punha desde logo em evidência os problemas que teriam de ser enfrentados no ano seguinte com o resgate dos títulos, problemas estes que, prudentemente, o governo procurou de início evitar quando criou a ORTN, fixando-lhe prazos de vencimentos relativamente longos, de no mínimo três anos.¹

Por outro lado, o esquema da Resolução nº 21 trouxera ainda outros transtornos. Como, por intermédio deste esquema, tornou-se extremamente atraente a compra de ORTN, este título acabou desfrutando de uma preferência no mercado tão superior às demais alternativas privadas, que o governo só recebeu críticas por sua escalada "estatizante".² O Apecão, por exemplo, sustentava que houve "retrocesso no mercado privado de capitais em

¹ Como decorrência do volume de resgate e dos encargos da dívida, em 1967 e mais ainda em 1968, as autoridades encontraram sérias dificuldades em expandir a colocação líquida de ORTN, muito embora crescesse bastante nesses anos a dívida pública federal em títulos. O que significa que, em boa medida, a subscrição de ORTN nesses anos foi absorvida com vistas a honrar compromissos assumidos com o endividamento nos anos anteriores. Observe-se no quadro abaixo, como decrescem os valores (não deflacionados) da colocação líquida em 1967 e 1968:

DÍVIDA INTERNA FEDERAL EM ORTN E
COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE ORTN.

Final de Período	Dívida Pública Federal em ORTN	Colocação Líquida de ORTN
1964	41	40
1965	430	337
1966	1.401	629
1967	2.482	448
1968	2.491	93
1969	5.881	797

Fonte: FERREIRA, Edésio Fernando, *op. cit.*, p. 297 e 300

² Ver, por exemplo, CONJUNTURA ECONÔMICA. A Nova Lei do Mercado de Capitais e a Resolução nº 21 do Conselho Monetário Nacional. *Conjuntura Econômica*, 20 (3): 9-12, mar. 1966, p. 12.

1966".¹ E lembrou, face a isto, um dos preceitos mais respeitados pela retórica oficial, inexplicavelmente esquecido no dia a dia da condução da política econômica:

Afinal de contas, este problema (o da desestatização no setor financeiro) constitui um dos capítulos da luta contra a inflação e pela retomada do desenvolvimento.²

Além do mais, saltava aos olhos o fato de que a posição do governo no sistema por ele inventado "era extremamente esquisita", segundo observou em editorial a APEC:

Ele (o governo) tomava emprestado dólares a 20% ao ano ou coisa semelhante e, como há excesso de reservas, aplicava-os em Obrigações do Tesouro Norte-Americano a 4% ao ano. E em agradecimento pelos bons serviços, emitia cruzeiros para emprestá-los a 14% ao ano (os 24% menos os 10% de comissão das Sociedades de Financiamento).³

Para completar o quadro, a condução da política monetária começou a fraquejar em plena euforia especulativa suscitada pela Resolução nº 21. Até o primeiro trimestre do ano, as metas de expansão monetária vinham sendo levadas a cabo com exemplar competência pelo governo. Até março, o volume de papel moeda em poder do público fora reduzido em 2,4%. Mas no segundo trimestre, sobretudo em consequência do influxo de recursos externos, retornou-se perigosamente às emissões, com uma expansão de 10,4% apenas entre março e julho.⁴

Foi esse quadro geral de incerteza, de especulação, de crítica ao avanço do estatismo, de crescimento desfuncional do endividamento externo e da dívida pública interna, e finalmente, de ameaça de novo fracasso na condução da política monetária, que levou as autoridades a revogarem a Resolução nº 21, pondo fim à "operação 310". De mais a mais, para que manter um esquema, o qual — já se tornara uma evidência aos olhos de todos — não atingira e nem atingiria seu objetivo maior, o de exterminar o desânimo?

¹ APEC, *op. cit.*, jul. 1967, p. 43.

² *Ibid.*, *ibidem*, p. 43.

³ *Análise e Perspectiva Econômica*, 5 (98), 5-6-1966, p. 2.

⁴ Os dados são do Banco Central do Brasil, extraídos de CONJUNTURA ECONÔMICA. Suplemento Especial - Estatísticas Básicas de 27 Anos de Economia Brasileira. *Conjuntura Econômica*, 29 (1): 63-122, jan. 1975, p. 82.

Desmoronou assim a Resolução nº 21, restando aos seus idealizadores o consolo de que sua revogação se deu em nome daquele mesmo nobre objetivo que lhe dera origem : a busca da estabilização.

Quais os resultados de sua breve passagem? Afora a nostalgia dos lucros fáceis que proporcionou e a lição ganha pelo governo de que sua terapêutica antiinflacionária não era imune a alguns efeitos colaterais, restou bem pouco, senão coisa alguma.

Mas, e quanto à letra de câmbio com deságio, móvel de todo este intrincado esquema e quase perdida de vista após tão longa e tortuosa exposição? A letra de câmbio com deságio, podemos afiançar, manteve-se relativamente bem. É certo que com alguns embaraços, em virtude do enfrentamento com um título tão sedutor, mas nada de muito grave. Já no ano seguinte recuperou-se plenamente e preparou-se desde então para, com nova fachada, mas com suas características originais preservadas, erigir-se como a mais ilustre representante do setor financeiro no "milagre brasileiro". Antes disso, no entanto, teve contra si novas investidas por parte do governo, que não se julgava inteiramente derrotado.

DEMAIS MEDIDAS PARA COMBATER O DESÁGIO ATÉ A DERROTA FINAL

Mesmo antes de revogado o esquema da Resolução nº 21, o governo tentou uma nova cartada. Percebendo a pouca receptividade obtida pela sugestão da introdução de um novo título com correção monetária, criou às vésperas do "1º de julho", a letra de câmbio com limite máximo prefixado de correção monetária.¹ Este limite só teria uma serventia : prevaleceria, caso a correção monetária efetivamente apurada pelo Conselho Nacional de Economia o ultrapassasse; se não, valeria a correção a posteriori.

Em certo sentido, ao propor o limite de correção, o governo apostava em si próprio. Expliquemos. Segundo o pensamento oficial, os atores da cena econômica tendiam a assumir "que as taxas de inflação são mais ou menos constantes através dos tempos".²

¹ Resolução nº 28 do Banco Central, de 30-6-1966.

² MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA, *op. cit.*, 1967, p. 59.

Isto significava, ainda segundo o raciocínio oficial, que se fosse determinado livremente pelos vendedores e compradores de letras de câmbio um limite máximo à correção monetária, este limite seria fixado a um nível próximo à taxa de inflação observada em um passado recente. Ora, como o governo estava convencido da eficácia de sua política de estabilização, concluía, coerentemente, que o limite deveria sempre sobrepujar a correção posteriormente apurada, em virtude da queda da taxa de inflação. Na prática, portanto, o novo sistema coincidiria com o da correção a posteriori, se a premissa básica do argumento oficial — o sucesso da política antiinflacionária — fosse satisfeita, no que efetivamente se acreditava.

Mais um fracasso. O "sistema misto" não vingou e as razões do insucesso não são difíceis de encontrar. Suponhamos que o pensamento oficial fosse absolutamente correto. Nesse caso, quem então se beneficiaria com o novo sistema? Os compradores de letra? Claramente, não. Para estes, se a taxa de inflação fosse baixar, como prometiam as autoridades, era o momento de fechar negócios à taxa prefixada, em vigor no mercado, e não de aceitar uma cláusula de correção máxima que significava, no prazo de vencimento, menor remuneração. Se vingasse a inovação proposta, para os aplicadores a compra de letra seria como um jogo de cartas marcadas: jamais poderiam ganhar além do acertado previamente, mas poderiam ganhar menos... Obviamente, preferiam então tomar a taxa de correção sugerida pelo governo como máxima para taxa efetiva das aplicações, independentemente do resultado posterior da taxa de inflação. E ante a possibilidade de que esta superasse o rendimento prefixado, caso este em que a remuneração real resultaria negativa, preferiam correr esse risco, minimizando-o mediante aplicações no curto prazo. Ora, nem essa possibilidade estaria aberta, caso fosse posta em prática a inovação, pois na mesma oportunidade em que foi introduzido o limite máximo pela Resolução nº 28, fixou-se ainda o prazo mínimo de 1 ano para as operações mediante aceite. Não havia assim, por nenhum lado, razão para uma boa acolhida da proposta governamental.

Quem jamais jogaria para perder com o "sistema misto" de correção seriam os tomadores de empréstimos. Para eles, se a política econômica alcançasse a meta prometida, tanto melhor, pagariam menos pelos empréstimos contraídos; se não obtivesse êxito,

dos males o menor: não arcariam com todo o insucesso, mas apenas com parte dele, pois a outra parte recairia sobre os compradores de letra de câmbio. De mais a mais, o ônus que lhes caberia no caso de insucesso era perfeitamente previsível (o limite de correção) e por isso poderia ser compensado, previamente, mediante o repasse aos preços dos prováveis custos financeiros oriundos do insucesso da política antiinflacionária. Posição cômoda, como se vê, a das empresas tomadoras de empréstimos junto às financeiras.¹ Certamente o governo raciocinava por essas empresas quando julgou passível de sucesso a nova sistemática. Êxito que, sem dúvida, seria alcançado, caso se dependesse exclusivamente delas. Mas não se dependia.

Trata-se de um engano supor que o sistema financeiro durante a etapa declinante do ciclo, deve, mais do que nunca, funcionar "para os tomadores de empréstimos". Apenas para um lado, tal máxima é verdadeira: o das empresas que, abatidas pela crise (e pela própria política antiinflacionária), necessitam reciclar suas dívidas. Mas para um outro lado — para um lado mais poderoso, porque constituído por grandes empresas com poderes oligopólicos —, não.

No que diz respeito a este "outro lado", a estruturação de um sistema financeiro que forneça crédito barato não é fundamental para que se suporte os rigores daquela fase do ciclo. Se houver crédito barato, tanto melhor, mas como entidades superavitárias que são, para elas fundamental é encontrar oportunidades de aplicações financeiras com boa e/ou segura lucratividade. Portanto, é-lhes favorável o aumento e não o decréscimo das taxas de juros. Cabe lembrar ainda que estas empresas e, na época que estamos reportando particularmente, as filiais das empresas estrangeiras, dispunham de privilegiadas condições de acesso às instituições de crédito internas e externas, prescindindo, por essa razão, das melhorias gerais do sistema de crédito favorecedoras da redução dos custos financeiros das empresas em geral. Desse favorecimento, já desfrutavam. A nova sistemática só vi-

¹ "A única vantagem do novo sistema", reconhecia em Editorial o periódico ANÁLISE E PERSPECTIVA ECONÔMICA, "é a de promover um ganho inesperado ao mutuário à medida em que a inflação fique abaixo do teto contratado". *Análise e Perspectiva Econômica*, 5 (100), 5-7-1966.

ria, conseqüentemente, retirar mais um atrativo do setor financeiro, restringindo ainda mais o já pouco amplo leque de opções para aplicação financeira de recursos ociosos das empresas e dos demais agentes superavitários.¹

Mais uma vez o governo retrocedeu. Um mês após ter criado o "sistema misto", modificava-o, admitindo um novo sistema, o qual, nas palavras insuspeitas de Simonsen, era "essencialmente equivalente ao deságio".²

De início, a Resolução nº 32 revogou as Resoluções nº 21 e 28 e valeu-se da oportunidade para estabelecer as regras de uma nova sistemática de correção. Determinou-se que, dali em diante, a correção monetária nas operações de aceite poderia seguir uma, dentre duas alternativas, "a critério das contratantes":

1. Adotar os coeficientes aprovados pelo Conselho Monetário Nacional para correção das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (art. 27 da Lei 4728 de 14.07.65), estabelecendo o máximo de correção como percentagem do principal da operação; OU
2. Alternativamente, prefixar o valor da correção monetária...³

Ocioso frisar: a segunda alternativa saiu vitoriosa. A primeira nada mais era do que o "sistema misto", cujas estreitas possibilidades de sucesso já salientamos.

Permitiu-se enfim que a prática do mercado se tornasse legal. A prefixação da correção monetária foi finalmente aceita, com apenas uma diferença relativamente ao antigo esquema do deságio, conquanto diga-se de passagem, fosse marginal: o deságio "puro" corresponde a um desconto antecipado do valor nominal do título e na proposta do governo a correção monetária só seria embolsada na data de vencimento do título. Num ponto essencial, no entanto, houve coincidência: antecipada seria a determinação da taxa de correção monetária, só que esta, no primeiro caso,

¹ "As esperanças de um resultado muito favorável, que pode compensar o risco na idéia do devedor, não é adequada para tranquilizar quem empresta"... Os formuladores de nossa política econômica deveriam às vezes lembrar-se desse recado de KEYNES, J.M.. *Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro*. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1970, p. 144.

² SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1976, p. 295.

³ Resolução nº 32 do Banco Central, de 30-7-1966, Art. 3. As alternativas só foram abertas para as instituições com capital mais reservas igual ou superior a Cr\$250 milhões (cf. Art. 3).

seria recebida no momento da transação; no segundo, recebida findo o prazo da aplicação.

A prefixação é que era combatida pelo governo e é ela que agora ele se vê forçado a admitir nas letras de câmbio.

Cabe salientar que a incidência posterior da correção monetária previamente acordada ao invés da incidência prévia só veio a ser exigida por uma razão meramente técnica: objetivava bloquear a possibilidade de evasão de impostos. A mesma Resolução nº 32 determinou uma alteração importante na incidência do imposto de renda sobre as operações mediante aceite. Antes, como se viu, determinava-se que a alíquota do imposto de renda na fonte incidiria sobre o deságio, o qual seria tratado como rendimento tributável. Aqui, muda-se esse princípio, estabelecendo-se que "as diferenças nominais resultantes da correção monetária dos contratos de abertura de crédito e das letras de câmbio (...) não constituem rendimento tributável para os efeitos do imposto de renda..."¹ Porém, ressaltou-se um caso, para o qual a nova norma não vigoraria: o "... da correção monetária prefixada (...), se esta, acrescida da taxa de juros, for superior à correção monetária que resultaria da aplicação dos coeficientes de correção aprovados pelo Conselho Nacional de Economia". Neste caso, "o excedente será considerado juro e ficará sujeito à incidência do imposto de renda, ficando as sociedades aceitantes das letras de câmbio responsáveis pela retenção e imediato recolhimento, por ocasião do resgate, do tributo devido".²

Como se vê, a nova sistemática de tributação das letras tornava-se muito mais branda. Mas retornando ao ponto em discussão, fácil é percebermos porque o governo exigiu (e nesta exigência, de importância menor, foi atendido) a correção monetária prefixada, em lugar do deságio pago antecipadamente. É que só com o pagamento posterior, seria possível cotejar o percentual de correção monetária e juros fixados previamente, com o percentual de correção apurado pelo Conselho Nacional de Economia para o período de maturação da letra. Só assim viabilizar-se-ia o cálculo do montante a ser pago a título do imposto de renda na fonte, da forma como agora queria o governo. Todavia, e neste ponto deve-

¹ Resolução nº 32 do Banco Central, de 30-7-1966, Art. 3.

² Resolução nº 32 do Banco Central, de 30-7-1966, Art. 3.

mos insistir, com isto não se alteraria o que de fundamental havia na sistemática de deságio e que suscitara a antipatia das autoridades: a prefixação do rendimento nominal da aplicação. O sistema de deságio terminara, assim, finalmente, vitorioso. Mudaram-lhe o nome — de "deságio" para "correção monetária prefixada" —, mas não a essência.

Resta ainda comentar uma inovação adicional da Resolução nº 32. O prazo mínimo, quer dos empréstimos, quer das letras de câmbio aceitos pelas financeiras, ficou reduzido de 1 ano para 6 meses¹, ou seja, mais uma derrota que a política econômica daqueles tempos amargou. O projeto original de reforma apregoava um prazo mínimo de 1 ano e o governo procurou efetivamente torná-lo realidade: a Resolução nº 28, analisada há pouco, determinava exatamente isto. O mercado de letras, porém, reagiu desfavoravelmente e foi grande a resistência das financeiras. O prazo mais longo era incompatível com o sistema do deságio em tempos de elevada taxa de inflação. Eram os prazos curtos que permitiam aos aplicadores defender-se contra possíveis perdas reais nas aplicações, oriundas do descompasso entre o rendimento nominal previamente estabelecido e a taxa de inflação. A determinação do governo de alargar os prazos significava, assim, retirar da letra de câmbio um de seus raros atrativos. Na medida em que o governo aceitava agora a correção prefixada, teve também que aceitar seu complemento necessário: prazos mais curtos.

As sucessivas revogações seguiram seu curso, quando no penúltimo dia do ano veio a público a Resolução nº 45, tornando sem efeito a Resolução nº 32. A Resolução nº 45 tornou-se importantíssima, por várias razões: constituiu-se no documento de regulamentação do setor mais completo e detalhado até então produzido e que até hoje, em suas linhas gerais, é seguido; reafirmou o fim da disputa envolvendo governo e financeiras, pela permanência ou não do deságio; marcou o reaparecimento de velhas metas políticas econômicas, metas estas que haviam sido inteira

¹ Resolução nº 32 do Banco Central, de 30-7-1966, Art. 2. O Art. 3 determinou que "o prazo médio dos contratos de abertura de crédito, das letras de câmbio e das duplicatas recebidas em garantia, computado sobre a totalidade das operações, não poderá ser inferior a 9 meses". Apenas com a Resolução nº 45, de fins de 1966, foi o prazo mínimo reduzido para 6 meses sem qualquer exigência adicional.

mente engavetadas, à espera de solução para a questão do desãgio, tais como a redução do diferencial entre taxas e criação de um esquema especial de crédito ao consumo.

* * *

Maus momentos passaram as financeiras e a letra de câmbio nesse ano de 1966. O combate do governo gerou incertezas junto aos compradores de títulos, na medida mesmo em que, seguidamente, eram alteradas as regras do jogo. Não é certo que, nos últimos seis meses de 1966, a Resolução nº 45 revogou a de nº 32, que havia revogado a de nº 28, que, por sua vez, revogara antes um importante artigo da Resolução nº 21? E todas essas mudanças não tratavam do mesmo assunto, forma de correção e prazos, dos elementos básicos do jogo?

Os ministros da área econômica insistiam em que "não havia o propósito de eliminar o mercado de letras de câmbio".¹ Mas como dar crédito a tais declarações se naquilo que pesava — nos atos — as coisas ocorriam às avessas? Não fora proposta do governo a substituição da letra de câmbio pela ORTN, através do esquema da Resolução nº 21? Estavam corretos, portanto, os que, com desconfiança, evitavam a letra de câmbio. Além do mais, ameaçava a letra a alternativa que constituía a ORTN. Esta continuava a acumular incentivos e ante as indefinições que rondavam o futuro da letra de câmbio, recebeu forte estímulo. Ao final do ano, o saldo de ORTN já superava — e de longe — o de aceites das SCFI. Assim como 1965 confirmou-se enquanto o ano de ouro para a letra de câmbio, 1966 veio a ser o ano da ORTN.²

Mas, como se não bastasse, tiveram as financeiras que suportar outras investidas: desta feita, dos bancos comerciais. Em 1966, incentivados pela retração sofrida pelo mercado de le-

¹ BULHÕES, Octávio Gouveia de, *op. cit.*, 1965, p. 28.

² O saldo de ORTN alcançou Cr\$1.401 milhões de cruzeiros, contra Cr\$430 milhões no ano anterior (valores correntes). Esse último valor correspondia a 61,9% do saldo de aceites das financeiras; o outro a 174,0%. (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Haveres Financeiros: 1946-1973. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 3 (1): 3-11, jan. 1974, p. 7.) Devemos ressaltar contudo que, como já vimos, parcela significativa do saldo de ORTN correspondia às subscrições de ORTN pelos bancos comerciais, como alternativa de depósito compulsório.

tras, os bancos comerciais retomaram um tipo de operação já qua se esquecido em razão do desuso. Os bancos "aderiram à reforma", ressuscitaram os depósitos a prazo (agora com correção monetária) e entraram na concorrência pela captação de recursos a médio prazo. O saldo dos depósitos a prazo com correção monetária era nulo no final do ano anterior, mas chegou a alcançar Cr\$141 milhões em fins de 1966, um valor correspondente a quase 1/5 do saldo de letras das financeiras.¹ E por mais que o governo se opusesse, os bancos adotaram nos seus depósitos a prazo com correção a mesma sistemática da letra de câmbio: ofereciam rendimento prefixado. As SCFI não ligadas a grupos bancários foram as que mais sofreram com mais este concorrente.

Alguns dados espelham bem o acúmulo de fatores adversos para as SCFI durante o ano de 1966: a) entre 1965 e 1966 (dezembro a dezembro), o saldo de aceites retraiu-se em termos reais, em um percentual elevado: 16,5%. (O saldo de ORTN, por outro lado, cresceu 134,8%); b) a letra de câmbio em 1965 absorvia cerca de metade do saldo de aplicações financeiras (a ORTN correspondia cerca de 1/3); em 1966 passou a absorver cerca de 30% , invertendo a posição relativa com a ORTN (que passou a absorver mais da metade); c) os empréstimos concedidos pelas financeiras do setor privado mediante concessão de aceite teve sua importância relativa reduzida em 1966: representavam no ano anterior 9,6% do total dos empréstimos do setor privado, percentual este que decresce para 8,2%.²

Enfim o golpe foi duro, mas não foi fatal. Passada a ira governamental, com rapidez a letra de câmbio retomou a liderança que, por momentos, havia perdido no confronto com sua mais nova e temível rival: a ORTN. É do maior interesse frisar que, da derrota sofrida pelo governo na batalha contra o deságio, e ainda, do surgimento dos depósitos a prazo com correção prefixada dos bancos, teve origem no país um peculiar sistema de indexação, conjugando a correção monetária prefixada com a corre-

¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, jan. 1974, p. 7.

² Fonte dos dados: BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, jan. 1974, p. 7 e BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, dez. 1976, p. 2. (Os valores nominais foram deflacionados pelo Índice Geral de Preços (Col. 2 de Conjuntura Econômica).

ção posfixada. A partir de 1967, por exemplo quem dispusesse de recursos poderia escolher dentre várias alternativas : poderia aplicar seu dinheiro em ORTN, de vários prazos, ou em caderneta de poupança, ou em letra imobiliária. Em todas essas aplicações, receberia juros e mais correção monetária calculada de acordo com a desvalorização cambial (no caso de alguns tipos de ORTN) ou com a taxa de inflação interna. Ou poderia adquirir letra de câmbio, ou CBD ou, depois de 1970, LTN, tendo nesses casos seu rendimento, inclusive juros e correção monetária, integralmente prefixado.

Em certo sentido, acabamos ficando "com o pior de ambos os mundos" (para lembrar passagem famosa de Keynes), pois com este sistema "misto", as trocas de posição financeira de um tipo de título para outro desemboca sempre em pressões inflacionárias, sejam quais forem os movimentos efetivos anteriores da taxa de inflação e as expectativas acerca de seu comportamento no futuro. Se a taxa de inflação apresenta tendência a baixar, as aplicações com correção prefixada são favorecidas, o que joga contra riamente à efetivação da expectativa baixista. No caso contrário, em que o ritmo de expansão inflacionária apresenta tendência a se elevar, são as aplicações com correção a posteriori as estimuladas, o que dificulta a reversão de expectativas e a contenção da tendência altista.

CAPÍTULO 5

A REDUÇÃO DO DIFERENCIAL ENTRE AS TAXAS

UM OBJETIVO SUBORDINADO

Subordinada, como objetivo de política econômica pela substituição do deságio, a meta de redução do diferencial entre as taxas de captação e de aplicação das financeiras não mereceu, inicialmente, atenção digna de destaque. Até mesmo, pelo contrário, saiu-se muito prejudicada com as medidas iniciais de combate ao deságio.

Os diagnósticos propunham, como uma das políticas a serem adotadas para a redução do diferencial, um tratamento fiscal bem mais suave para o deságio. Mas, ao invés disso, a Lei nº 4.728, na realidade, tornou ainda mais rigorosa a carga impositiva. Já apontamos as razões que conduziram as autoridades a agir desta forma, mas não podemos deixar de assinalar aqui que este procedimento opunha-se frontalmente às metas e princípios enunciados pela própria retórica oficial. Conflitava com a meta de estreitamento das taxas, além de ferir o princípio "liberal", da "justa remuneração a quem poupa".

Mas, como devemos reconhecer, algumas determinações da Lei haveriam de influir — embora marginalmente — no sentido almejado. Referimo-nos, mais precisamente, a duas providências: a primeira, que dispensava da intermediação financeira a instituição, geralmente coligada à Companhia de Crédito e Financiamento, que se identificava como compradora da letra de câmbio, para efeito do imposto de renda. Tornar-se-ia dispensável esta instituição, pois com a lei eliminou-se a possibilidade de não identificação da pessoa física, compradora da letra. A segunda, desobrigava os títulos cambiais de passarem por pregão em Bolsa, para serem colocados no mercado, ficando as financeiras autorizadas a colocarem diretamente seus próprios títulos no mercado. Com esta medida, economizava-se duplamente os custos de intermediação: o pagamento aos corretores públicos e a taxa

cobrada pela Bolsa. Note-se, porém, que, na prática, este dispositivo não excluía a figura de um intermediário entre a financeira e o público comprador de letras. Apenas determinava que esta figura deixava de ser o corretor público. Na verdade, as financeiras, desde muito cedo, contavam com suas próprias companhias distribuidoras, responsáveis pela colocação dos títulos de seu aceite, tendência que se acentuou após a referida providência legal.

Parece-nos razoável afirmar a respeito dessas determinações da Lei nº 4.728, que o seu efeito foi muito mais o de simplificar o processo de intermediação financeira do que o de reduzir significativamente os custos deste processo. Com efeito, a economia, em termos de custos de intermediação, conseguida com estas medidas, não seria de grande monta: tanto os custos com a taxa cobrada pela Bolsa de Valores, quanto os custos com a remuneração da subsidiária da instituição encarregada de identificar-se como compradora para efeitos do imposto de renda na fonte, participavam com um peso relativamente baixo no total dos custos de intermediação.¹ E quanto à economia com a taxa cobrada pelo corretor oficial, esta, como advertimos, poderia não se efetivar, caso fosse absorvida pela companhia distribuidora. Na realidade, com a Lei nº 4.728, nada se providenciou em prol da redução dos principais itens de custo que explicam o tamanho distanciamento entre as taxas: não se tocou na margem de remuneração dos intermediários financeiros e a taxa sobre os rendimentos da letra de câmbio — outro item de destacada relevância — tornou-se ainda mais onerosa com a Lei.

Sendo assim, qualquer tentativa de avaliação dos possíveis efeitos das inovações introduzidas pela Lei nº 4.728 dificilmente conduziria à conclusão de que os gastos absorvidos pela intermediação haveriam de ser barateados. Pelo contrário, a conclusão pelo aumento desses gastos parece a mais indicada.²

¹ Conforme as estimativas constantes no Apêndice a este Capítulo. Ver o item 1 - Custos e Taxas de Juros nos Empréstimos Mediante Aceite Cambial.

² Aliás, foi esta a conclusão a que chegou um documento oficial. Quando foi elaborado o Diagnóstico Preliminar, já vigorava a Lei nº 4.728, com o que, nele se pôde comentar seus possíveis efeitos sobre o diferencial entre taxas. Segundo o Diagnóstico, na balança dos prós e dos contras, as determinações da Lei, referentes basicamente ao tratamento fiscal dispensado ao deságio, "parecem agravar o problema, baixando ainda mais a remuneração

A MUDANÇA NA ORIENTAÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA E A REDUÇÃO DO DIFERENCIAL

Um passo importante em direção ao estreitamento das taxas foi dado cerca de 1 ano após a promulgação da Lei nº 4.728. Em fins de julho de 1966, o governo alterou, pela Resolução nº 32 do Banco Central, a regra de incidência do imposto de renda na fonte sobre os rendimentos da letra de câmbio. Como se recorda, definiu-se nesta oportunidade que os rendimentos oriundos da correção monetária prefixada "não constituem rendimento tributável para os efeitos do imposto de renda".¹ O imposto de renda passou a incidir então apenas sobre o valor da correção monetária e dos juros excedentes em relação ao valor da correção monetária calculada mediante a aplicação da taxa apurada pelo Conselho Nacional de Economia, e não mais sobre o deságio pura e simplesmente.² Duas foram as conseqüências da mudança: em primeiro lugar, transferiu-se do tomador de recursos para o comprador de letras a carga tributária, livrando o tomador de um elevado custo com o qual, anteriormente, arcava. Em segundo lugar, reduziu-se sensivelmente a carga tributária sobre o deságio, abrindo-se, inclusive, uma possibilidade que, até então, ninguém, em sã consciência, ousaria prever: a de que o rendimento da letra de câmbio não pagasse imposto de renda na fonte. Pois bem, com a nova sistemática este poderia ser o caso, se a taxa de correção monetária apurada para o período de maturação da letra suplantasse a soma das taxas de juros e de correção monetária prefixada, oferecidas ao comprador da letra.³

Cumpramos observar que só houve espaço para que fosse dado este importante passo na política econômica, após já testado o insucesso das medidas, até então predominantes, destinadas a substituir o deságio. Ou seja, somente depois de algumas "experiências infelizes", como reconheceu um dos principais mentores

oriunda da compra de letra de câmbio". ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 150.

¹ Resolução nº 32 do Banco Central de 30-7-1966, Art. 3.

² Resolução nº 32 do Banco Central de 30-7-1966, Art. 3.

³ Em geral a taxa de rendimento (taxa de juros + taxa de correção prefixada) da letra de câmbio situou-se acima da taxa de correção monetária apurada. Mas durante 1966 (até setembro), deu-se o inverso. Ver os dados em NESS Jr., Walter L., *op. cit.*, p. 174.

das reformas financeiras¹, como a Resolução nº 21, o governo voltou sua atenção para os demais objetivos reformistas na área das financeiras, como que aceitando, enfim, a camisa de força que lhe fora imposta por este mecanismo realimentador e com o qual teria inevitavelmente que conviver. Antes disso, a política econômica para a área ficara por muito tempo — quase dois anos — praticamente voltada ao combate ao deságio e se, em meio a este período, as operações de aceite cambial se expandiram violentamente, tal expansão se deu à total revelia dos anseios da política econômica. A queda da "taxação indevida" (para usar os próprios termos da retórica oficial) constituiu o primeiro passo em uma nova direção e a criação do C.D.C., meses depois, o segundo, e, a nosso ver, o mais relevante passo.

Novo barateamento nas despesas com impostos viria, posteriormente à alteração no imposto de renda, com a substituição do antigo imposto do selo pelo imposto sobre operações financeiras — IOF — (Lei nº 5.143 de 20-10-1966). A substituição entrou em vigor a partir de 1967 e, com ela, reduziram-se pela metade as despesas com impostos sobre os contratos de aceite cambial.²

Sucesso absoluto alcançou a nova orientação da política econômica. Entre maio de 1966 e fins do ano seguinte, o diferencial declinou sensivelmente, passando de 2,50% para 1,47% ao mês (variação negativa de 42%). Colaborou de modo decisivo para este declínio, a redução da taxa de juros cobrada nos empréstimos (de 4,92% para 4,06% a.m.). Quanto à taxa paga ao comprador de letra de câmbio, seu comportamento foi mais estável, evoluindo relativamente bem menos do que a redução observada no "custo de dinheiro" (aumentou de 2,42% para 2,59% a.m.).

Os números citados acima constam do Apêndice a este capítulo³, onde se encontram maiores detalhes quanto a fontes, metodologia, etc, bem como um estudo sobre os custos das operações de crédito mediante aceite cambial, a partir do qual levantamos

¹ Referimo-nos a Simonsen. Ver SIMONSEN, Mário Henrique, *op.cit.*, 1976, p. 295.

² Pelo imposto antigo pagava-se sobre o valor nominal da letra de câmbio um percentual de 2%. Com a mudança a alíquota baixou para 1%. [Cf. a Resolução nº 40 do Banco Central de 28-10-1966.]

³ Ver o item 1 - Custos e Taxas de Juros nos Empréstimos Mediante Aceite Cambial, especialmente a Tabela A-1.

duas conclusões importantes para prosseguirmos. São elas:

a) a redução do diferencial revelou-se bem mais pronunciada em 1966. Ao longo de 1967 sofreu nova queda (pelo menos até o 3º trimestre), mas desta feita a queda foi relativamente pequena. Note-se que nos anos imediatamente seguintes, o diferencial se estabilizou aproximadamente ao nível de fins de 1967.¹ A evidência de que a redução do diferencial tivesse sido bem maior em 1966 do que em 1967 soa, em certo sentido, como algo surpreendente. Afinal, o ano de 1967 apresenta-se como muito mais representativo de um esforço concentrado no objetivo de reduzir as taxas de juros do sistema, do que o ano anterior.

Em março de 1967, Delfin Netto assumiu a Pasta da Fazenda e, logo de saída, lançou um "pacote" de medidas destinadas a baixar as taxas de juros: expandiu a liquidez bancária; ampliou o acesso às fontes externas de crédito (a Resolução nº 63 data de agosto de 1967); ordenou a redução das taxas de juros cobradas nos financiamentos através dos fundos especiais (como FINAME, FIPENE e FUNDECE) e nos empréstimos concedidos por instituições públicas (como o Banco do Brasil); controlou as taxas de juros oferecidas nos títulos da dívida pública estadual; reduziu as taxas das ORTN; criou incentivos (através da permissão para a abertura de novas agências e da remuneração dos depósitos compulsórios) para os bancos que diminuíssem suas taxas de aplicação; além disso, sempre com o mesmo objetivo, buscou acordos com banqueiros e associações das financeiras.²

Ao que parece, essas providências surtiram efeito ainda em 1967.³ No caso das operações mediante aceite, há evidências de

¹ Seu valor alcançou 1,39% em 1968 e 1,41% em 1969. Em 1970 baixou novamente para 1,29%, permanecendo em torno a esse nível até 1973 (dados para o mês de maio). Cf. ALMEIDA, José Roberto N., *Financeiras - Em Elevada Expansão. Conjuntura Econômica*, 27 (9): 144-149, set. 1973, p. 147.

² Como se sabe, no diagnóstico de Delfin Netto, ao contrário da dupla Campos-Bulhões, a taxa de juros assumia uma importância destacada dentre os condicionantes da taxa de inflação. Com relação particularmente à ORTN, Delfin dizia que ela salvara o deficit público, mas em contrapartida pressionara demasiadamente o espectro da taxa de juros. (Cf. DELFIN NETTO, Antonio. *Linhas Mestras da Política Econômica*. In: APEC, *op. cit.*, jul. 1967, pp. 87-89.) Para uma réplica às idéias de Delfin a esse respeito, consultar CAMPOS, Roberto de Oliveira, *op. cit.*, 1968, pp. 117-123.

³ Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório 1967. Boletim do Banco Central do Brasil*, 4 (2), fev. 1968, pp. 135-136.

que baixaram as taxas. No entanto, pouco diminuiu o diferencial. Já em 1966, houve sensível queda do diferencial, muito embora diversas medidas tomadas pela dupla Campos-Bulhões tenham tido efeito oposto ao das medidas encaminhadas na administração seguinte. Uma forte razão explicativa deste resultado, aparentemente contraditório, pode ser buscada na outra conclusão a que fizemos referência. Ei-la:

b) o barateamento das despesas com impostos (principalmente com o imposto de renda) revelou-se como o mais importante elemento redutor dos "custos de intermediação" e daí, do "custo do dinheiro" e do diferencial. Como a mudança da política fiscal para com o desãgio se deu ainda sob a gestão Campos-Bulhões, entende-se porque a redução do diferencial foi mais ampla já em 1966. Com Delfin houve um declínio generalizado das taxas nominais de juros vigentes no sistema, abarcando tanto as de aplicação, quanto as de captação, dentre as quais as das financeiras não fugiram à regra, e, sendo assim, o diferencial não se alterou substancialmente.

Com relação ainda aos "custos de intermediação", o estudo põe à mostra indícios de que teria havido, também, uma queda na remuneração cobrada pelas instituições financeiras por cruzeiro emprestado em operações mediante aceite cambial. Vale dizer, há indícios de que diminuiu a margem bruta de remuneração cobrada pelas instituições financeiras na intermediação.

Ora, esses indícios precisam ser explicados. Aparentemente, pelo menos, a redução do diferencial contou com a colaboração efetiva das financeiras e não apenas com a ajuda do governo, mediante a redução de impostos. Que motivos levariam as financeiras — até então tidas pelas autoridades como ineficientes e pouco competitivas, exatamente porque jamais se esforçaram em baratear os custos da intermediação — a abrirem mão de margem que auferiam, em benefício do barateamento do "custo do dinheiro"? A nosso ver, questão semelhante poderia ser formulada mesmo se inexistissem (ou fossem julgados débeis) os indícios de redução das margens de remuneração das instituições financeiras e o estreitamento entre as taxas tivesse como único motivo o barateamento das despesas com impostos. Restaria por esclarecer os fatores que levaram as financeiras a repassar tal barateamento ao "custo do dinheiro", e não embolsá-lo para si, como margem

de lucro extra. A última alternativa poderia ser "pensada", dada a "ineficiência" reinante no setor e a competição interinstitucional "branda" que também caracterizava, segundo os diagnósticos oficiais, o setor.

Responder a essas indagações nos parece ser da maior importância, pois significa esclarecer as razões que, no fundo, garantiram o êxito da política de estreitamento entre as taxas.

Na resposta, podem ser levadas em consideração razões de ordem "conjuntural", além de fatores influentes ao nível da estrutura do setor. No primeiro caso, não devem ser esquecidos fatores tais como: mais ampla liquidez bancária, ampliação das alternativas de crédito e pressões do governo para baixar as taxas de juros, com a conseqüência de retirar das operações mediante aceite parte de sua importância relativa no suprimento de crédito às empresas e, além disso, inibir possíveis excessos na cobrança de taxas de juros nestas operações. Atuariam por isso, como fatores positivos a garantir a redução do "custo do dinheiro". Mas, quando vigoraram essas condições? A partir de 1967, já o vimos. Ora, como em sua maior parte o estreitamento ocorreu em 1966, a contribuição que o "argumento conjuntural" nos oferece é apenas parcial. Mas, ainda assim, sua importância não deve ser minimizada: ajuda a entender porque a conquista, obtida em sua maior parte em 1966, não foi derrubada nos anos seguintes. Talvez auxilie a explicar também o estreitamento de menor monta ocorrido em 1967.

A outra causa, a nosso ver, mais relevante, deve ser buscada no interior do próprio setor, mais precisamente na competição que se desenvolve entre as SCFI.

Iniciemos citando as principais conclusões do estudo sobre Mudanças na Estrutura do Setor¹, relativo a um período de tempo curto (maio de 1966 a dezembro de 1967), mas que, apesar disto, permitem detectar sensíveis transformações na composição do setor, tal a rapidez com que essas mudanças se processaram.

Entre o início e o fim do período, altera-se drasticamente a distribuição das financeiras segundo o tamanho das instituições em operação: a maioria das minúsculas financeiras que,

¹ Ver o Apêndice a este capítulo, item 2.

particularmente durante o "boom" de 1965, haviam ingressado no setor, é eliminada ou absorvida por financeiras maiores, ao mesmo tempo em que se multiplicam as instituições de porte "médio" e, mais ainda, as de porte "grande" e "muito grande".¹ Um indicador resumido das alterações em curso no período é o seguinte: o "tamanho" médio das financeiras em operação quase dobrou em termos reais, com o saldo dos aceites cambiais por instituição passando de Cr\$5,97 milhões para Cr\$11,06 milhões (preços de dezembro de 1967), entre maio de 1966 e dezembro de 1967.

Por outro lado, nesta fase assiste-se também a um aumento da participação das financeiras de maior porte no saldo global de aceites cambiais, com a correspondente perda de posição das pequenas e médias sociedades. Para ilustrá-lo, citemos os dados relativos às financeiras com aceites em montante superior a Cr\$25 milhões (preços de dezembro de 1967), as quais denominamos no Apêndice de "muito grandes", e cujo número evoluiu de 7, em maio de 1966, a 23, em dezembro de 1967 : sua participação no total do mercado de letras subiu de 30,7% para 44,8%.

Em resumo, o período em foco é marcado por uma vigorosa expansão, seja em números absolutos, seja em termos da participação relativa no mercado, das instituições individualmente mais capazes de mobilizar e intermediar grandes somas de recursos. Tais mudanças significam que, neste curto espaço de tempo, um número sensivelmente maior de instituições e, com elas, o setor considerado em termos médios, habilitaram-se a operar com menores margens de intermediação em cada operação, sem que isso implicasse inevitavelmente em menores lucros. O maior volume de operações permitia compensar, até mesmo vantajosamente, as mais baixas margens unitárias.

Assim, tanto o repasse ao "custo de dinheiro" da diminuição das despesas com impostos, quanto um certo declínio da margem de remuneração dos intermediários, não significaram, para as empresas líderes, menores lucros potenciais ou efetivos. Tanto um quanto outro serviram, na verdade, como alavancas para a expansão dessas empresas no mercado, mediante a expulsão ou absorção

¹ A discriminação das financeiras segundo essas categorias (pequenas, médias, etc.) seguiu o saldo de aceites cambiais. Para maiores detalhes, consultar o Apêndice, item 2 - Mudanças na Estrutura do Setor.

das financeiras marginais, estas sim, dependentes em larga escala de elevadas margens de intermediação. Uma interpretação ao gosto dos diagnósticos oficiais diria que a maior "eficiência" atingida pelas financeiras proporcionou a base sobre a qual se apoiou o sucesso da política de redução do diferencial. Em nossa interpretação, uma feroz luta competitiva resultando numa notável mudança na estrutura do setor, forneceu tal base.

Acrescente-se que nessa luta a política econômica arbitrou flagrantemente em favor das grandes empresas, através de duas frentes: de um lado, barrou o ingresso de novas instituições e dificultou enormemente a permanência de pequenas financeiras no mercado; de outro, incentivou o crescimento e criou condições para a diversificação das operações das grandes.

Essas duas diretrizes não só foram mantidas, como aprofundadas no período seguinte. A nosso ver, entretanto, foram sobretudo as providências tomadas ainda na gestão Campos-Bulhões as que mais fortemente condicionaram o curso dos acontecimentos no período em exame.

A ARBITRAGEM DA POLÍTICA ECONÔMICA

Em fins de 1965, o Banco Central estipulava um novo valor para o capital mínimo a ser respeitado pelas Companhias de Crédito, Financiamento e Investimento: Cr\$500.000,00.¹ Esse valor deveria ser respeitado tanto pelas novas entidades que se propusessem a ingressar no mercado, quanto pelas financeiras já estabelecidas, às quais foi concedido um prazo de 1 ano para o devido enquadramento. Segundo padrões atuais um valor como este pode parecer até mesmo irrisório, mas para os padrões da época os Cr\$500 mil constituíam uma forte "barreira à entrada" ao setor e, mais do que isso, uma poderosa "barreira à permanência" das financeiras já estabelecidas. Para se ter uma idéia, faltando apenas 7 meses para a data limite, de um total de 176 financeiras catalogadas por uma pesquisa da Revista *Banas*, somente

¹ Até então, era de Cr\$50 mil o capital mínimo. Cf. SIMONSEN, M.H., *op. cit.*, 1965, p. 70. O novo valor do capital mínimo foi fixado pela Circular nº 21 do Banco Central, de 21-12-1965.

49 possuíam capital e reservas em montante superior a Cr\$500 mil. O capital mais reservas de quase metade dessas 176 financeiras, mais precisamente, de 86 delas, não superavam os Cr\$200 mil.¹ Esses números demonstram bem que em tempos "normais" já seria difícil o enquadramento da maioria das financeiras em operação à nova exigência. Mas o ano de 1966 (durante o qual as financeiras teriam de preparar-se para o necessário ajuste de capital) longe estava de ser um ano normal. No seu decurso, ou mais precisamente, durante a sua segunda metade, a colocação de letras de câmbio esbarrou em sérias dificuldades e, para piorar as coisas, as financeiras ainda sofreram uma violenta campanha contrária à letra de câmbio, patrocinada pelo governo, com vistas a substituir o deságio. A estes momentos difíceis por que passou a letra de câmbio, some-se a redução da margem de remuneração nas operações de aceite, e teremos o quadro completo das dificuldades encontradas por inúmeras SCFI em se ajustarem ao novo capital mínimo, cuja data limite, a esta altura, já andava próxima do vencimento. O governo ainda prorrogou o prazo final do enquadramento por alguns meses², mas de pouco adiantou tal prorrogação: seguiu-se uma onda de eliminações e absorções de pequenas sociedades.

Em 1967, nos primeiros meses da nova administração, voltou-se a alterar o capital mínimo. Desta feita, passou a ser fixado de acordo com áreas de atuação. Foram criadas quatro áreas, a cada uma correspondendo um valor distinto³:

- 1) Guanabara e São Paulo - Cr\$2.000.000,00
- 2) Minas Gerais, Paraná e Rio Grande do Sul - Cr\$...
Cr\$1.200.000,00
- 3) Espírito Santo, Rio de Janeiro e Santa Catarina -
Cr\$800.000,00
- 4) Distrito Federal e demais Estados e Territórios -
Cr\$500.000,00

Cumpre salientar que, em decorrência desta nova resolução,

¹ Informações tomadas da relação de financeiras publicada pela Banas. Ver BANAS, *Bancos, Bolsas e Investimentos*. São Paulo, Banas, 1966, pp. 84-87.

² Cf. Circular nº 62 do Banco Central, de 12-12-1966. A nova data de vencimento ficou para 31-3-1967.

³ Cf. Resolução nº 56 do Banco Central, de 22-5-1967.

o capital mínimo exigido para a maioria das financeiras quadruplicou de valor (de Cr\$500 mil para Cr\$2.000 mil), pois era no antigo estado da Guanabara e, mais ainda, no estado de São Paulo, que se concretizavam o grosso das operações de crédito mediante aceite cambial, e que mais se vendiam letras de câmbio. Como observaram Nehaus e Magalhães, tal exigência se refletiu na "redução gradativa do número de sociedades em funcionamento, face às diversas fusões, incorporações ou transformações em bancos de investimento"¹ e, sendo assim, inscreve-se no rol de fatores que suscitaram o aparecimento, em fins dos anos 60 e início dos 70, de diversos grupos financeiros independentes, a maioria dos quais desapareceu poucos anos depois, com pesado ônus para os cofres públicos.² O efeito dessa medida de 1967 parece, portanto, assemelhar-se muito ao efeito causado pelo aumento do capital mínimo imposto anteriormente. Contudo, para os acontecimentos que estamos narrando, é a medida de 1965 que é crucial. A outra foi igualmente ou ainda mais drástica em seus efeitos de limitar a permanência de pequenas empresas, mas se concedeu um prazo relativamente longo para o ajuste, de dois anos (venceendo em 1969, portanto). Dessa forma, o seu efeito se fez sentir somente na virada da década. A onda de concentração absoluta e de centralização que acabamos de narrar originou-se, pelo lado da fixação de capital mínimo, na política econômica da administração Campos-Bulhões.

Através de outra linha de política econômica, o governo incentivou diretamente o crescimento de financeiras de certo porte e, para as grandes, ampliou o leque de alternativas operacionais e, simultaneamente, colocou empecilhos às pequenas de se servirem desses incentivos.

Em diversas ocasiões o governo assim procedeu: quando criou o esquema especial de crédito pela Resolução nº 21, que tanto lucro propiciou às instituições participantes, fixou que dele só poderiam tomar parte as financeiras com capital mais reservas de, no mínimo, Cr\$500 mil, o que poucas possuíam; quando esta-

¹ NEHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel. *Crédito ao Consumidor (uma Análise Econômica)*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1976, p. 203.

² Ver, a respeito dos "estouros" de diversos grupos financeiros, a série de reportagens publicadas no Jornal O Estado de São Paulo. Finanças, 12 Anos Depois. *O Estado de São Paulo*, 3 a 6-3-1977.

beleceu, pela Resolução nº 32, a correção monetária nas letras de câmbio determinou que só poderiam emití-las as financeiras com, no mínimo, capital mais reservas de Cr\$ 250 mil; por fim, quando selecionou os agentes financeiros dos fundos oficiais, escolheu preferencialmente instituições de maior porte, abrindo-lhes fonte adicional de lucro.¹

Mas, nessa linha, a principal ação do governo viria com a Resolução nº 18 do Banco Central, de fevereiro de 1966, regulamentando a constituição e a operação dos bancos privados de investimento. Não cabe aqui analisar essa importante resolução em pormenores², bastando aos nossos propósitos destacar que, com ela, foi propiciado aos bancos de investimento um leque de operações bem mais amplo do que o permitido a qualquer outra instituição financeira. Dentre os diversos tipos de operações autorizadas, constava a de conceder aceite em letra de câmbio, donde não haver dificuldade para (pelo contrário, só era vantajoso) a transformação de algumas grandes financeiras em bancos de investimento, mudanças essas iniciadas no próprio ano de 1966 e, com os incentivos de Delfin, aceleradas nos anos seguintes. Ao final de 1967 já operavam 21 bancos de investimento, sendo a maioria, não só originados de financeiras, mas atuando como tal.

¹ É o caso da FINAME. Ser agente da FINAME possibilitava obter lucros em duas frentes, em uma mesma operação: através da mera intermediação o agente retinha 4% do valor do refinanciamento; através do empréstimo (obrigatório) concedido pelo agente para complementar os recursos da FINAME (esta fornecia 50% do valor da operação, e juros subsidiados: 20% cabia ao agente e 30% correspondia à parcela de interessados, como recursos próprios, que na prática em muitos casos era também financiada pelo agente), ganhava como em qualquer operação, pois o empréstimo concedido pelo agente era liberado à taxa de juros de mercado. (Cf. FONSECA, Herculano Borges. *As Instituições Financeiras do Brasil*. Rio de Janeiro, CROWN, s.d., pp. 125-127 e RIBEIRO, Benedito e GUIMARÃES, Mario Mazzei. *História dos Bancos e do Desenvolvimento Financeiro do Brasil*. Rio de Janeiro, PRÓ-SERVICE, 1967, pp. 235-241.) Os refinanciamentos FINAME encontravam-se altamente concentrados em grandes instituições: em 5-12-1967, 77% do saldo dos refinanciamentos estavam em mãos de financeiras e bancos de investimento com mais de 15 milhões de aceites cambiais. Cabe alertar, contudo, que não era substancial o peso das operações FINAME no conjunto das operações dessas grandes instituições: representavam pouco mais de 5% dos aceites cambiais. (Dados colhidos em BANAS. *Brasil Financeiro*. São Paulo, Banas, 1968, pp. 100-106 e em CONJUNTURA ECONÔMICA. Os Bancos de Investimento. *Conjuntura Econômica*, 25 (4): 82-100, abr. 1971, pp. 85-87.)

² Para maiores detalhes acerca da Resolução nº 18, consultar no Capítulo 6 deste trabalho o item Os Bancos de Investimento no Crédito Para Capital de Giro.

A única diferença residia no seu maior poder sobre o mercado, poder este ditado pelo maior porte, pelas relações mais estreitas com grandes grupos bancários nacionais e estrangeiros e ainda pelo mais diversificado campo operacional.

A regulamentação dos bancos privados de investimento constituiu o mais importante instrumento mediante o qual se multiplicou, como mostram os dados, o número de grandes instituições com elevada participação no mercado de letras de câmbio.¹

* * *

Alguns talvez prefiram afirmar que, no conjunto, as financeiras (e seu desdobramento em bancos de investimento) ganharam em "eficiência" com a ação combinada da política econômica, redutora de custos, e da competição entre as instituições, redutora da margem de intermediação. Nada teríamos a opor, se esta expressão, de forma resumida, bem retratasse os efeitos das principais tendências do período: surgimento de grandes unidades e a concomitante eliminação das financeiras que "auferiam lucros realmente anormais"² e a isso se apegavam, como meio de sobrevivência.

Empreendemos, até aqui, a análise do comportamento do diferencial entre as taxas, a partir do ponto de vista dos intermediários financeiros perseguindo a verificação de uma meta de política econômica. Para tanto, consideramos as taxas nominais de juros, fossem as de captação, ou as de aplicação. Sabemos, no entanto, que se fosse outro o ponto de partida, a análise pelas taxas nominais revelar-se-ia insuficiente.

A política de estreitamento entre as taxas tinha como objetivo final reduzir as taxas de juros pagas pelos tomadores de empréstimos e melhorar a remuneração dos "poupadores". Ambos os objetivos, sustentavam os diagnósticos oficiais, estariam na dependência de uma maior eficiência na intermediação financeira. Pois bem, a intermediação tornou-se mais "eficiente" (ou aos

¹ Cf. a Tabela A-4 do Apêndice.

² A expressão é de Maurício Cibulares, referindo-se aos altos lucros que eram obtidos enquanto vigorou o exagerado diferencial entre taxas. Ver CIBULARES, Maurício. *Jogo Aberto*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1971, p. 123.

olhos dos economistas do governo pareceu ser assim). Torna-se pertinente perguntar: baixou por isso o custo do dinheiro para o tomador de empréstimos? Melhorou a remuneração ao "poupador"? Para responder a estas questões, faz-se necessário não só verificar o comportamento das taxas nominais, mas igualmente cotejá-lo com um indicador da taxa de inflação. Teremos assim uma avaliação das taxas reais de juros, pagas por empréstimos e recebidas por aplicações, estas sim, as que contam se o objetivo é, como agora, o de avaliar as vantagens auferidas por tomadores de empréstimos e "poupadores", a partir do estreitamento do diferencial entre taxas.

Ao avançarmos por este novo caminho, uma estranha inversão parece ocorrer: o que de positivo se julgava ter conseguido, com o estreitamento, surge agora como ponto negativo; e, ao contrário, o que parecia negativo transforma-se, na nova ótica de análise, em ponto a favor da meta da política econômica.

Afinal, aos tomadores de empréstimos, de pouco adiantou a redução do "custo do dinheiro" e do diferencial ocorrida em 1966. Em pouco tempo, o declínio da taxa de inflação jogou por terra as esperanças alimentadas, em primeira mão, de que o crédito iria baratear-se substancialmente com a diminuição dos "custos de intermediação". Assim, após 1967, com a desaceleração do ritmo inflacionário, e na ausência de nova queda proporcional no "custo do dinheiro", os tomadores de empréstimo passaram a arcar com elevado ônus para obterem créditos junto às financeiras.¹ Como de costume, o desenrolar dos acontecimentos não obedeceu ao diagnóstico oficial e nem mesmo devido às taxas (reais) de juros tão altas como jamais se vira, deixaram os empréstimos por aceite cambial de se expandir como o fizeram nos anos seguintes a 1966, isto é, de forma extremamente rápida.²

¹ Enquanto a taxa de inflação declinava sensivelmente, o "custo do dinheiro" manteve-se praticamente inalterado até meados de 1969. A partir de meados de 1969 começa a diminuir, em decorrência de exigências explícitas por parte do governo. Mesmo assim, o declínio da taxa de inflação deu-se de modo muito mais acentuado. Em 1967, para uma taxa média mensal de inflação de 1,8% a.m., o "custo do dinheiro" situava-se em 4,1% (2,3 vezes maior), em 1973, para uma taxa média de inflação de 1,2%, o "custo do dinheiro" situava-se em 3,1% (2,6 vezes maior). Esses dados atestam o encarecimento real do crédito mediante aceite no período.

² A partir de 1968 as financeiras transferiram a maior parte de suas operações para o financiamento do consumo familiar, o que veio facilitar a

Por outro lado, o mesmo descenso da taxa de inflação encarregou-se de providenciar um desfecho feliz para algo que, à primeira vista, não poderia ter conotação mais negativa aos olhos dos mentores da reforma. Não nos referimos aqui apenas às Companhias de Crédito e Financiamento, mas também a outras instituições operantes no sistema financeiro, que utilizando-se de seu poder oligopólico insistiam em conservar rígidas as taxas nominais de juros de diversas modalidades de aplicações, inclusive daquelas recém-criadas no âmbito da nova Lei do Mercado de Capitais e, a despeito de elevadas taxas de inflação vigentes. Já mencionamos que o comportamento das taxas pagas ao comprador de letra durante os anos de 1966/1967 se manteve aproximadamente o mesmo nos anos seguintes: as taxas variaram, mas dentro de um intervalo muito estreito. Para ilustrar, diga-se que durante a segunda metade dos anos 60, as taxas médias, para aplicação em 6 meses, raramente caíram abaixo de 29% a.a. ou subiram acima de 32% a.a., ao passo que a taxa de inflação caía para cerca de metade ao fim do período. (Ver a Tabela 1) Mas o caso limite, neste particular, nos é fornecido pelos bancos comerciais. Numa atitude francamente conflitante com a boa regra da "justa remuneração a quem poupa" apregoada pelo governo, ao se lançarem na captação de depósitos a prazo com correção monetária, em meados de 1966, os bancos fixaram de saída uma taxa única de rendimento: de 24,3% a.a., a qual seria mantida nesse nível por mais de dois anos, independentemente do que viesse a representar para o "poupador", se rendimento real positivo ou negativo.

Pois bem, com o descenso do ritmo inflacionário, a rigidez das taxas nominais (seja relativa, como no caso das financeiras, seja absoluta, como no caso dos bancos) atuou em apoio à "nobre causa liberal": letras de câmbio, depósitos a prazo com correção, CDB enfim, todos os instrumentos de rendimento prefixado, passaram eles também a oferecer taxas reais positivas e crescentes, fato que veio agilizar enormemente o poder de mobilização de recursos por seu intermédio. Antes, apenas a ORTN vinha oferecendo taxas reais de juros positivas, mas os ganhos reais se generalizaram a partir de 1967, isto é, passaram a abarcar

cobrança de taxas de juros tão altas em termos reais. Ver, a respeito, o Capítulo 6, sobre o Crédito Direto ao Consumidor.

todas as modalidades de aplicações financeiras institucionalizadas, tanto as com correção monetária prefixada, quanto as com correção posfixada. (Ver Tabela 1) A remuneração a taxas positivas do capital aplicado em títulos e haveres financeiros, diversificados quanto a prazos e forma de correção monetária, e, além disso, institucionalizados, efetivamente, constituiu-se numa novidade em nosso sistema financeiro. E isto, por paradoxal que possa parecer, decorreu em grande medida da "ausência de compromisso" do sistema financeiro em remunerar adequadamente o "poupador"¹, tão duramente criticada pelo ideário reformista que nela identificava sintomas de "ineficiência" e "competição interinstitucional branda".

¹ Ausência de compromisso que, posteriormente, se revelou novamente contrária à boa regra liberal quando, a partir de 1973, se reacelerou a expansão inflacionária e a maioria dos títulos passou a oferecer rendimentos reais negativos (ver Tabela 1).

Tabela 1

TAXAS DE RENDIMENTO DE ATIVOS FINANCEIROS - EM % AO ANO
1965-76

Período		Renda Fixa				Correção Monetária Posfixada				Indicadores ¹		
		LTN	Letras de Câmbio 6 m	Bancos Comerciais CDB - 12 m	Mercado a Termo de Ações 3 m	O R T N		Caderneta de Poupança	Letras Imobiliárias	Inflação	Correção Monetária	Ajuste Cambial
						6 - 18 m	19-58 m					
1965	jan.		39,0							37,5		19,9
	jul.		58,1							38,8		
1966	jan.		28,6			8,5	7,7			35,2	39,9	0,0
	jul.		29,4			24,9	12,0			27,4	31,8	22,3
1967	jan.		36,4	24,3		16,5	12,7	8,2	8,2	23,3	22,6	45,2
	jul.		31,2	24,3		16,9	14,6	8,2	8,2	23,8	22,6	18,7
1968	jan.		33,4	24,3		15,9	12,8	8,2	8,2	23,1	25,0	19,1
	jul.		31,5	24,3		19,8	14,2	8,2	8,2	19,9	21,5	26,8
1969	jan.		30,3	25,9		8,7	10,8	8,2	8,2	19,9	18,9	13,6
	jul.		28,9	25,5	57,7	9,9	11,1	8,2	8,2	19,7	18,5	12,8
1970	jan.		30,1	26,3	54,6	16,9	14,6	8,2	8,2	19,4	19,3	13,8
	jul.		30,9	26,2	41,7	14,7	10,3	8,2	8,2	21,6	19,2	14,6
1971	jan.	21	30,3	28,8		8,7	10,8	8,2	8,2	19,8	21,8	14,2
	jul.		28,9	25,5	57,7	9,9	11,1	8,2	8,2	19,7	18,5	12,
1970	jan.		30,1	26,3	54,6	16,9	14,6	8,2	8,2	19,4	19,3	13,8
	jul.		30,9	26,2	41,7	14,7	10,3	8,2	8,2	21,6	19,2	14,6
1971	jan.	21,9	28,1	28,8	...	15,4	12,3	8,2	8,2	19,8	21,8	14,2
	jul.	21,9	28,1	28,5	...	13,0	11,1	8,2	8,2	16,0	21,5	12,5
1972	jan.	21,9	28,2	23,2	47,0	30,4	17,6	8,2	8,2	15,6	15,2	9,9
	jul.	18,5	24,9	24,0	38,6	18,8	11,4	8,2	6,1	14,7	13,2	3,0
1973	jan.	16,1	23,7	21,0	30,0	12,0	10,6	8,2	6,1	16,9	13,8	0,1
	jul.	15,0	22,1	21,0	27,2	14,3	10,4	8,2	6,1	31,6	18,5	12,2
1974	jan.	15,7	22,0	21,0	21,0	19,6	9,5	8,2	6,1	33,8	32,4	19,7
	jul.	18,0	26,1	26,0	34,9	22,9	12,1	8,2	6,1	25,0	32,7	18,2
1975	jan.	21,3	26,7	26,0	32,3	9,9	8,4	8,2	6,1	30,4	24,9	22,6
	jul.	19,3	26,7	26,8	38,3	5,4	5,9	8,2	6,1	42,9	29,9	33,6
1976	jan.	26,2	27,1	25,1	34,3			6,0	6,1	47,1	37,7	36,4
	jul.	33,6	32,1	32,9	43,3			6,0	6,1	43,7	38,2	

¹ mudança percentual nos próximos 12 meses. (Inflação: IGP - Col. 2 de Conjuntura Econômica.)

APÊNDICE AO CAPÍTULO 5

1 - Custos e Taxas de Juros nos Empréstimos Mediante Aceite Cambial.

Ainda que não se disponha de um mapa de custos representativo do conjunto das SCFI¹, é possível, mediante um desenvolvimento bastante simples e pouco restritivo, estimar os principais itens de despesa da intermediação, responsável pela magnitude do diferencial entre as taxas.

De início, convém identificarmos apenas dois itens de despesa: o pagamento do deságio ao comprador da letra e o que denominaremos "custos de intermediação, deduzido o deságio", ou, simplesmente, "custos de intermediação". Esse último item inclui os gastos com impostos e a remuneração absorvida pelas diversas instituições financeiras (dentre as quais a principal é a Companhia de Crédito, Financiamento e Investimento), atuantes na intermediação. Da mecânica das operações mediante aceite, sabe-se que tanto o valor do deságio, quanto os "custos de intermediação" são transferidos ao tomador de empréstimos, estando ambos, por conseguinte, embutidos na taxa de juros de aplicação.

Sendo assim, é possível procedermos ao seguinte desenvolvimento:

Seja r a taxa paga pelo tomador de empréstimos e i a

¹ Na verdade, para o período, não se dispõe sequer de um balanço consolidado dessas instituições. Quanto aos custos, conta-se apenas com mapas pouco representativos do conjunto. O Mercado Brasileiro de Capitais de Simonsen (Quadro IX, p. 71) reproduz um desses mapas, mas ele somente retrata as condições de custos de 6 sociedades. Os dados constantes deste mapa sofrem ainda de outra limitação: referem-se, certamente (não há indicação da data na tabela), ao ano de 1964, ou, se muito ao início de 1965 (o estudo foi publicado em maio de 1965), ao passo que nossa preocupação centra-se nos anos de 1966 e 1967. No Diagnóstico Preliminar (Quadro XXVII, p. 139) também é reproduzida uma tabela de custos, embora nesse caso a limitação seja ainda maior: os dados referem-se a uma única financeira. (Ver SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 71 e ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA), *op. cit.*, p. 139.)

taxa recebida pelo comprador de letra; em operações, digamos, a 180 dias:

$$(1) \quad r = \frac{y - V_r}{V_r} \quad e$$

$$(2) \quad i = \frac{D}{y - D} \quad , \text{ onde:}$$

y = Valor nominal da letra de câmbio

V_r = Valor recebido pelo tomador de empréstimo

D = Deságio

$$(3) \quad V_r = y - D - CI \quad , \text{ onde:}$$

CI = "Custos de intermediação, deduzido o deságio."

Substituindo (3) em (1), temos:

$$(4) \quad r = \frac{D + CI}{y - D - CI}$$

De (2), tomamos:

$$(5) \quad D = \frac{iy}{1 + i}$$

Substituindo (5) em (4), ficamos com a expressão:

$$(6) \quad r = \frac{iy + CI(1+i)}{y - CI(1+i)}$$

Tomando sempre o valor nominal da letra igual a 100, temos:

$$(7) \quad r = \frac{100i + CI(1+i)}{100 - CI(1+i)}$$

A expressão (7) fornece o valor de r — a taxa paga pelo tomador de empréstimos — como função do valor do deságio (substituído pela sua expressão em i — a taxa recebida pelo comprador da letra) e dos "custos de intermediação". Com ela podemos

facilmente chegar a uma expressão para o valor de d — o diferencial entre as taxas de aplicação e de captação —, igualmente, em função de i e CI .

$$d = r - i$$

ou substituindo r pelo seu valor em (7) :

$$(8) \quad d = \frac{100 i + CI (1+i)}{100 - CI (1+i)} - i$$

Ou ainda:

$$(9) \quad d = \frac{CI - (1+i)^2}{100 - CI (1+i)}$$

A expressão (9) nos presta um grande auxílio. Como o Banco Central publica dados para r e i (e portanto para d), podemos por seu intermédio calcular o montante dos "custos de intermediação". O passo seguinte será, então, o de aplicar à expressão (9) os valores para d e i , e calcularemos CI . Devemos ressaltar que a determinação de CI , da forma descrita acima, não depende de nenhuma suposição "forte". Baseia-se tão-somente em informações para r e i , fornecidas pelo Banco Central.

A propósito, com relação aos dados, há uma séria limitação que deve desde já ser sublinhada. A série publicada pelo Banco Central referente à taxa mensal paga ao comprador de letra de câmbio (i) cobre um período que se inicia nos primeiros anos dos 60. Porém a primeira informação da série referente ao "custo do dinheiro para o mutuário" (r) é de janeiro de 1967. Por essa razão, não é possível procedermos a um acompanhamento sistemático do diferencial e de CI ao longo do ano crítico de 1966. Felizmente, para amenizar o problema, o Banco Central realizou uma pesquisa, em maio de 1966, "que determinou a taxa de 4,92% ao mês como sendo a efetivamente paga pelo empresário em letra de câmbio com deságio a 180 dias, enquanto que o rendimento médio do público para estas letras era de apenas 2,42% ao mês".¹

¹ BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório 1966, *op. cit.*, p. 83. Como se pode observar, o diferencial calculado a partir dos dados levantados por essa

Com os dados levantados por essa pesquisa e com as informações regulares, publicadas a partir de janeiro de 1967, torna-se viável acompanhar a evolução do diferencial e de CI, desde maio de 1966, com o inconveniente de que entre esta data e o início do ano seguinte não se dispõe de nenhuma outra informação intermediária. Já para 1967, o acompanhamento poderia ser feito até mesmo mês a mês; contudo, para se evitar flutuações de muito curto prazo, foram calculadas taxas médias mensais por trimestre e, a partir dessas taxas, foram encontrados valores para d e CI.

Como se pode verificar na Tabela A-1, era extremamente elevado o diferencial no ponto inicial da análise (maio de 1966), fato este observado e muito criticado pelos diagnósticos. Segundo os diagnósticos a causa para tal discrepância residia no alto custo de intermediação e na remuneração inadequada oferecida ao comprador de letra de câmbio. O diferencial nessa época chegava a igualar, ou até superar, a taxa paga ao comprador de letra.

As informações da Tabela A-1 evidenciam também como decresceu o diferencial após a data em que se realizou a pesquisa do Banco Central. Desde maio de 1966 até o último trimestre do ano seguinte, o diferencial reduz-se em 42,2%, muito mais em decorrência do barateamento dos "custos de intermediação" (CI reduz-se em quase 40%) do que de uma melhora substancial da taxa paga aos compradores de letra (i aumenta em apenas 7,6%).

Os dados permitem ainda outra conclusão: a redução do diferencial deu-se principalmente no decorrer de 1966 (após maio desse ano). Em 1967 observou-se ainda sua queda, até o terceiro trimestre, porém com muito menor ímpeto. O mesmo comportamento apresentou CI: sofreu forte diminuição entre maio de 1966 e o 1º trimestre de 1967, decresceu, porém a taxas cada vez menores ao longo do 1º, 2º e 3º trimestre, para voltar a subir um pouco no último trimestre.

Ressalte-se, como observação complementar, que, em decorrência do substancial barateamento dos "custos de intermediação", barateou-se, e também de forma substancial, o "custo do dinheiro

pesquisa aproxima-se bastante das avaliações correntes à época, feitas com base em mapas parciais de custos das financeiras, ou com base em simples observação do mercado. Os diagnósticos oficiais, por exemplo, estimavam o diferencial em cerca de 100% da taxa paga ao comprador de letra, o que coincide inteiramente com os dados da pesquisa.

Tabela A-1

TAXAS DE JUROS E CUSTOS DAS FINANCEIRAS
(OPERAÇÕES A 180 DIAS)

Período	Taxas (%)						CI (em % sobre o va- lor da letra de Cr\$100,00)	Evolução			
	Médias Mensais			Equivalente Semestral				r	i	d	CI
	r	i	d	r	i	d					
Maio - 1966	4,92	2,42	2,50	33,398	15,427	17,971	11,671	100,0	100,0	100,0	100,0
1º Trim. - 1967 (média)	4,41	2,83	1,58	29,555	18,228	11,327	7,395	88,5	118,3	63,0	63,4
2º Trim. - 1967 (média)	4,03	2,58	1,45	26,751	16,513	10,238	6,932	80,1	107,0	57,0	59,4
3º Trim. - 1967 (média)	3,86	2,45	1,41	25,513	15,630	9,883	6,810	76,4	101,3	55,0	58,3
4º Trim. - 1967 (média)	4,06	2,59	1,47	26,971	16,582	10,389	7,018	80,8	107,6	57,8	60,1

r = Taxa paga pelo tomador de empréstimo.

i = Taxa paga ao comprador de letra de câmbio.

d = Diferencial entre taxas ($d = r - i$).

CI = "custos de intermediação". Inclui: Impostos, além das taxas cobradas pelos intermediários financeiros.
(Exclui o desâgio.)

Fonte: Dados sobre r e i referentes a maio de 1966: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1966, *op. cit.*, p. 83.
Dados sobre r e i referentes ao ano de 1967: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1967, *op. cit.*, p. 135.

para o mutuário" (ou seja, r): r sofre uma diminuição no período em foco de cerca de 20% (passa de 4,92% ao mês em maio de 1966, para 4,06% no último trimestre de 1967).

Devemos agora indagar-nos sobre o significado de uma redução em CI. De início, cabe reconhecer que a denominação de "custo de intermediação" não é adequada para representar os itens incluídos neste agregado. Mas, trata-se de um nome muito encontrado nos textos da época e particularmente nos diagnósticos oficiais, razão pela qual decidimos mantê-lo. O que, em si, não traz nenhum inconveniente, desde que tenhamos claro o seu significado. CI é composto das despesas com impostos e com a remuneração das instituições participantes das operações de aceite. Antes de algumas medidas simplificadoras, por exemplo, computavam-se em CI, como despesas de intermediação, as taxas cobradas pelas seguintes instituições financeiras: a financeira (taxa pelo aceite), a distribuidora, em geral subsidiária da financeira (taxa pela identificação junto ao fisco), a corretora (taxa pela colocação da letra de câmbio no mercado), a Bolsa de Valores (taxa pela passagem da letra no pregão). No caso das despesas com impostos, e igualmente antes de algumas alterações importantes, computavam-se o imposto de renda retido na fonte sobre o deságio e o antigo imposto do selo. Assim, CI nem de longe retrata o custo, tal como entendemos esse conceito na análise, de uma empresa industrial, por exemplo. Reflete, sim, a carga fiscal incidente sobre as letras de câmbio e o deságio, assim como o nível das taxas cobradas pelas instituições, a título de remuneração pela intermediação. Dessa maneira, a origem de uma queda em CI deve ser buscada ou em uma redução dos impostos ou em uma redução da margem de remuneração das instituições financeiras, ou, ainda, em uma redução em ambos, impostos e margem.

Nosso próximo passo será estimar a parcela de responsabilidade de cada um destes dois fatores na redução de CI. Para tanto, vamos construir uma tabela de "custo de intermediação" que aproximadamente deveria vigorar em data próxima e anterior a maio de 1966. Essa tabela reflete as condições de "custo" das financeiras, antes que algumas inovações fossem introduzidas (como a mudança na regulamentação do imposto de renda na fonte sobre os rendimentos da letra de câmbio, ou a criação do IOF em substituição ao imposto do selo — a primeira entrando em vigor

na segunda metade de 1966 e a segunda no início de 1967), e também que algumas outras providências, tomadas pela Lei nº 4.428 em agosto de 1965, tivessem sido completamente absorvidas (casos das determinações dispensando a participação da Bolsa de Valores e dos corretores públicos na venda de letras de câmbio).¹

Na tabela A-2 encontram-se as estimativas, bem como os procedimentos de cálculo adotados. A propósito, esses procedimentos, ao menos no que diz respeito aos principais itens de CI, são bastante simples e não dependem de supostos restritivos. Sendo assim, os dados da tabela A-2 podem ser tomados como boa aproximação para a composição de CI, particularmente se nos contentarmos com um nível de desagregação não muito alto.

Tabela A-2

CUSTOS DE INTERMEDIÇÃO (OPERAÇÕES A 180 DIAS)
% SOBRE O VALOR NOMINAL DA LETRA DE CÂMBIO

1)	Impostos e Selagem	-	<u>4,030</u>	<u>34,5</u>
	1.1) Imposto de Renda		2,005	17,2
	1.2) Selagem		2,025	17,3
2)	Aceite e Distribuição	-	<u>7,491</u>	<u>64,2</u>
	2.1) Aceite		3,404	29,2
	2.2) Distribuição		4,087	35,0
	2.2.1) Subsidiária		0,500	4,3
3)	Bolsa	-	<u>0,150</u>	<u>1,3</u>
4)	TOTAL - CI.	-	11,671	100,0

Normas de Cálculo:

- 1.1) Imposto de Renda - Antes da alteração, pela Resolução nº 32, era cobrado na fonte à razão de 15% sobre o valor do deságio. O deságio foi calculado a partir da relação: $D = \frac{iy}{1+i}$, onde i é a taxa semestral paga

¹ Ainda em 1966, os negócios com letras de câmbio dominaram amplamente as transações realizadas nas duas principais Bolsas de Valores — a do Rio e a de São Paulo.

ao comprador de letra (em maio de 1966 = 15,427%) e y o valor nominal da letra (suposto = 100,000). $.D = IR = 0,15 \times 13,365 = 2,005$

- 1.2) Selagem - Antes do IOF, eram cobrados 1% do valor da letra para selos das promissórias, 1% para selos das letras de câmbio, e 0,025% para selos do contrato.

$$\text{Selagem} = 2,025\% \times 100,000 = 2,025$$

- 2) Aceite e Distribuição - agregado calculado pela diferença entre CI e os custos com Impostos e Selagem, e Bolsa.

$$\text{Aceite e Distribuição} = 11,671 - (4,030 + 0,150) = 7,491$$

- 2.1) Aceite e 2.2) Distribuição - Calculados, de acordo com as ponderações apresentadas na "Tabela de Custo Operacional de uma Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento Filial a ADECIF", reproduzida pelo Diagnóstico Preliminar, Quadro XXVII, p. 139.

- 2.2.1) Subsidiária - Trata-se da taxa cobrada pela subsidiária da financeira, a qual se identificava junto ao fisco como compradora da letra. Segundo SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1965, p. 71, essa taxa era de 0,5% do valor nominal da letra.

$$\text{Subsidiária} = 0,5\% \times 100,000 = 0,500$$

- 3) Bolsa - taxa cobrada para registro da letra na Bolsa de Valores = 0,15% sobre o valor da letra.

$$\text{Bolsa} = 0,15\% \times 100,000 = 0,150$$

Os resultados vêm confirmar o que repetidas vezes os diagnósticos haviam acusado: a elevada carga fiscal sobre as operações de aceite e a excessiva margem absorvida pelas instituições financeiras, encareciam sobremaneira o crédito concedido por aceite cambial. Pelas estimativas, o item Imposto e Selagem era responsável por cerca de 1/3 do total de CI, enquanto a parcela relativa aos intermediários financeiros absorvia os restantes 2/3.

O impacto das medidas da política econômica em baratear CI pode ser agora melhor avaliado, com o auxílio da Tabela A-2. Como se observa, a economia, proporcionada pela exclusão da companhia encarregada de identificar-se como compradora da letra e pelo fim da obrigatoriedade das letras de câmbio irem a pregão em Bolsa, não teria sido de grande monta. Impacto muito maior

teria sido causado pela alteração no imposto de renda e pela substituição do imposto do selo pelo IOF. No primeiro caso, como se recorda, tratou-se de excluir da categoria de rendimento tributável para efeito do cálculo do imposto de renda na fonte, o deságio das letras de câmbio, além de se exigir o cálculo a posteriori do imposto a pagar. Com essas alterações, não apenas se reduziu o valor do imposto a pagar, como também se transferiu, do tomador de empréstimo para o comprador da letra, o ônus fiscal e, como consequência, o item imposto de renda desapareceu do cômputo de CI. Isso teria causado, segundo as estimativas, uma substancial redução em CI (e em d, o diferencial) e explica, em grande parte, o fato de que CI (e d) tenha caído tanto, ainda em 1966.

No segundo caso, a substituição do imposto do selo pelo IOF, a partir de 19 de janeiro de 1967, significou uma economia de cerca de metade dos gastos anteriormente dispendidos com a selagem da letra de câmbio e das notas promissórias, ou duplicatas, entregues em garantia. As despesas com selagem, segundo as estimativas, participavam em 17% no total de CI.

Se agregarmos todas essas contribuições parciais para o rateamento de CI, oriundas de medidas de política econômica, chegaremos a um percentual de pouco mais de 30%. Como CI, ao longo de todo o período aqui considerado, caiu em 40%, conclui-se que há uma parcela "não explicada" pela ação da política econômica e que, grosso modo, corresponde à parcela diretamente originada da redução da margem de remuneração absorvida pelas instituições financeiras participantes.

2 - Mudanças na Estrutura do Setor.

O estudo a seguir tem por objetivo verificar quais as mudanças ocorridas no setor das financeiras ao longo dos anos de 1966 e 1967. Interessa-se, sobretudo, por verificar como evoluem sua concentração e composição segundo o tamanho das instituições.¹

Os dados utilizados nesse estudo foram coletados nos Anuários Banas e na revista *Conjuntura Econômica*. Há, como se sabe, uma carência de dados, particularmente grave para o período em exame², em decorrência de vários fatores, dentre os quais interessa-nos sublinhar dois. Em primeiro lugar, os balanços das SCFI não eram padronizados, de forma que em muitos casos não há como discriminar o saldo de aceites cambiais das demais contas. Em segundo, muitas sociedades sequer publicavam seus balanços. Ora, sendo assim, torna-se impossível listar todas as financeiras segundo o critério adotado: o saldo de aceites cambiais. Essas dificuldades transparecem nos levantamentos que a *Banas* procurou realizar, com dados de balanços referentes a 5-5-1966 e 31-12-1967. Os levantamentos, embora cuidadosos, só conseguiram reunir informações sobre, respectivamente, 189 e 183 financeiras de um número total de cerca de 250 instituições registradas em ambas as datas, ou seja, deixou de ser coberto cerca de 1/4 das instituições existentes.

Teremos que absorver essa limitação dos dados, mas não acreditamos que seja muito grave, a ponto de invalidar a utilização das informações reunidas por *Banas*. Apresentamos duas razões para sustentar esse ponto de vista. A primeira é que uma parcela (mas que não podemos precisar qual) das instituições não in-

¹ Tamanho avaliado pelo saldo de aceites cambiais. Observe-se que um outro possível método de avaliação, pelo capital (ou ainda pelo capital e reservas) não é conveniente no caso das financeiras. Isto porque o valor do capital é muito influenciado pelos valores mínimos fixados institucionalmente. Em consequência, destoam inteiramente as distribuições das financeiras, segundo se utiliza como critério o saldo de aceites ou o capital. (Ver, a respeito, o estudo *Maior Capital, Maior Aceite?* BANAS. *Brasil financeiro*. São Paulo, Banas, 1968, pp. 108-115.)

² Os próprios dados fornecidos pelo Banco Central (relativos, por exemplo, ao saldo de aceites e taxas de juros) relativos à época eram obtidos por amostragem.

cluídas, mas registradas no Banco Central, não pertencia efetivamente ao ramo do crédito a médio prazo, como as sociedades de investimento. A segunda é que as financeiras do ramo de crédito a médio prazo, e a despeito disto excluídas dos levantamentos, eram, com toda certeza, de tão reduzido porte que sua inclusão não afetaria significativamente o saldo global de aceites. Apoio para esta última hipótese, nos fornece a comparação entre o valor do saldo de aceites estimado com os dados da *Banas* e o valor calculado pelo Banco Central. O saldo *Banas* sobe a Cr\$ 774 milhões (cruzeiros correntes) para 5-5-1966, enquanto o saldo do Banco Central referente a uma data próxima a esta (31-4-1966) é de Cr\$ 885 milhões.¹ Para 31-12-1967, o saldo calculado via *Banas* chega à casa dos Cr\$ 1.676 milhões e o publicado pelo Banco Central alcança Cr\$ 1.560 milhões.² São, portanto, valores que se situam muito próximos, com a discrepância mal chegando aos 10%, para mais ou para menos.

De qualquer forma, é forçoso reconhecer que o estudo em pauta, calcado na citada fonte, é impreciso com relação, principalmente, às pequenas financeiras. Quanto a estas, serão necessárias hipóteses adicionais não inteiramente passíveis de teste com as informações tomadas daquela fonte. Queremos crer que essa, também, não constitui uma limitação grave. A mera observação dos dados, referentes ao número de financeiras registradas no Banco Central, fornece subsídios para o entendimento do que poderia ter ocorrido com essas empresas, ao longo do período. O número de financeiras aumentou rapidamente durante o ano de 1966 (de 202 para 291, entre fins de 1965 e fins de 1966), decrescendo no ano seguinte até atingir 254 em fins de 1967. A evolução constatada em 1966 decorreu, certamente, dos efeitos retardados do "boom" do mercado de letras ocorrido em 1965 e que se estendeu até o início do ano seguinte. Como já ressaltamos, um dos efeitos desse "boom" expressou-se na entrada de um grande número de pequenas financeiras no mercado. Já a redução do número de instituições em 1967 pode ser explicada, em parte, pela recessão do mercado de letras durante a segunda metade de 1966, mas a principal causa nos parece ter sido o aumento do

¹ Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatório 1967, *op. cit.*, p. 132.

² BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, jan. 1974, p. 7.

capital mínimo exigido pelo governo. Ambas as causas afetaram sobretudo (como parece lícito supor) as pequenas financeiras, que foram, então, obrigadas a abandonar o mercado ou a buscar associações. Teria havido, assim, uma concentração absoluta no setor, após passados os efeitos da expansão de 1965. Permaneceram apenas em operação as instituições em condições de suportarem o período adverso de 1966 e de se adaptarem às novas exigências de capital fixadas pelo governo. Os dados tomados à *Banas* indicam esse movimento de eliminação de financeiras marginais. Pelas razões expostas, entretanto, através deles o fenômeno não é captado em toda sua extensão.

Já os dados extraídos de *Conjuntura Econômica*, referem-se apenas aos bancos de investimento. Para 31-12-1967, julgamos acertado considerar como se uma financeira fosse a carteira de letras de câmbio de cada banco de investimento existente. Este procedimento se justifica pelo fato de que, à época, quase todos os bancos de investimento competiam com as financeiras pelo crédito mediante aceite. Segundo os dados publicados por *Conjuntura Econômica*, subia a 20 o número de bancos de investimento com carteira de letras de câmbio em fins de 1967 (o número de bancos de investimento nessa data era de 21). Desses 20, 6 constariam no rol das 10 maiores financeiras, por volume de aceites.

Os dados relevantes para o estudo encontram-se reunidos na Tabela A-3. As financeiras, para as quais foi possível conhecer o saldo de aceites, juntamente com os bancos de investimento, foram distribuídas segundo classes de aceites cambiais, definidas em cruzeiros de dezembro de 1967. Os limites inferiores e superiores de cada classe foram deflacionados pelo Índice Geral de Preços (Coluna 2 de *Conjuntura Econômica*), chegando-se assim aos valores correspondentes para 5-5-1966.¹ Nesta última data, a

¹ As classes definidas para dezembro de 1967, deflacionadas para maio de 1966, são as seguintes (em Cr\$ milhões):

Classes		Correspondente em 31-12-67
menos de 0,686	→	menos de 1
0,686 a 1,372	→	1 a 2
1,372 a 2,059	→	2 a 3
2,059 a 3,431	→	3 a 5
3,431 a 4,804	→	5 a 7
4,804 a 6,862	→	7 a 10
6,862 a 10,293	→	10 a 15
10,293 a 17,156	→	15 a 25
17,156 e mais	→	25 e mais

distribuição das financeiras foi estipulada segundo as classes de aceites definidas pelos limites calculados da forma descrita acima. Por esse artifício, foi possível assegurar que, a despeito de os dados se referirem a dois pontos no tempo, as classes fossem as mesmas em termos reais, facilitando enormemente a análise.

Tabela A-3

DISTRIBUIÇÃO DAS FINANCEIRAS, SEGUNDO O SALDO DE ACEITES CAMBIAIS
5-5-1966 e 31-12-1967

Classes (Cr\$ milhões) ²	Financeiras ¹				Saldo de Aceites (Cr\$ Milhões de Dez. 1967)			
	Nº		%		Valor		%	
	5-5-66	31-12-67	5-5-66	31-12-67	5-5-66	31-12-67	5-5-66	31-12-67
TOTAL	189	203	100,0	100,0	1.127,7	2.234,0	100,0	100,0
menos de 1	44	17	23,2	8,4	18,3	4,3	1,6	0,2
1 a 2	40	15	21,1	7,4	60,2	20,6	5,3	0,9
2 a 3	19	20	10,0	9,9	46,6	48,8	4,1	2,2
3 a 5	30	33	15,9	16,2	119,5	125,1	10,6	5,6
5 a 7	10	27	5,3	13,3	61,4	163,9	5,4	7,3
7 a 10	20	27	10,6	13,3	167,6	224,4	14,9	10,0
10 a 15	10	18	5,3	8,9	130,9	213,5	11,6	9,6
15 a 25	9	23	4,8	11,3	177,5	433,6	15,8	19,4
25 e mais	7	23	3,7	11,3	345,7	999,8	30,7	44,8
ÍNDICE DE GINI	5-5-1966				31-12-1967			
	0,638				0,552			

Obs.: ¹ Inclui em 31-12-1967 o saldo de aceites cambiais dos bancos de investimento.
² Os limites superiores são abertos.

Fonte: 5-5-1966 - BANAS. *Anuário - Bancos, Bolsas e Investimento*. São Paulo, Banas, 1966.
31-12-1967 - BANAS, *op. cit.*, 1968. (dados para as SCFI) e CONJUNTURA ECONÔMICA. Os Bancos de Investimento, *op. cit.*, abr. 1971. (dados para os bancos de investimento).

As informações da Tabela A-3 nos permitem chegar a diversas conclusões de interesse:

Em ambas as datas, detectou-se uma alta concentração do

setor, uma vez que um reduzido número de financeiras controlava grande parte do mercado. Assim, as 16 maiores financeiras em operação em 5-5-1966, detinham 46% do saldo global de aceites. Comparativamente, a concentração identificada foi maior em maio de 1966, do que em dezembro de 1967. A essa conclusão se chega com base em indicadores globais de concentração, como o índice de Gini¹, o mais usual dentre eles, e que ultimamente vem sendo utilizado em estudos sobre concentração bancária.² Seu valor alcançava, na primeira data, 0,638, diminuindo para 0,552, em fins de 1967. Teria havido, portanto, desconcentração no setor, em magnitude não desprezível: uma queda de quase 9 pontos percentuais no índice de Gini em tão curto período pode ser considerada bastante significativa.

Pode-se igualmente observar que houve uma flagrante mudança na distribuição das financeiras segundo as faixas de aceites:

- o número de financeiras "muito pequenas" (classes de menos de 1 milhão e de 1 a 2 milhões) diminuiu drasticamente, de 84 para 32;
- o número de financeiras "pequenas" (as compreendidas nos estratos 2 a 3 milhões e 3 a 5 milhões) manteve-se aproximadamente o mesmo;
- Já o número de financeiras "médias" (classes de 5 a 7, e 7 a 10 milhões), "grandes" (10 a 15 e 15 a 25) e "muito grandes" (25 e mais), aumentou bastante. O número das "muito grandes", por exemplo, mais do que triplicou.

Sob a ótica da participação no volume global de aceites, os

¹ O índice de Gini varia de 0 (perfeita igualdade) a 1 (máxima desigualdade). É calculado mediante a seguinte expressão:

$$G = 1 - \sum_{i=1}^8 (A_i + A_{i-1})(N_i - N_{i-1}), \text{ onde:}$$

A é o percentual acumulado de aceites até a classe i.

N é o percentual acumulado do número de financeiras até a classe i.

i = 1, 2, ... 8, são as classes de aceites.

² Para um exemplo de sua aplicação, consultar, FDNSECA, Jairo S. e SANVICENTE, A.Z.. A Concentração do Sistema Bancário Comercial Brasileiro. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 3 (9): 433-455, set./dez. 1967. Os autores encontraram índices de Gini de 0,584 e 0,600 para, respectivamente, depósitos e empréstimos dos bancos comerciais em 31-12-1970.

dados da Tabela A-3 deixam nítido o avanço do domínio exercido pelas grandes empresas. Praticamente todas as classes, com exceção das duas últimas, viram reduzida a sua participação relativa no mercado e, no caso particular das financeiras "muito pequenas", a perda de posição relativa fez-se acompanhar de redução absoluta do saldo de aceites.

Em suma, os resultados demonstram não ter sido este curto período nada favorável para as SCFI de reduzido tamanho e que, até 1966, abundavam no mercado. Em contrapartida, aumentou o número de financeiras de porte médio para cima e as "grandes" e "muito grandes" elevaram sua participação no total de aceites.

Caberia agora articular essas observações sobre a distribuição por faixas de aceite das financeiras ao comentário referente à "desconcentração" refletida pelo indicador de Gini. O índice de Gini é, na verdade, uma medida do grau de desigualdade existente em uma distribuição. E efetivamente a desigualdade diminui entre uma e outra data, seja porque foram eliminadas ou absorvidas as financeiras marginais, seja também porque os estratos médios e superiores deixaram de incluir poucas instituições. Ou seja, o setor tornou-se mais homogêneo, porém sendo nivelado "por cima". Assim, não se justifica tomar a referida "desconcentração" como sinônimo de redistribuição interna ao setor, em favor de financeiras menores, ou de perda do poder das grandes unidades, como se poderia pensar à primeira vista. Ao invés, os dados apontam para considerações exatamente opostas: eliminação das menores financeiras e maior controle do mercado pelas mais poderosas.

Finalmente, os dados da Tabela A-4 evidenciam a importância relativa dos bancos de investimento no mercado de aceites, fato este já comentado.

Tabela A-4

DISTRIBUIÇÃO DAS FINANCEIRAS E BANCOS DE INVESTIMENTO SEGUNDO
SALDO DE ACEITES CAMBIAIS EM 31-12-1967¹

Classes (Cr\$ milhões) ²	Financeiras e Bancos de Investimento				Saldo de Aceites			
	Nº		%		Valor (Cr\$ milhões)		%	
TOTAL	183	(203)	100,0	(100,0)	1.675,8	(2.234,0)	100,0	(100,0)
menos de 1	17	(17)	9,3	(8,4)	4,3	(4,3)	0,3	(0,2)
1 a 2	13	(15)	7,1	(7,4)	18,4	(20,6)	1,1	(0,9)
2 a 3	20	(20)	10,9	(9,9)	48,8	(48,8)	2,9	(2,7)
3 a 5	32	(33)	17,5	(16,2)	120,8	(125,1)	7,2	(5,6)
5 a 7	25	(27)	13,7	(13,3)	149,3	(163,9)	8,9	(7,3)
7 a 10	26	(27)	14,2	(13,3)	216,5	(224,4)	12,9	(10,0)
10 a 15	16	(18)	8,7	(8,9)	188,2	(213,5)	11,2	(9,6)
15 a 25	20	(23)	10,9	(11,3)	369,2	(433,6)	22,0	(19,4)
25 e mais	14	(23)	7,7	(11,3)	560,3	(999,8)	33,5	(44,8)

Obs.: ¹ Os dados correspondentes à soma de financeiras e bancos de investimento estão entre parênteses.

As demais informações referem-se apenas às financeiras.

² Os limites superiores são abertos.

Fonte: Ver a Tabela A-3.

CAPÍTULO 6

O CRÉDITO DIRETO AO CONSUMIDOR

POR QUE O C.D.C.?

A introdução do crédito direto ao consumidor - C.D.C. constitui-se numa das mais famosas criações da reforma financeira e, certamente, numa das mais importantes, pelas razões que abordaremos ao longo deste capítulo. Não obstante, foi alvo de duras críticas quando de sua introdução. A influente APEC publicou, em Editorial, o seguinte comentário a respeito do C.D.C.:

... embora teoricamente possa encontrar alguma justificativa, não deixa de ser, também, criação artificial, imposta de fora do processo econômico e que poderá constituir mais um elemento de confusão no já tumultuado sistema financeiro nacional (...)

O governo já mexeu demais, legislou demais. As modificações sucessivas, introduzidas em prazo relativamente curto na legislação fiscal, cambial e financeira, precisam de tempo para serem digeridas pelas empresas e pelos empresários (...)

É preciso tomar fôlego. (...) ¹

A inovação consistiu basicamente em direcionar, para o financiamento do consumidor de bens duráveis, os recursos mobilizados pela letra de câmbio. Pretendia-se que a relação entre a instituição financeira e o consumidor final se estabelecesse diretamente, vale dizer, sem a intermediação da empresa vendedora do bem, mas foi aceita uma alternativa em que a empresa vendedora era a financiada. Cuidou-se, todavia, de evitar que a presença de um intermediário a mais encarecesse o preço do bem financiado e que os recursos, obtidos através do C.D.C., tivessem outro destino que não o financiamento da venda de duráveis. ²

¹ *Análise e Perspectiva Econômica*, 5 (111), 2-12-1966, p. 2.

² Cf. Resolução nº 45 do Banco Central, de 30-12-1966, Art. 5. No início, o C.D.C. apoiou-se nessa alternativa, para depois progredir na direção do sistema pretendido. "Nesse período inicial, na realidade o crédito era

Diversas resoluções do Banco Central moldaram a regulamentação do sistema, mas coube à Resolução nº 45, de fins de 1966, introduzi-lo. Vejamos com mais vagar as providências tomadas a partir desta resolução. As alterações posteriores no C.D.C. serão mencionadas e analisadas no decorrer deste capítulo.

Para iniciar, registremos que o interesse pela Resolução nº 45 extravasa o exame das primeiras normas do C.D.C., embora nesse esquema de crédito resida a sua grande novidade. A Resolução nº 45, porém, tratou de muitos outros aspectos, de modo que pode, sem favor algum, ser considerada o diploma legal mais completo publicado sobre as financeiras, desde a Instrução nº 309, datada de 1959.

Como a Instrução nº 309, ela fixou várias normas a serem seguidas pelas financeiras: definiu seu campo operacional, o limite de aplicações por cliente (em 10% do total das aplicações), o valor máximo das operações passivas (em 15 vezes o capital realizado e reservas), o prazo mínimo das operações (em 6 meses), o esquema de garantia (com base na alienação fiduciária, no penhor mercantil e na caução de contrato de abertura de crédito, duplicatas e notas promissórias), introduzindo ademais o C.D.C. Também admitiu a correção monetária prefixada, irmã gêmea do deságio, com o que se deu por encerrada definitivamente a "batalha contra o deságio". Não deixa de ser curioso observar que tão completo e inovador documento tenha vindo a público com tanto atraso, seja com relação à primeira tentativa séria de regulamentar as financeiras e que se segundo alguns, há tempos necessitava de aperfeiçoamentos, seja com respeito à implementação da reforma em outros segmentos do sistema financeiro. Antes de tudo o mais que possa ser ventilado, essa demora reflete as indecisões da política econômica nesta área, além dos interesses conflitantes do governo e das financeiras, em torno, principalmente, à questão do deságio. Tais indecisões e interesses con-

apenas simbolicamente concedido ao usuário final dos bens e serviços; na verdade quem adotava todas as providências para a concessão do crédito era a própria empresa comercial, que avalizava as letras de câmbio emitidas pelos seus clientes, se encarregava da cobrança das partes, etc. (...) Entretanto, com o tempo, esta situação foi evoluindo rapidamente e, na altura de outubro de 1969, um número já bastante apreciável de instituições financeiras pratica mesmo é o crédito direto ao consumidor final." (CIBULARES, Maurício, *op. cit.*, pp. 126-127.

flitantes não deixaram de influir na criação do C.D.C., como veremos posteriormente.

A Resolução nº 45 foi muito clara quando, ao tratar das operações de crédito mediante aceite cambial, determinou que:

Serão realizadas exclusivamente para o financiamento da compra de bens efetuada por usuário ou consumidor final e de capital de giro de empresas; as operações que visem financiar o capital de giro não poderão exceder 60% (sessenta por cento) do total de operações da espécie.¹

Surgiu aí o C.D.C., de início, restrito a um mínimo de 40% do total dos empréstimos mediante aceite cambial. Posteriormente, sob novo comando da política econômica, os esforços se deram no sentido de elevar esse percentual a 100%.

Caberia perguntar a esta altura: por que emergiu nesse momento o C.D.C., vale dizer, por que despontou nesse momento a preocupação em canalizar, especificamente para a comercialização de bens duráveis, parcela ponderável dos empréstimos das Companhias de Crédito e Financiamento?

Desde logo, não tenhamos dúvidas de que a política econômica mostrava-se, a princípio, bastante receptiva à indústria de bens de consumo duráveis e bem cedo buscou implantar esquemas de crédito para incentivar a venda desses produtos. A primeira resolução do Banco Central (e esta peculiaridade é sintomática), objetivava precisamente isto. Na oportunidade, instituiu-se "um esquema de financiamento para aquisição de bens de consumo duráveis, de caráter genérico e de preço acessível à maior faixa possível da população brasileira, bem como de veículos automotores..."²

A responsabilidade de gerir o esquema coube às Caixas Econômicas Federais, encarregadas também do refinanciamento dos empréstimos destinados à aquisição de duráveis, concedidos pelas financeiras que, dessa forma, também participariam do esquema.

No âmbito de um outro esquema especial de crédito, o instituído pela Resolução nº 21, a mesma preocupação se fez igualmente presente. Desta feita, o governo ordenou que 30% dos recursos, obtidos com a venda de ORTN, servissem para financiar

¹ Resolução nº 45 do Banco Central, de 30-12-1966, Art. 2.

² Resolução nº 1 do Banco Central, de 1-6-1965.

"empresas que atuem no sistema de vendas a prestação".¹

Curioso notar que o governo procurou sempre, com esses esquemas especiais, minimizar o papel da financeira, atribuindo-lhe tão-somente a função de repassar recursos mobilizados, ou por agências governamentais, ou mediante a venda de títulos públicos. A nosso ver, também pairava aqui a ameaça da inflação, preferindo o governo avocar a si a tarefa de implementar esquemas de crédito ao consumo, a confiar a tarefa às financeiras, que ainda não haviam aberto mão do deságio. Por que, então, mudou de atitude e criou o C.D.C., apoiando-o exatamente na letra de câmbio com deságio das SCFI?

Não faltam, evidentemente, explicações por parte dos economistas governamentais e vários argumentos foram ventilados a fim de justificar a criação do C.D.C.: o da inflação (impossível faltar), o dos lucros financeiros e o da redução das necessidades de crédito para capital de giro das empresas.

O argumento inflação, assim se justificava:

Antes da Res. nº 45, as financeiras concediam empréstimos a todas ou a quase todas as empresas que contribuíram para a fabricação e venda de um determinado produto, isto é, podiam financiar desde a compra de matérias-primas até a comercialização do produto final. O custo financeiro de cada operação era somado ao custo final do bem e sobre esse valor é que eram calculados os lucros e impostos. Como se pode observar, o consumidor final era quem arcava com toda essa carga de custos financeiros.²

Com a criação do C.D.C. nos livraríamos naturalmente deste mal, o que contaria pontos no combate à inflação.

Já o argumento lucros financeiros apoiou-se numa distorção em vigor antes do C.D.C., a qual seria, com sua vinda, corrigida. Ei-la:

Deduzimos do exposto que várias organizações varejistas afastaram-se do seu objetivo principal, qual seja, comprar e vender produtos, para realizarem lucros em transações financeiras nas quais desempenhavam o papel de intermediários entre a Companhia de Financiamento e o Consumidor Final. Caso típico é propiciado pela Casa Anglo-Brasileira S.A. (Mappin) que arcou com prejuí-

¹ Circular nº 40 do Banco Central, de 31-5-1966.

² ROCHA, Hélio Soares de e ANDRADE, João Paulo V.. As Letras de Câmbio e as Financeiras. In: HESS, Geraldo (org.). *Finanças e Mercado de Capitais no Brasil*. Rio de Janeiro, Forum, 1971, pp. 143-154, p. 146.

zos operacionais e em contrapartida auferiu lucros através do financiamento ao consumidor.¹

Finalmente, o C.D.C. teria sido introduzido com vistas a aumentar a liquidez das empresas e, assim, diminuir a demanda do crédito para o financiamento de capital de giro. (Paralelamente, essa menor demanda teria efeito positivo em baixar a taxa de juros e na redução dos custos financeiros.) Era o que sustentava um economista do Banco Central :

Com a instituição, através das sociedades de financiamento, do crédito ao consumidor, este passará a comprar à vista do comerciante e, pelo processo de feed-back, esse recurso irá até o produtor de matérias-primas, reduzindo os prazos e o volume de capital de giro necessário às empresas, bem como os custos financeiros.²

Ora, cada um desses argumentos contém sua dose de verdade, mas é preciso ir direto ao que é fundamental : o C.D.C. não visava facilitar o combate à inflação (nos termos em que foi colocado o argumento), nem combater a especulação financeira e muito menos melhorar a situação de liquidez das empresas em geral. Pretendia, sim, favorecer as condições de realização de um setor específico da indústria : o de bens de consumo duráveis. No que não adiantou qualquer novidade : este era um objetivo antigo da política econômica, o que provam as tentativas anteriores (embora tímidas) de alguns esquemas nesse sentido.

O governo não titubeava — e é preciso que isto fique bem claro — entre implementar ou não um sistema de crédito exclusivo para o financiamento de bens duráveis. Sua dúvida residia em como implementá-lo: com que instituições, com que instrumentos de crédito. O caminho óbvio, que passava pelas financeiras e se servia da letra de câmbio, esbarrava com pelo menos dois empecilhos, considerados graves pelo governo. Em primeiro lugar, aquela al-

¹ LEVY, Samuel. Financiamento Direto ao Consumidor. *Revista de Administração de Empresas*, 7 (25) : 137-154, dez. 1967, p. 142. A propósito, a Mappin não perdeu essa fonte de lucros com o C.D.C. Como muitas outras empresas, ganhou ainda mais. Não apenas pela maior facilidade em financiar suas vendas, o que o desenvolvimento do C.D.C. permitiu, mas porque fundou sua própria financeira, aliás muito lucrativa : atualmente é a segunda maior financeira "independente", segundo o valor da receita. (Cf. BALANÇO, 2 (2), set. 1978, p. 308.)

² SILVA, Eronides. Sociedade de Crédito e Financiamento. In: *Boletim do Banco Central do Brasil*, 3 (12) : 7-12, dez. 1967, p. 9.

tura, os empréstimos mediante aceite cambial das financeiras já haviam se consolidado como fonte de crédito alternativa aos empréstimos dos bancos comerciais, a prazos mais dilatados. E, no projeto original de compartimentalização do sistema financeiro, contava-se com essa linha de crédito para atender às necessidades de financiamento a médio prazo, ficando a cargo dos bancos comerciais os créditos de curto prazo e com os bancos de investimento os de prazo superior a um ano, além dos empréstimos destinados à ampliação do estoque de capital. Em segundo lugar — eis aqui o ponto crucial — o governo desejava, antes de proceder a qualquer alteração de vulto neste segmento, resolver a questão do deságio.

A nosso ver, a derrota na "batalha contra o deságio" alterou o curso dos acontecimentos. Uma vez convencido da impossibilidade de substituir o deságio pela correção monetária a posteriori, só restou ao governo, como alternativa, a busca de uma solução parcial para o problema da antecipação inflacionária praticada no mecanismo do deságio; solução esta que, embora não eliminasse o mal, ao menos restringisse sua repercussão ao restante da economia. Por essa razão, o governo decidiu transferir, da área do crédito para capital de giro das empresas — onde sempre estava presente o perigo das expectativas inflacionárias encerradas no deságio serem repassadas aos preços, agravando a inflação —, para a área do crédito ao consumidor, ou seja, para o fim da linha — onde tal risco não se colocava —, as operações das financeiras. Pela mesma razão o governo insistiu no estabelecimento de uma relação direta entre o consumidor e a instituição financeira, sem outros intermediários — daí o crédito *direto* ao consumidor. A tentativa de transferir rapidamente todas as operações das financeiras para o C.D.C. encontra aí, igualmente, uma justificativa.

De certo modo, com a instituição do C.D.C. o governo encaminhava dois de seus propósitos simultaneamente: incentivo à indústria de bens duráveis e debilitação — dado que não conseguira a eliminação — do efeito inflacionário do deságio. Para tanto, bastava, segundo ele, minimizar a atuação das financeiras na concessão de crédito para capital de giro e, num certo sentido, fazê-las retornar à origem: ao financiamento do consumo.

Poucos se deram conta, mas o fato é que com o C.D.C. abriu-se uma lacuna no projeto original de compartimentalização do setor financeiro. Como se recorda, neste projeto caberia às financeiras uma faixa intermediária, compreendida entre o crédito bancário comercial de curto prazo e o crédito de mais longo prazo dos bancos de investimento, faixa esta que se tornaria vaga com a saída das financeiras. Para os que perceberam a divergência existente, nesse particular, entre o plano concreto da política econômica e o plano do projeto original da reforma, foi possível a formulação de indagações embaraçosas, como esta:

Se os bancos comerciais ou de depósitos aplicam seus recursos em prazos médios de 60 dias, enquanto os bancos de investimento foram criados com a função de operar além dos 12 meses, por que restringir o âmbito das financeiras no que se refere ao capital de giro? ¹

As financeiras não foram premiadas com a instituição do C.D.C., mas sim por ela punidas, visto terem resistido tanto a uma novidade tão cara ao ideário reformista: a correção monetária a posteriori.

Em termos amplos, implicou o C.D.C. no retorno integral das financeiras à atividade na qual passaram sua infância: o financiamento de consumo de duráveis, e da qual se apartaram parcialmente quando, nos anos da crise, se transformaram "numa espécie de linha complementar dos bancos comerciais".² Mas o C.D.C. ensejou ainda uma outra transferência: a de recursos que financiavam ou iriam financiar as empresas em geral (se não houvesse a mudança da área de atuação das financeiras), para o financiamento exclusivo das empresas vendedoras de bens duráveis para o consumo. A propósito, não há qualquer sentido em identificar a melhoria das condições de liquidez do "setor privado" ou das "empresas industriais", tomada indistintamente, como a maior decorrência da introdução do C.D.C.³ Considerado em termos tão am-

¹ BANAS, *op. cit.*, 1968, p. 96.

² SIMONSEN, Mário Henrique, *op. cit.*, 1976, p. 296.

³ Essa é a interpretação de Neuhaus e Magalhães: "Assim o sistema de C.D.C. (...) teve o seguinte efeito: permitiu às empresas comerciais liberar recursos anteriormente bloqueados no financiamento de suas próprias vendas, destinando-os ao atendimento de compromissos vencidos junto a fornecedores e melhorou a posição financeira das empresas industriais, fazendo com que estas sentissem de imediato as providências tomadas. Desta forma,

plos, não teve o C.D.C. outro significado que o de transferir recursos de um lado para o outro, mas ainda no interior do "setor empresas" ou do "setor privado". Se pensarmos nas frações do capital envolvidas na criação do novo e definitivo esquema de crédito ao consumo a conclusão é outra. Assim, caso consideremos a questão sob esse prisma é fácil perceber que foram as empresas da cadeia de produção-comercialização de bens de consumo duráveis — lideradas por filiais de empresas estrangeiras, mas contando com inúmeras empresas de capital nacional nos ramos de comercialização e de fabricação de peças e componentes para a indústria terminal —, as beneficiadas (seja diretamente, seja "pelo processo de feed-back"). Mas não o foram tanto porque o C.D.C. lhes permitiu liberar recursos seus "anteriormente bloqueados no financiamento de suas próprias vendas". Pois que esse efeito foi diminuto, se comparado a outro de muito mais ampla repercussão: através do C.D.C. canalizou-se um gigantesco volume de recursos, volume este muito maior do que qualquer soma de recursos próprios, eventualmente "bloqueada", poderia mobilizar, para o financiamento da venda de bens duráveis.

Aqui reside a funcionalidade básica do novo esquema de financiamento: com ele abriu-se um "campo praticamente ilimitado"¹ de emissão de dívidas primárias, através do endividamento familiar, com o qual, por seu turno, viabilizou-se uma nova frente dinâmica para a acumulação financeira e para a expansão do consumo, particularmente das classes médias urbanas, as quais foram dessa forma incorporadas à "era do consumo em massa".

No que diz respeito ao padrão de industrialização implantado na década precedente, o novo esquema de financiamento, associado a um processo de reconcentração da renda, trouxe sérias implicações. Por intermédio das mudanças que tal associação provocou na estrutura da demanda, foram postas as condições para que os setores de bens duráveis de consumo — cuja liderança, em conjunto com o setor de bens de produção, já se fizera sentir no ciclo de expansão anterior — comandassem a recuperação do cres

enorme foi a contribuição do C.D.C. para a normalização do sistema financeiro, reativando sua liquidez." Cf. NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel, *op. cit.*, p. 24.

¹ A expressão é de Maurício Cibulares, *op. cit.*, p. 127.

cimento industrial (1967-1970) e a posterior aceleração da taxa de acumulação no auge (1970-1973).¹

A ADAPTAÇÃO DAS FINANCEIRAS AO C.D.C.

Ao interpretar a adaptação das financeiras ao C.D.C. poderá qualquer observador — e não sem razão — afirmar que ela se processou sem maiores empecilhos e muito rapidamente. Poderá ter uma perspectiva ampla em sua análise e citar dados de hoje, verificando que quase todos os recursos dessas instituições se dirigem ao crédito direto. Mesmo se reduzisse seu período de observação e se se colocasse na perspectiva de um observador de fins dos 60, por exemplo, poderia chegar a uma conclusão, como a que chegou a revista *Conjuntura Econômica*, em sua retrospectiva dos anos 60 :

A adaptação das financeiras ao Crédito Direto ao Consumidor (C.D.C.) (...) se fez de forma altamente satisfatória a ponto de no final de 1969 já se destinarem 88% do crédito total das entidades a tais operações.²

Mas, por outro lado, se recorresse a comentários feitos à época das primeiras medidas disciplinadoras do C.D.C. ou se atentasse para o cumprimento, ou não, de determinações governamentais na área, poderia ser levado a concluir de maneira diversa.

Hã, na verdade, dois momentos distintos na adaptação das financeiras à inovação: num primeiro, houve dificuldades e se patenteou forte resistência por parte das SCFI; num segundo, ela se deu de modo natural e progrediu rapidamente. O que nos importa analisar mais detidamente aqui é a transição do primeiro para o segundo "momento". Esperamos, desse modo, lançar algumas hipóteses explicativas do sucesso do C.D.C., que tão amplas repercussões teve para o desempenho da economia brasileira nos anos seguintes. Antes, porém, listaremos os sintomas que, a nosso ver, são indicativos daquele "primeiro momento".

Nessa listagem é possível recorrer, por um lado, a comen-

¹ A seguir esse ponto será retomado.

² CONJUNTURA ECONÔMICA. Moeda, Crédito e Mercado de Capitais - 1960/1969. *Conjuntura Econômica*, 24 (1): 73-82, jan. 1970, p. 79.

tários tecidos durante o mesmo. Como este, que nos parece bastante ilustrativo, referido a inícios do ano de 1968:

Vêm as financeiras esbarrando com dificuldades e obstáculos persistentes no que concerne ao cumprimento da determinação do Banco Central, que manda destinar 50% das aplicações dessas companhias ao crédito ao consumidor.¹

Por outra parte, pode-se lançar mão dos dados extraídos dos balanços das SCFI. Informações relativas a abril de 1968, dão conta de que dentre as 57 maiores financeiras, apenas 8 destinavam pelo menos 50% de suas aplicações ao C.D.C., como exigiam as autoridades. (Ver a Tabela 1)

Tabela 1

ACEITES CAMBIAIS E CRÉDITO DIRETO AO CONSUMIDOR DAS
GRANDES FINANCEIRAS
Saldos em 5-4-1968

Cr\$ 1.000,00

continua

Financeiras	Aceites Cambiais	Crédito Consumidor (aplicações)
Independência.....	95.053	-
Credibrás.....	70.348	2.624
Cofibens.....	64.616	-
Ipiranga.....	60.741	-
Investimentos B.M.G.....	58.447	18.095
Safra.....	43.579	17.321
C.G.C.....	39.019	33.620
Verba.....	32.189	13.478
Financiadora S. Paulo.....	31.193	-
Ficrei.....	31.155	6.458
Planalto.....	30.072	27.958
Bradesco.....	28.581	-
Minas Oeste.....	26.049	4.590
Coroa.....	25.130	-
Sofinal.....	24.302	-
Sofisa.....	23.955	-
Rique.....	23.822	18.200
BSL Crefisul (1).....	23.532	-

(1) Não especifica aplicações em crédito ao consumidor

¹ BANAS, *op. cit.*, 1968, p. 96.

Financeiras	Aceites Cambiais	Crédito Consumidor (aplicações)
Credinorte	23.407	-
Fininvest	22.052	7.366
Mercaminas	22.871	-
Sul Americana	21.693	-
Cresa	21.537	2.911
Credence	21.508	-
Regional	21.266	-
Decred	20.349	-
Finacial do Com. e Prod.	20.060	3.037
Nôvo Rio	18.883	-
Creditum	17.734	-
Maisonave	17.679	13.989
São Paulo-Minas	17.287	5.809
Bozano, Simonsen	16.588	-
Intersul	16.469	4.172
Federal do Desenvolvimento Econ.	16.219	2.947
Bracinvest	16.208	6.382
Handra	16.039	-
Sinal	15.739	-
Finasul	15.722	9.623
Fides	15.618	-
Fenícia	15.550	17.016
Fomento Nacional	14.933	2.804
Auxilium	14.380	-
Creficit	13.798	2.470
Alterosa	13.716	4.854
Cruzeiro	13.116	-
Finasa-Brasil	13.038	-
Soma (2)	12.587	-
Cifra	12.402	1.775
Finasa Paraná Sta. Catarina	12.154	7.495
Safic	11.784	-
Produtora	11.760	9.184
Produsul	11.404	58
Capital de Minas	11.275	-
Fiança	11.114	1.949
Aurora	10.781	-
Cofiming	10.290	14
Valnasa	10.153	-

(2) Dados de 5-3-1968.

Obs.: Em 5-4-1968 a exigência do Banco Central era de que o C.D.C. representasse, no mínimo, 50% dos aceites cambiais.

Fonte: BANAS, *op. cit.*, 1968, p. 116.

Podemos ainda valer-nos de uma apreciação das medidas governamentais que visavam a elevar a participação das operações do C.D.C. Elas esbarraram em sérias dificuldades para se con-

cretizarem. Senão, vejamos.

Já dissemos que a Resolução nº 45 fixara em 40% das operações por aceite cambial, a proporção mínima relativa ao C.D.C. Pois bem, tal exigência se manteve inalterada até fins de 1967, quando o governo determinou nova meta quantitativa, aliás bem superior. Elevou-a para 100%, desejando com isso levar às últimas conseqüências a especialização dessas instituições, iniciada parcialmente no final do governo anterior.

Com a Resolução nº 77 tem início a tentativa. O objetivo dos 100% deveria ser alcançado após uma evolução gradual: para dali a 4 meses o governo exigia uma percentagem mínima de 50%, a qual deveria crescer, trimestralmente, em 10 pontos percentuais. Pelo plano, em fins de 1968, o crédito direto deveria representar 80% das aplicações e em meados de 1969 seriam completados os 100%.¹

Esses percentuais não foram efetivados. Ao final de 1968, as financeiras canalizaram 66,6% dos seus empréstimos para o C.D.C. e não 80%, e, em junho de 1969, destinavam 77%, e não a totalidade como previra a Resolução nº 77. Caducara, portanto, na prática a Resolução nº 77. Em vista disso, o Banco Central baixou nova instrução, reestruturando percentuais e datas, mas mantendo o objetivo original. Desta feita a previsão de 100% ficou para 31-12-1969, devendo as financeiras partirem de 60% em 31-12-1968, acrescentando 10 pontos a cada trimestre.² Tampouco em fins de 1969 foram os 100% preenchidos, chegando-se ao percentual de 88,5%.

O que aliás não deve ser encarado com surpresa. Ao resistirem ao abandono do crédito para capital de giro, as financeiras tão-somente lutavam pelo que de mais lucrativo havia: emprestar dinheiro a empresas do comércio e da indústria, muitas delas sufocadas por uma crise econômica, que se arrastava desde 1962 e por uma intermitente política de crédito. E, por outro lado, o que prometia o C.D.C.? Pequenos negócios, baixo montante

¹ Cf. Resolução nº 77 do Banco Central, de 23-11-1967. O prazo para as financeiras completarem 50% foi dilatado por mais um mês, pela Resolução nº 85 de 26-12-1967.

² Cf. Resolução nº 103 do Banco Central, de 10-12-1968. A propósito, uma outra importante determinação da Resolução 103 foi a liquidação dos fundos de "acceptance".

de lucro em cada operação, enfim, um mercado "picotado" e que, de mais a mais, colocaria as financeiras numa tal dependência do comportamento das vendas de bens duráveis de consumo que muito pouca ou nenhuma flexibilidade teriam : caso as vendas desses bens atravessassem uma conjuntura desfavorável, as financeiras sossobririam junto.

Mas, não cessavam aí os inconvenientes do C.D.C. As operações no novo campo traziam uma série de dificuldades não encontradas no campo de atuação anterior, tais como :

aumento do prazo de financiamento com as naturais dificuldades em se colocar papéis a prazo superior a 6 meses, a multiplicidade de devedores por empréstimos o que faz aumentar sobremaneira as despesas operacionais, a necessidade de formação de cadastros de pessoas físicas com informações de mais difícil obtenção, etc.¹

Durante o primeiro ano de vigência do C.D.C., esses fatores impediram o pretendido ajustamento das financeiras ao novo sistema. Não contamos com informações acerca da parcela dos aceites cambiais absorvida pelo C.D.C. em fins de 1967 (só há disponibilidade dessa informação a partir de 1968). Mas, a julgar pelos dados da Tabela 1, relativos à posição das 57 maiores financeiras, era ainda muito tímida a adesão ao C.D.C. Somos levados a admitir que tal resistência tomou todo o ano de 1967 e avançou pelo de 1968, de forma que, em abril deste último ano, poucas SCFI haviam atendido às exigências do Banco Central.

Pouco tempo depois, no entanto, pôde *Conjuntura Econômica* afirmar que a "adaptação das financeiras ao C.D.C. se fez de forma altamente satisfatória". O que teria ocorrido entre o momento de resistência e o ano de 1969, a partir de quando o comentário de *Conjuntura Econômica* cabe perfeitamente?

Na base de uma resposta a esta pergunta deve constar a fiscalização exercida pelo Banco Central, no sentido de que fossem cumpridas as metas quantitativas fixadas. Um controle rigoroso foi estabelecido na segunda metade de 1968, passando o Banco Central a cobrar a efetivação dos percentuais previstos na Resolução nº 77, sob pena do congelamento das aplicações :

¹ PROENÇA, João Antonio Gordilho de e ROCHA, João Pedro G. de. Situação Atual do Mercado de Capitais no Brasil. In: WALD, Arnoldo (org.). *O Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, APEC, 1970, pp. 221-265. p. 233.

Na primeira quinzena de junho, as empresas que não atingiram esse limite (50%) receberam um comunicado do B.C., vetando-lhes qualquer elevação no índice de aplicações, até o real atendimento daquele requisito previsto em lei.¹

A despeito do controle, vimos que os percentuais foram desrespeitados. Contudo, o não cumprimento das metas oficiais seria muito maior, caso alguns fatores não viessem facilitar enormemente o abandono pelas financeiras do crédito para capital de giro e sua conseqüente especialização no crédito ao consumidor.

Destacamos dois fatores, da maior importância: o primeiro, a utilização maciça, por parte das famílias das camadas médias de renda do financiamento para a compra de bens duráveis; o segundo, a diversificação de instituições fornecedoras de crédito, em particular, a regulamentação e o posterior avanço dos bancos privados de investimento.

Já a partir de 1968, a demanda exercida pelas famílias por créditos do sistema C.D.C. mostrou um dinamismo que poucos haviam previsto. De acordo com algumas opiniões mais pessimistas, a transferência de recursos do crédito para capital de giro, para o crédito ao consumo era uma medida contraproducente, por uma simples razão: insuficiência de demanda. Ou seja, duvidava-se que em tão pouco tempo o endividamento familiar crescesse a ponto de absorver os volumosos recursos mobilizados pela letra de câmbio, título que, a despeito do surgimento de vários concorrentes, ainda desfrutava de grande prestígio e era um dos mais procurados no mercado financeiro² mas, ao contrário do que se pensava, estava inscrita uma enorme potencialidade de multiplicação nas relações de débito e crédito entre famílias e sistema financeiro, a qual não se efetivara ainda pela inexistência de um esquema adequado de financiamento da dívida familiar. Pelo "lado da demanda", portanto, muito cedo constatou-se a viabilidade do C.D.C.

A solução de outros problemas também foi, com o tempo, sendo

¹ BANAS, *op. cit.*, 1968, p. 96.

² *Brasil Financeiro* denota este temor: "Gra, considerando-se o fato de que hoje os aceites das financeiras somam aproximadamente um bilhão e setecentos milhões de cruzeiros novos, cabe indagar se será de bom alvitre desviar repentinamente todo esse crédito para o usuário final, ou ainda, se haverá demanda neste montante." *Id.*, *ibidem*, p. 96.

encaminhada. A questão dos prazos, por exemplo, encontrou auxílio na expansão da liquidez, promovida logo que Delfin Netto assumiu o comando da política econômica. Com ela, tornou-se mais fácil girar títulos de prazo curto e, simultaneamente, financiar operações de crédito a prazos mais dilatados. A questão dos custos operacionais, que segundo alguns se agravaria com o C.D.C., não constituía em si empecilho sério ao novo esquema de financiamento. De fato, sabe-se que o consumidor atenta menos à taxa de juros implícita no financiamento e mais ao valor das prestações, para decidir-se pelo consumo ou não. Dessa forma, eventuais acréscimos dos custos operacionais puderam ser repassados, sem perda de clientes ou de lucros, pelas financeiras. Quanto, finalmente, ao problema de inadimplência ou atraso nas prestações, o que igualmente segundo algumas opiniões seria de difícil controle e punição, pôde também ser resolvido, sem maiores transtornos: inicialmente, através da criação de um sistema de garantias muito bem sucedido — a alienação fiduciária em garantia —, e, posteriormente, com o aperfeiçoamento do Serviço de Proteção ao Crédito. Este último, na prática, permitiu substituir esquemas formais (e muito difíceis de serem aplicados a bens de baixo valor unitário) de garantias.

Com o encaminhamento de todas essas questões, passou a ser outro o interesse das instituições pelo novo esquema.

Mas, o segundo ponto nos parece ter sido crucial. A partir de 1967, começaram a surtir os efeitos da diversificação das alternativas de crédito ao setor privado, promovida pela reforma financeira. Já se observava nitidamente, nesse ano e mais ainda nos anos posteriores, o declínio da participação do sistema bancário comercial e a emergência de fontes alternativas de recursos (como, no exterior, os empréstimos externos pela Resolução nº 63), e de novas instituições criadas com a reforma (bancos de investimento e as instituições do S.F.H.). Para as financeiras, tal diversificação implicou na perda da condição, até àquela altura desfrutada, de única alternativa virtual ao crédito de curto prazo dos bancos comerciais. E, na medida em que as financeiras iam sendo empurradas para o crédito ao consumo, seu lugar no atendimento do crédito para o giro das empresas ia sendo ocupado, sem maiores transtornos nem perdas, pelas demais entidades. Nesse movimento de diversificação das fontes de crédito

que, em parte, coincidiu com um processo de ocupação do espaço antes preenchido pelas financeiras, destacamos, uma vez mais, os bancos de investimento, dadas as relações muito particulares dessas instituições com as financeiras e as implicações daí decorrentes.

OS BANCOS DE INVESTIMENTO NO CRÉDITO PARA CAPITAL DE GIRO

Desde o momento em que foram regulamentados, os bancos privados de investimento exerceram grande atração sobre as financeiras (e, por conseguinte, sobre os bancos comerciais que haviam organizado financeiras sob seu controle). A razão disto prende-se às vantagens oferecidas pela referida regulamentação, em termos de diversificação de operações ativas e passivas. Devemos observar que as financeiras, através de suas associações, vinham freqüentemente reclamando da estreiteza de seu campo operacional, campo este que se tornaria ainda mais restrito com a criação do C.D.C. em 1966 e, posteriormente, com a virtual proibição da atuação dessas sociedades no crédito para capital de giro.¹ Ora, isso só fez aumentar o interesse pelas vantagens oferecidas aos bancos de investimento, razão pela qual diversas SCFI iriam posteriormente se transformar em bancos de investimento. Esse movimento, aliado a um outro, que se desenvolve concomitantemente, de constituição de bancos de investimento por parte de grupos bancários não ligados às financeiras, ou com pouca tradição nesta área, movimento este que toma impulso igualmente a partir das vantagens oferecidas às operações dos bancos de investimento, implicaram em um duplo desvio relativamente aos objetivos originais do projeto reformista: em primeiro lugar, os bancos de investimento comprometeram-se definitivamente com o crédito para capital de giro, desviando-se das operações de longo prazo destinadas ao financiamento da acumulação de capital

¹ A partir daí a reivindicação mais constante das financeiras passou a ser a de permissão para operar em outros setores, além do C.D.C. Em 1968, encaminharam um documento ao Banco Central, sugerindo a ampliação de seus financiamentos para o turismo, seguros, importações e exportação, empreiteiros, arrendamentos de empresas e publicidade. (*Id., ibidem*, p. 97). Posteriormente algumas dessas reivindicações foram atendidas mas a principal operação ativa continuou sendo o crédito ao consumo de bens duráveis.

— sua tarefa específica, prevista no projeto.¹ Os bancos de investimento passaram de fato a ocupar o espaço que deveria caber às financeiras, mas que se tornava vago à medida em que estas se especializavam no C.D.C. Em segundo, deu origem à constituição de diversos "conglomerados financeiros". Nem seria necessário ressaltar que com a política delfiniana de incentivo à concentração bancária, de fusões e transformações de financeiras em bancos de investimento, ambas as tendências ganharam ímpeto redobrado e se consolidaram. Contudo, somos uma vez mais levados a advertir que a origem dos fenômenos encontra-se mais atrás.² Em particular, encontraram uma sólida base institucional para se desenvolverem, nas medidas que criaram o C.D.C. e moldaram suas regras básicas, bem como, na forma pela qual foram regulamentados os bancos privados de investimento, todas elas, medidas tomadas durante ainda a gestão Campos-Bulhões. E não consta que fossem metas da política formulada pela dupla nem a especialização dos bancos de investimento no crédito para capital de giro, nem muito menos a formação de conglomerados financeiros, tanto porque (e isso não seria de difícil previsão), acabaram por encabeçar os principais conglomerados, os estruturalmente "ineficientes" e "antiquados" bancos privados nacionais, devidamente fortalecidos pelo processo de reconcentração bancária.³

Já tivemos a oportunidade de assinalar como a criação do C.D.C. abriu uma lacuna na segmentação pensada para o mercado de crédito. Vejamos agora o outro lado da questão, ou seja, como foi preenchida esta lacuna, o que nos remete à análise da regu-

¹ Como percentual do ativo, as aplicações de longo prazo dos bancos de investimento (exclusive repasses) são insignificantes: 3,5% em 1971 (para os anos anteriores a 1971 não há dados disponíveis); 2,3% em 1972; 2,3% em 1973; 2,7% em 1974; 2,4% em 1975 e 4,1% em 1976. (Dados de BEHRENS, Alfredo. O Papel dos Bancos de Investimento como Instituições de Crédito a Longo Prazo. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 4 (10): 123-133, jan./abr. 1976, p. 126.)

² "De fato", observa Conceição Tavares, "as tendências à reconcentração financeira e à formação de novos grupos financeiros com ou sem articulação com os tradicionais e com o exterior têm-se manifestado claramente desde 1966 (...). TAVARES, Maria da Conceição. *Natureza e Contradições ...*. In: TAVARES, Maria da Conceição, *op. cit.*, 1972, p. 226.

³ A citação a seguir dá uma idéia da presença dos antigos bancos comerciais: "Dos 30 bancos de investimento existentes em 1969, 10 tinham ligações explícitas com grupos estrangeiros, e dos demais, todos, à exceção de 4, são originários de fusões ou reorganização de grupos financeiros com o apoio em velhos bancos comerciais. *Id.*, *ibidem*, p. 226.

lamentação dos bancos privados de investimento.¹

A regulamentação dos bancos de investimento apareceu decorridos sete meses da promulgação da Lei do Mercado de Capitais que os criou, através de uma resolução do Banco Central, a de nº 18. O texto da Resolução nº 18 ratificou alguns dos pontos básicos que nortearam a criação dessas instituições e que constavam da Lei nº 4.728. Assim, por exemplo, na definição de bancos de investimento, estabeleceu que :

... são instituições financeiras privadas, especializadas em operações de participação ou de financiamento, a prazos médio e longo, para suprimento de capital fixo ou de movimento, mediante aplicação de recursos próprios e coleta, intermediação e aplicação de recursos de terceiros.²

Na fixação do capital mínimo e na regulamentação dos depósitos a prazo com correção monetária, a mesma preocupação se faz sentir: a constituição dos bancos de investimento deveria se pautar por uma nova "modernidade", sem que os vícios das instituições financeiras nascidas e desenvolvidas no passado estivessem presentes. Assim, deveriam ser desde o início, instituições fortes, sólidas, capazes de remunerar adequadamente o poupador e assim assegurar a mobilização dos fundos compatíveis, em termos de volume e prazos, com as aplicações de longo prazo nas quais deveriam se especializar.

Para tanto, o capital mínimo foi fixado em nível relativamente elevado : 5 milhões de cruzeiros³, com o que se procurava evitar a proliferação excessiva de instituições e garantir um porte mínimo inicial relativamente grande aos bancos. E foram regulados os depósitos a prazo com correção: o prazo mínimo desses depósitos foi estabelecido em 18 meses, com a possibilidade de que os bancos de investimento emitissem, em contrapartida aos

¹ Para maiores informações a esse respeito, consultar TAVARES, Miguel D.F.. *Bancos de Investimento (Estrutura e Funcionamento)*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

² Resolução nº 18 do Banco Central, de 18-2-1966, Art. 2.

³ Resolução nº 18 do Banco Central, de 18-2-1966, Art. 4. Compare-se este valor com o fixado poucos meses antes para as financeiras : Cr\$ 500 mil. Convém ainda destacar que em maio do ano seguinte o capital mínimo dos bancos de investimento foi elevado para 15 milhões para os bancos autorizados a operar em todo o território nacional. Na mesma oportunidade, limitou-se em 6 unidades o número máximo de dependências. [Cf. Resolução nº 57 de 22-5-1967.]

depósitos, certificados de depósitos a prazo — CDB, um título negociável no mercado secundário.¹ Visava-se, assim, garantir uma estrutura do passivo que em termos de prazo fosse compatível com a estrutura desejada do ativo, no qual o componente de longo prazo deveria ter um peso significativo.

Por outro lado, e talvez como forma de assegurar o desenvolvimento inicial dos bancos de investimento (o "take-off" dos bancos de investimento), o documento de regulamentação procurou alargar de tal forma o seu campo de atuação, que parece se perder em meio a inúmeras alternativas de operações ativas e passivas, o objetivo original que deu margem à sua criação. Ao que tudo indica, o que levou as autoridades a assim procederem foi a preocupação de dotar, de início, os bancos de investimento de alternativas operacionais, enquanto não se consolidassem na tarefa pioneira (e talvez por isso mesmo considerada de custosa assimilação) de se constituírem nos agentes privados do fomento à acumulação de capital das empresas privadas. Algo assim como dotá-los de alternativas, enquanto não alcançassem a maturidade como instituições com determinada função própria a desempenhar.

Assim é que dentre as operações ativas, a Resolução nº 18 autorizou em seu Capítulo 3º o financiamento de capital fixo (com prazo mínimo de um ano); o financiamento de capital de giro (com prazo mínimo de um ano e máximo de 5); a subscrição de ações e debêntures para revenda no mercado; a subscrição e colocação de debêntures com cláusula de correção monetária; a concessão de aceite ou coobrigação em títulos cambiais e debêntures (desde que com prazo não inferior a um ano); o repasse de recursos externos; a distribuição de títulos no mercado financeiro; sendo autorizados ainda os bancos de investimento a constituir e administrar fundos de investimento.

Pelo lado das operações passivas, poderiam os bancos de investimento lançar mão, segundo estabelecia o Capítulo 4º da referida resolução, dos recursos provenientes de várias fontes, tais como: dos depósitos a prazo com correção monetária; da colocação de letras de câmbio de seu aceite ou coobrigação; dos empréstimos contraídos externa e internamente; e da venda de

¹ Resolução nº 18 de 18-2-1966, Art. 39.

quotas de fundos de investimento.

Ou seja, aos bancos de investimento foi permitido atuar em, praticamente, todas as modalidades de operações do mercado financeiro, à exceção do crédito bancário de curto prazo, do crédito imobiliário e do C.D.C. (muito embora neste último tenham chegado a operar).

É de interesse destacarmos, dentre estas inúmeras alternativas, a que diz respeito à possibilidade aberta aos bancos de investimento de concederem empréstimos com base no aceite de letras de câmbio, tal qual as financeiras. Aqui se revela a intenção governamental de atrair grandes financeiras para que constituíssem bancos de investimento.¹ A idéia era a de que a concessão de aceite não passasse de uma atividade provisória, destinada a exercer tão-somente aquela "atração" referida há pouco. Por isso, a permissão deveria perdurar apenas durante um certo espaço de tempo, suficientemente longo para que se processasse a devida adaptação. Foi estabelecido um prazo de 3 anos, devendo, portanto, a permissão vencer em 18-2-1969. Mas às vésperas do vencimento o prazo foi prorrogado e os bancos de investimento ganharam outros três anos de operações cambiais.² Assim é que as financeiras que porventura se transformaram em bancos de investimento acabaram desfrutando, por um período de tempo muito maior do que o inicialmente previsto, daquela atividade que afinal de contas constituía sua atividade tradicional e comprovadamente exitosa: a concessão de aceites. Através desta porta aberta com intuito claramente provisório, grandes financeiras lograram livrar-se da estreiteza imposta às suas atividades pela criação do C.D.C. pela pura e simples transformação em banco de investimento, o que, de resto, lhes trouxe vantagens adicionais, pois a amplitude de atividades aberta aos bancos de investimento, sem ferir sua atividade principal e tradicional, abria a possibilidade de ganhos maiores, explorando outras áreas.³ É

¹ Intenção esta que foi explicitamente colocada na Resolução nº 18: "As sociedades de crédito, financiamento e investimento poderão se transformar em bancos de investimento ou de desenvolvimento." Resolução nº 18 do Banco Central, de 18-2-1968, Art. 7.

² Cf. Resolução nº 104 do Banco Central, de 10-12-1968.

³ Convém salientarmos que para a financeira a transformação em banco de investimento não implicava necessariamente no abandono do C.D.C., mas ir além em direção a novas áreas de atuação. Isto porque a fundação de um

claro que tantos atrativos doados aos bancos de investimento tam**ã**m atraíram outros grupos financeiros não ligados a SCFI e que, assim, tam**ã**m manifestam interesse em fundar bancos de investi**ã**mento.

Mas os atrativos para a transformação de financeiras em ban**ã**cos de investimento ou de constituição independente desses ban**ã**cos, não pararam por a**ã**. Em meados do ano de 1966, o governo de**ã**cidiu alterar um item de suma import**ã**ncia da regulamentação ori**ã**ginal, reduzindo o prazo m**ã**ximo dos dep**ã**sitos a prazo com corre**ã**ção monet**ã**ria e dos empr**ã**stimos para seis meses. (Quem sabe em mais uma tentativa de aumentar a "atração provis**ã**ria" dos bancos de investimento?) Com essa medida, o governo — tivesse ele ou não consci**ã**ncia disto — acabou por selar a sorte dos bancos de investimento, no que diz respeito **ã** sua especialização, renunciando definitivamente **ã**s intenções alimentadas em primeira m**ã**o de vincul**ã**-los **ã**s operações de longo prazo. Ao final das contas, como função primordial, coube aos bancos de investimento aquela mesma função que deveria ser exercida pelas financeiras, mas que estas vinham sendo obrigadas a abdicar em prol da especialização no C.D.C. — a concessão de cr**ã**dito para capital de giro, a pra**ã**zos mais dilatados do que os bancos comerciais.

Foi, assim, atrav**ã**s dos bancos de investimento, preenchida a lacuna deixada pelas financeiras em seu movimento de especialização no cr**ã**dito ao consumidor. E isso não se fez, como conv**ã**m insistirmos, sem ocasionar flagrantes desvios no projeto re**ã**formista original.

A prop**ã**sito, tal lacuna foi preenchida de modo a não deixar saudades de seus antigos ocupantes, pois a capacidade demonstrada pelos bancos de investimento em expandir o cr**ã**dito logo se revelou compar**ã**vel ou superior **ã** das financeiras. Com efeito, os empr**ã**stimos dos bancos de investimento evoluíram rapidamente: em fins de 1967, graças **ã** transformação de algumas grandes financeiras em bancos de investimento, j**ã** representavam quase me-

banco de investimento raramente se deu sem o surgimento simult**ã**neo de um "conglomerado financeiro", contando, dentre outras instituições, com uma financeira. Al**ã**m disso, os pr**ã**pios bancos de investimento chegaram a operar diretamente no C.D.C., at**ã**e que essas operações foram limitadas ao cr**ã**dito para a aquisição de bens de produ**ã**ção, excluindo-se, portanto, os bens de consumo. (Cf. Resolução n**ã** 87 do Banco Central, de 24-1-1968.)

tade dos empréstimos das SCFI, em sua grande maioria, concedidos da mesma forma, ou seja, mediante aceite cambial. Nos anos que se seguiram, evoluíram ainda mais, desta feita, contando com novas fontes de recursos — os empréstimos externos para repasse interno e os recursos dos depósitos a prazo — e incentivados ainda por nova "onda" de transformações de financeiras (a famosa política de 4 ou 5 financeiras por um banco de investimento). Em fins de 1969 os empréstimos dos bancos de investimento já representavam 3/4 dos empréstimos das SCFI e, em fins de 1972, os sobrepujam.¹

Quanto às financeiras, dispendo ou não da via de escape dos bancos de investimento, tiveram mesmo de se especializar no C.D.C., o que, afinal, revelou não ser um tão mau negócio... Os empréstimos pelo C.D.C. chegaram a crescer a taxas altíssimas, como no período 1970/73, quando a média de crescimento real situou-se próxima a 55%! Não obstante, persistiam aos olhos dos dirigentes das financeiras (principalmente das "independentes") os problemas de excessiva especialização e de total dependência ao comportamento da demanda por bens duráveis. Mas, tamanho "boom", ademais de parecer interminável, parecia também compensá-los plenamente.

OS NÚMEROS DO SUCESSO

Observamos há pouco o insucesso das medidas governamentais na determinação dos índices a serem observados nas operações do C.D.C. Assim, cotejamos os percentuais prefixados com os percentuais efetivados e concluimos, desse cotejo, o insucesso das medidas. Era o cumprimento de uma meta de política econômica o que nos interessava avaliar, razão pela qual consideramos tão-somente a evolução do percentual relativo ao C.D.C. Devemos contudo ressaltar: trata-se de um insucesso da política econômica, não do C.D.C. em si. Se quisermos avaliar corretamente o desempenho do novo esquema de crédito em seus primeiros anos de vida, será preciso irmos além da mera observação dos percentuais e acompa-

¹ Dados do BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, dez. 1976, p. 3.

nharmos também a evolução da base a que estão referidos os números relativos, ou seja, o saldo global dos empréstimos por aceite cambial das financeiras.¹

Esses empréstimos aumentaram de forma extremamente rápida nos primeiros anos de vigência do C.D.C., chegando quase a triplicar seu valor real nos anos de 1967 e 1968. Face a dois acontecimentos ocorridos no ano seguinte, o crescimento foi interrompido: estourou nos primeiros meses uma "crise de estabilização" e três grandes financeiras se transformaram em bancos de investimento. Mas, já em 1970, o crescimento do biênio 1967/1968 foi retomado e até 1973 observaram-se taxas altíssimas de variação anual, superiores a 50%. (Ver Tabela 2) A partir daí, o crescimento passou a se dar a taxas reais muito baixas e mesmo negativas em alguns anos.

Foi um crescimento tão grande no saldo de aceites como esse que, aliado ao acréscimo da proporção dedicada ao C.D.C., propiciou a canalização, logo nos primeiros anos de sua vigência, de uma volumosa soma de recursos para o financiamento do consumo.

Admitamos, para efeito de argumentação, que, em fins de 1967, a proporção do C.D.C. nos aceites das financeiras fosse de 40%, ou seja, o percentual um ano antes fixado pela Resolução nº 45 como mínimo permissível. Certamente o índice efetivo era menor, mas não existem informações que precisem em quanto. Nesse caso, de uma proporção de 40%, o saldo das aplicações do C.D.C. somaria Cr\$ 624 milhões, cifra que, para todos os efeitos, pode ser considerada "exagerada". Para os anos seguintes, já existem informações diretas colhidas pelo Banco Central (Ver a Tabela 3).

Um grande avanço dos empréstimos do C.D.C. no ano de 1968 é uma primeira conclusão a ser extraída dos dados. Esse avanço pode ser apreciado não apenas em termos da taxa de crescimento, que por si só não diria muita coisa, dado o baixo valor inicial

¹ Em verdade, melhor do que acompanhar saldos seria acompanhar o valor dos empréstimos concedidos em um determinado período. Esses dados não estão disponíveis, nem são derivados da mera subtração de saldos. O presidente da Acrefi (Associação das Financeiras Paulistas), Américo Campiglia, falando a *Brasil Financeiro* em 1968, dizia que os bancos de investimento e financeiras juntos mantinham "um volume de crédito de ordem de Cr\$ 2 bilhões, cuje rotação anual deve atingir aproximadamente Cr\$ 3 bilhões." (BANAS, *op. cit.*, 1968, p. 118.)

Tabela 2
 EMPRÉSTIMOS POR ACEITE CAMBIAL DAS FINANCEIRAS
 1966-73

Final de Período	Saldos em Cr\$ milhões de dez. 1967 (1)	Variação sobre o Saldo do Ano Anterior (%)
1966	1.001	- 16,5
1967	1.560	55,8
1968	2.892	85,4
1969	2.954	2,1
1970	3.550	20,2
1973	12.390	51,8 (2)

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 13 (12), dez. 1967, p. 66.

(1) Deflator : IGP (Col. 2 de *Conjuntura Econômica*)
 (2) Média do Período dez. 1970 / dez. 1973.

Tabela 3
 EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO: C.D.C. e S.F.H.
 1967-1978

Final de Período	Saldos em Cr\$ milhões de dez. 1967 (1)		% Sobre o Total dos Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado	
	C.D.C.	S.F.H.	C.D.C.	S.F.H.
1967	624	711	3,8	4,3
1968	1.925	2.204	8,1	9,3
1969	2.614	3.630	8,8	12,2
1970	3.397	5.342	9,1	14,4
1973	12.388	13.331	14,9	16,1

Fonte: SFH : BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, dez. 1976, p. 3.

CDC : 1967: Ver o texto.

1968/73: BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. cit.*, dez. 1977, p. 66.

(1) Deflator: IGP (Col. 2 de *Conjuntura Econômica*).

de referência, mas também, e principalmente, em termos absolutos. O saldo dos empréstimos do C.D.C. em fins de 1968 atingiu cerca de Cr\$ 2 bilhões (a preços de dezembro de 1967), elevando sua participação no total dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado para 8,1%. Note-se que esta participação relativa não evoluiu muito mais nos anos seguintes até 1970: em 1969 alcançou 9,8% e em 1970, 9,1%. Em verdade, o ano de 1968 registrou um "salto" do C.D.C., só reprisado durante o auge do ciclo, entre 1970-1973, quando a participação do C.D.C. chegou a atingir 15%.

É interessante observar como a trajetória inicial da evolução de um outro importante segmento do sistema financeiro — o sistema financeiro da habitação¹ — assemelha-se muito em termos quantitativos, à trajetória do C.D.C. Ambos contavam com participação apenas modesta no total dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro ao setor privado em 1967. Mas, no ano seguinte deram aproximadamente o mesmo salto, passando juntos a representar 17% do total. Para se ter idéia do que representou esse salto, note-se que as operações de cada um deles somavam, em fins de 1968, quase 50 bilhões de cruzeiros aos preços atuais (novembro 1979), ao passo que, um ano antes, não iam além de Cr\$ 17 bilhões. Pode-se assim imaginar o impacto quase imediato da montagem de um e outro esquema de crédito: o C.D.C. dinamizando as vendas de bens duráveis de consumo; o S.F.H., a construção e a aquisição de moradias.

Já que comparamos os passos iniciais do C.D.C. e do S.F.H., não custa observar como as trajetórias se dissociaram em 1969/1970, quando o C.D.C., em parte refletindo a "crise de estabilização" no início de 1969², não acompanhou a evolução dos empréstimos do S.F.H.

¹ Informações adicionais acerca da legislação e dados sobre o desenvolvimento inicial do S.F.H., suas instituições e instrumentos de mobilização de recursos, podem ser encontradas em CONJUNTURA ECONÔMICA. O SBPE e o Mercado de Capitais. *Conjuntura Econômica*, 25 (4) : 138-140, abr. 1971 e em KAMPEL, Luiz Cezar. *O Sistema Financeiro da Habitação*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

² No início de 1969, o saldo dos empréstimos pelo C.D.C. chegou a cair em termos absolutos. Isso inclusive jogou contra a meta do governo de vincular todas as operações por aceites cambiais das financeiras ao C.D.C. Em janeiro a proporção relativa ao C.D.C. era de 71,6%; em março, baixou para 67,9%. (Cf. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1969. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 6 (2), fev. 1970, p. 64.)

Só entre 1970/1973 a posição perdida foi recuperada. No auge do ciclo, em 1973, as participações relativas estavam muito próximas e juntas perfaziam, nada mais, nada menos, do que 30% do total dos empréstimos de todas as instituições do sistema financeiro. A esse ponto chegou o desenvolvimento do crédito, em grande medida para consumo suntuário, no país, o qual teve, como ponto de partida, as reformas empreendidas na gestão Campos-Bullhões, mas que foi levado a esse extremo, durante o longo período no qual a política econômica esteve sob o comando de Delfin Netto.

A ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA E A CONCENTRAÇÃO DO C.D.C. NOS BENS DURÁVEIS PESADOS

Há um aspecto na regulamentação do C.D.C. extremamente importante pelos seus efeitos econômicos, mas que vem sendo objeto de apreciações de caráter quase exclusivamente jurídico. Trata-se da questão das garantias nas operações do C.D.C. Cuidaremos aqui de observar os aspectos econômicos pertinentes ao assunto.

Antes de mais nada, é útil adiantarmos nosso ponto de chegada. Da solução proposta para o problema da garantia, derivaram duas conseqüências da maior relevância: a transição das financeiras para o novo esquema de crédito pôde se dar naturalmente, sem transtornos quanto a esse aspecto; e as operações do C.D.C. tenderam a se concentrar nos bens de consumo "pesados", em particular, no automóvel.

É útil, ainda, rememorarmos como vinham sendo garantidas as operações de crédito das financeiras, antes de aparecer o C.D.C. As financeiras tomavam como norma unir as operações ativas e passivas numa só operação "casada". Concediam aceites em letras de câmbio, cobrigando-se ao resgate na data do vencimento. Com isso, facilitavam a venda do título no mercado, mas, em contrapartida, expunham-se, dali a algum tempo, a ter de saldar um compromisso. Todavia, para a concessão do aceite, as financeiras exigiam em troca, do tomador do empréstimo, duplicatas e notas promissórias (entre outras garantias), com prazos de vencimento "casados" com o vencimento da letra de seu aceite. Garantiam, dessa forma, que as operações se tornassem auto-liquidáveis.

Este era o esquema de garantia típico de uma operação de aceite cambial, com vistas a financiar capital de giro. Era um esquema exitoso como já demonstravam anos de experiência. Mais do que isso, era um esquema até mesmo considerado rígido em demasia, pois pressupunha, previamente à concessão do financiamento, a concretização de uma operação real por parte da empresa financiada.¹

A Resolução nº 45, como se recorda, autorizou a intermediação pelas financeiras de operações de crédito para capital de giro em um montante não superior a 60% do total de suas operações. Relativamente a esta parcela, a Resolução nº 45 manteve o esquema tradicional de garantia, acrescentando que "o vencimento dos títulos cambiários entregues em garantia deverá anteceder o dos aceites cambiais respectivos, prevendo-se inclusive prazos adequados à liquidação da cobrança na praça ou fora dela".²

Restava, no entanto, o problema de como encontrar um esquema adequado para os restantes 40% dos empréstimos, que deveriam financiar diretamente o consumidor. Certamente, não era o caso de repetir o esquema antigo, pois só se adaptava bem às operações de crédito às empresas, que podiam oferecer em troca títulos representativos de operações reais ou de dívidas de terceiros, e não às operações com indivíduos, como as do C.D.C. Um desafio à "imaginação criadora" do governo, que, desta feita, saiu-se galhardamente, introduzindo uma novidade jurídica: a alienação fiduciária em garantia. Vejamos no que consiste a inovação, nas palavras de quem domina o jargão necessário:

A alienação fiduciária em garantia transfere ao credor o domínio resolúvel e a posse indireta da coisa móvel alienada, independentemente da tradição efetiva do bem, tornando-se o alienante ou devedor em possuidor direto e depositário com todas as responsabilidades e encargos que lhe incumbem de acordo com a lei civil

¹ Como se pode observar, tal esquema de garantia, pressupunha dado o valor da operação contratada na data de vencimento do contrato. Só assim as operações poderiam se auto-liquidar, mediante a entrega, por parte do financiado, de duplicatas e notas promissórias no valor da letra de câmbio. Ora, isso nos remete à tentativa de introdução da correção monetária a posteriori nos empréstimos por aceite cambial, pela qual o governo tanto batalhou. Na questão da garantia, a tentativa encontrou uma razão a mais para malograr, pois desestruturaria inteiramente o esquema vigente. Duplicatas de que valor garantiriam uma operação, cujo valor não se sabia previamente?

² Resolução nº 45 do Banco Central, de 30-12-1966, Art. 3.

e penal (...). Nas obrigações por ela garantidas, o comerciante vende o bem a terceiro, recebendo dele parte do preço e o restante de uma instituição financeira. O terceiro, proprietário do bem, mas devedor do saldo adiantado pela instituição financeira, transmite a esta o domínio do bem, conservando a sua posse a título precário até o pagamento total do débito. (...)

No caso de inadimplemento ou mora nas obrigações contratuais garantidas mediante alienação fiduciária, o proprietário fiduciário ou credor poderá vender a coisa a terceiros, independentemente de leilão, hasta pública, avaliação prévia ou qualquer outra medida judicial ou extra-judicial (...).¹

Não houve problemas de enquadramento no C.D.C. pelo lado da garantia. E isto deveu-se ao êxito alcançado pelo novo esquema:

Com o progressivo encaminhamento das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento para operações na faixa do crédito direto ao consumidor, a alienação fiduciária em garantia vem se revelando um instrumento adequado como garantia para essas operações e pode ser considerada como uma das mais felizes inovações trazidas ao Mercado Brasileiro de Capitais.²

É preciso, no entanto, qualificar este sucesso. A aceitação da alienação fiduciária como garantia, desde logo excluía uma série de bens das operações do C.D.C., pois certas condições deveriam ser necessariamente atendidas pelo bem, objeto do financiamento. Deveria existir um mercado de segunda mão desenvolvido para o bem; caso contrário, tornar-se-ia difícil sua revenda pela instituição financeira, na hipótese de inadimplemento ou mora. O valor unitário do bem não poderia ser muito baixo, a ponto de não compensar os custos judiciais e de revenda. Não poderia, ainda, ter um período de vida útil muito reduzido, pois se o tivesse, não se prestaria a servir da garantia numa transação a prazo. Não finda aqui a lista de exigências. O bem teria de ser de fácil identificação, e, para compensar os custos da abertura do crédito (o que envolvia, entre outras coisas, uma pesquisa a respeito do comprador), deveria possuir um valor unitário relativamente alto. Ora, a categoria de bens duráveis que preenchia tais condições era a de bens duráveis "pesados": geladeira, televisor, equipamento médico-hospitalar, etc., e, muito especialmente, o automóvel, que apresentava sobre os demais uma grande vantagem: a de que já se tinha desenvolvido um mercado de re-

¹ PROENÇA, João Antonio Gordilho de, *op. cit.*, pp. 154-155.

² *Id.*, *ibidem*, p. 155.

venda para veículos de segunda mão.

Desde o início, a produção da indústria automobilística do minou amplamente as operações efetuadas no âmbito do C.D.C. "Ao final de 1969", informa um artigo de *Conjuntura Econômica*, "pesquisa realizada pelo órgão de classe das financeiras paulistas indicava que quase 90% de suas operações eram destinadas a esta área".¹ Não temos razões para duvidar que antes do "final de 1969" a proporção correspondente a veículos fosse muito diferente da indicada na pesquisa da ACREFI, pelo menos no que diz respeito às financeiras paulistas, responsáveis na época por mais da metade do total dos financiamentos via C.D.C. concedidos no país.

Na verdade, ocorreu uma certa ampliação das alternativas de financiamentos pelo C.D.C., mas que só teve início nos anos 70.² Em fins de 1968, o governo havia permitido o financiamento à prestação de serviços pelo C.D.C., contudo limitou essas operações a apenas 5% do total das aplicações.³ Esse limite só veio a ser expandido quase dois anos depois, para 15% e, novamente um ano depois, para 20% e daí para 25%, em 1974.⁴ Com isso abriu-se uma nova frente de expansão para o C.D.C., principalmente no turismo.

Através de um outro conjunto de medidas, tomadas também a partir dos primeiros anos dos 70, criou-se "um campo inteiramente novo para as financeiras"⁵: o financiamento de bens duráveis (em particular de eletrodomésticos) de reduzido valor unitário, os quais "não eram até então financiados devido aos custos burocráticos da alienação fiduciária".⁶ Com a determinação governamental que dispensava da alienação fiduciária os bens de valor unitário não superior a cinco vezes o maior salário-mínimo do país⁷, teve início a abertura desse campo. Posteriormente, o limite de cinco salários-mínimos foi sendo ampliado: para 10 salários, no início de 1974, e para 20, em fins deste mesmo ano.⁸

¹ ALMEIDA, José Roberto N. de, *op. cit.*, p. 144.

² Em resposta a reivindicações das associações de classe das financeiras. Ver, a respeito, NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel de, *op. cit.*, pp. 41-47.

³ Resolução nº 103 do Banco Central, de 10-12-1968.

⁴ Resoluções nº 183, 197 e 274 do Banco Central, respectivamente de 24-11-1970, 30-11-1971 e 10-1-1974.

⁵ ALMEIDA, José Roberto N. de, *op. cit.*, p. 146.

⁶ *Id.*, *ibidem*, p. 146.

⁷ Resolução nº 198 do Banco Central, de 30-11-1971.

⁸ Resoluções nº 273 e 308 do Banco Central, respectivamente de 30-1-1974 e

Com a abertura dessas duas novas áreas, decresceu a participação do financiamento de automóveis.¹ Mas, é bom frisar, tal se deu nos anos 70, e, portanto, aquela volumosa soma de recursos mobilizada pelo C.D.C., logo no início de sua criação, reverteu integralmente em favor do financiamento da aquisição de automóveis e alguns outros bens duráveis de alto valor unitário.

* * *

Quais as repercussões dessa injeção maciça de recursos sobre os setores produtores desses bens, sobretudo sobre a indústria automobilística?²

Cabe assinalar, de início, que esses setores não se defrontavam, à época, com problemas de demanda corrente. Havia experimentado taxas altíssimas de crescimento no período 1957/1961. Mas, ao serem esgotados os impactos oriundos da implantação do bloco de investimentos previstos no "Plano de Metas" e uma vez ocupado o mercado inicial constituído pelas camadas de mais altas rendas, desaceleraram fortemente sua taxa de crescimento, ao tempo em que entrava em digestão a capacidade produtiva que se vinha instalando muito à frente da demanda corrente. Depararam-se assim, no início dos 60, com uma enorme margem de capacidade ociosa, mas não enfrentaram problemas de queda absoluta da demanda corrente. Pelo contrário, esta pôde ser mantida em nível elevado ao longo de toda a fase declinante do ciclo, salvo quando os cortes bruscos no gasto público e no financiamento corrente das empresas provocavam uma "crise de estabilização".

25-10-1974. Como pré-condição à dispensa da alienação fiduciária, aparece o aperfeiçoamento do Serviço de Proteção ao Crédito. Consultar, a respeito desse assunto, FONSECA, Herculano Borges da, *op. cit.*, p. 219.

¹ Neuhaus e Magalhães citam dados da ACREFI, mostrando como entre 1970 e 1973 decresceu a parcela correspondente a automóveis no total dos recursos liberados para o financiamento de bens duráveis. Após 1973, elevou-se novamente a proporção de veículos. Cf. NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel, *op. cit.*, p. 225.

² As observações que se seguem baseiam-se no trabalho da Prof. Maria da Conceição Tavares. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*, *op. cit.*, 1975. A autora, em suas apreciações, refere-se ao setor de bens duráveis de consumo considerado como um todo. Acharnos, contudo, serem perfeitamente cabíveis ao exame dos bens de consumo "pesados".

Tornava-se viável a manutenção do nível da demanda corrente e, até mesmo, a obtenção de um certo crescimento, desde que fosse preservada a desigualdade na distribuição da renda e desde que as empresas promovessem um maior esforço de vendas. A desigual distribuição da renda assegurava, num quadro geral de baixa renda média da população, a existência de um mercado consumidor de alto poder aquisitivo e de apreciável dimensão absoluta. Mercado que já havia sido ocupado na fase anterior e, portanto, o dinamismo que dele se poderia esperar restringia-se a uma reação defasada do crescimento do consumo capitalista em relação ao crescimento dos lucros, mantida a "propensão ao consumo". Por um aumento do esforço de vendas, por outro lado, podia-se elevar a "propensão ao consumo" das camadas de mais altas rendas. Esse aumento do esforço de vendas ensejou, principalmente entre as empresas do ramo automobilístico, uma forte competição, não em preços, mas por diferenciação de modelos, propaganda e facilidades de crédito ao consumidor.¹ Logrou-se assim acelerar a reposição de bens duráveis, mediante a troca mais frequente de modelos, bem como elevar o nível de consumo médio por família. Foi desse esforço de vendas que surgiram também esquemas de crédito ao consumidor, posteriormente desenvolvidos e aperfeiçoados pela reforma: diversas financeiras se especializaram no financiamento da venda de duráveis, algumas delas, inclusive, sendo fundadas pelas próprias empresas produtoras ou vendedoras (cabe lembrar o exemplo das financeiras controladas pelas montadoras de veículos) e foram organizados diversos consórcios de consumidores, pelas empresas produtoras e pela rede de revendedores, igualmente. "Tudo isto, no entanto", observa Conceição Tavares, "garantia apenas manter elevado o nível de demanda corrente, mas não era suficiente para sustentar o ritmo de crescimento do período anterior".²

O problema que se apresentava não era, pois, o de manter o nível da demanda corrente, mas sim o de como compatibilizar o

¹ O aumento do esforço de vendas podia ser compensado pela diminuição dos custos de salários e matérias-primas, de modo a não afetar as margens de lucro das empresas. Estas possuíam, e conseguiam conservar, um elevado poder de acumulação interna. (Ver TAVARES, Maria da Conceição, *op. cit.*, p. 157.)

² *Id.*, *ibidem*, p. 157.

ritmo de crescimento da demanda com o de expansão da capacidade produtiva e do potencial interno de acumulação das empresas desses setores. Nas palavras de Conceição Tavares :

Trata-se mais precisamente de um desajuste potencial, em sentido dinâmico, entre o ritmo de expansão da demanda e a capacidade interna de produção e de acumulação. Esta última, dadas as altas margens de lucro e de capacidade, estaria com tendência permanente a um excesso do potencial de acumulação frente à desaceleração da demanda.¹

Quanto à demanda, seu ritmo de expansão já teria sido levado ao máximo, com o aumento do esforço de vendas e a implementação de esquemas de crédito ao consumidor prévios à reforma. Mais além deste ponto, encontrava-se "freitada por razões estruturais, tanto do lado do ritmo de crescimento diferenciado das rendas, como do financiamento aos consumidores".² Mantidas essas condições, o que se poderia esperar era uma ocupação gradativa da capacidade ociosa e, a partir daí, a retomada dos investimentos de ampliação e reposição, mas a expansão se faria a uma taxa mais baixa do que a verificada na fase anterior.

Nesse sentido era um setor cujo comportamento tenderia a ajustar-se à taxa de expansão da economia através de um coeficiente de elasticidade — renda superior à unidade, mas que não deveria tornar a converter-se em um importante componente autônomo do crescimento, como o foi durante o período de substituição e expansão inicial.³

Todavia, o quadro começou a alterar-se rapidamente, após resolvida a "batalha contra o deságio". Já em 1967, a expansão dos empréstimos por aceite cambial se fez a uma elevada taxa e, no ano seguinte, promoveu-se a canalização de um volumoso montante de recursos para uso exclusivo do financiamento ao consumo de duráveis "pesados". Depois, com o prosseguimento da expansão do C.D.C. e com o processo de reconcentração da renda, diferenciando salários e ordenados, as mudanças "necessárias" da estrutura da demanda se completaram. Como resultado, abriu-se um novo ciclo em que os setores de bens de consumo durável assumiram a liderança do crescimento industrial, agora, em companhia

¹ TAVARES, Maria da Conceição, *op. cit.*, p. 160.

² *Id.*, *ibidem*, p. 159

³ *Id.*, *ibidem*, p. 160.

do setor de construção :

Foi necessário um esquema de financiamento que permitisse margens de endividamento crescentes das classes médias e posteriormente uma diferenciação dos salários e ordenados dos setores de "serviços funcionais" e nas grandes empresas industriais e financeiras para que, a partir de 1967, este mesmo setor voltasse a crescer com mais força (20% ou 30% ao ano) e passasse a ser, junto com o setor de construção, o setor líder do crescimento industrial.¹

¹ *Id.*, *ibidem*, p. 161. Em seu último trabalho, a autora desenvolve sua interpretação para o período mais recente do movimento da industrialização brasileira. Nele, reafirma que "os setores de bens de consumo duráveis são os setores por excelência na dinâmica da industrialização recente. Não apenas são os que comandam a recuperação do crescimento industrial (entre 1967-70), mas também são os que permitem a aceleração da taxa de acumulação no auge (1970-73)". (TAVARES, Maria de Conceição, *op. cit.*, 1978, p. 77.

CONCLUSÕES

Foram quatro os "momentos" selecionados para exame da política reformista na área das financeiras: o extermínio do mercado paralelo, a tentativa de substituir o deságio pela correção a posteriori, o esforço de redução do diferencial entre as taxas de aplicação e de captação das financeiras e, por fim, a criação e o desenvolvimento de um esquema de crédito ao consumidor — o C.D.C..

No exame de cada um deles extraímos várias conclusões referidas a seu respeito exclusivamente. Porém, em não raras ocasiões, verificamos que certas conclusões particulares possuíam um alcance mais amplo do que o âmbito setorial estrito a que se referiam. Com efeito, nesses casos, verificamos que elas poderiam ainda fornecer valiosos subsídios ao entendimento dos descaminhos do projeto liberal de reformulação do sistema financeiro, tomado como um todo. Tanto as principais conclusões relativas ao "âmbito estrito", quanto as que abrangem o "âmbito mais geral", são abaixo resumidas.

As razões da crise do mercado paralelo foram apontadas no Capítulo 3. Elas não derivaram da aplicação da política reformista, que neste particular revelou-se bastante tímida, mas sim da própria dinâmica desse mercado, em aliança aos efeitos que foram decisivos de uma "crise de estabilização" provocada pela política econômica de cunho "conjuntural" em 1965. A crise do mercado paralelo teve importantes conseqüências, em particular, sobre a letra de câmbio, propiciando um notável crescimento da venda do título. O mercado de letras, a partir daí, deixou de ser aquele "mercado atrofiado" a que se referiam os diagnósticos oficiais, ganhando dimensão apreciável, contrariamente ao desejo expresso pelos condutores da política econômica. Esta sofre, portanto, com o episódio da crise do mercado paralelo, seu primeiro revês.

A "batalha contra o deságio" patrocinada pelo governo com vistas a substituir o deságio — uma criatura do passado, acusado pela nova administração de inflacionário — pela correção

a posteriori — criação da "imaginação reformista" e não-inflacionária —, foi o assunto desenvolvido no Capítulo 4. Acompanhamos todas as suas etapas, desde uma fase inicial — caracterizada por uma estratégia de política econômica fundamentada no diagnóstico de um "mercado atrofiado" de letras de câmbio — até a derrota final do propósito do governo, após este ter tentado durante o ano de 1966 várias experiências, reconhecidas por um de seus principais assessores na época, como "infelizes". Fracassaram tanto o esquema especial de crédito instituído pela Resolução nº 21 — que nada mais sucitou além de especulações com títulos públicos e moedas estrangeiras (a chamada "operação 310") —, quanto a tentativa de fixação de um limite máximo de correção à letra de câmbio e nos empréstimos mediante aceite cambial. A permanência do deságio significou não apenas uma derrota contundente em uma meta prioritária de política econômica setorial, mas também, dentro dos princípios doutrinários que norteavam o pensamento oficial, implicou num grave empecilho à implementação da política de combate à inflação, a meta maior, diga-se de passagem, da política econômica daqueles tempos. Mais ainda. A correção posfixada, concebida originariamente para vencer a inércia de um sistema econômico distorcido pelo "passado inflacionário", foi, de início, aplicada com cautela, evitando-se, para citar um exemplo ilustrativo, sua introdução em operações financeiras com prazos inferiores a um ano. Sabemos, contudo, não ser possível circunscrever tal regra a algumas manifestações do capital apenas. A permanência do deságio, embora vestindo a roupagem que lhe deram, de "correção monetária prefixada", mas preservado em sua essência, impôs a aceitação por parte dos condutores da política econômica de um complemento seu: prazos mais curtos na aplicação do princípio. Impôs também a aceitação por parte daqueles mesmos formuladores de um peculiar sistema de indexação financeira, que não exatamente era o que pretendiam: um "sistema misto", favorecedor de manobras financeiras especulativas, e no qual convivem, até os dias de hoje, lado a lado, o novo e o velho: a correção posfixada e o deságio.

O objetivo de redução do diferencial entre as taxas nominais de juros de aplicação e de captação das financeiras foi discutido no Capítulo 5. Mostramos como esse objetivo, embora ao

nível dos diagnósticos oficiais tivesse ganho alta prioridade — pois dele dependeria o desenvolvimento do setor, até aquele momento "atrofiado" em virtude do excessivo diferencial —, somente ganhou destaque no plano concreto da condução da política econômica, após ter fracassado a tentativa de substituição do deságio. Concluimos que, quando aí aplicada efetivamente, a política econômica obteve imediato êxito com o diferencial encurtando-se substancialmente, o que se refletiu na redução, igualmente substancial, do "custo nominal do dinheiro". Cabe salientar, contudo, que tal diminuição da diferença entre as taxas, não se processou com respeito aos princípios liberais apregoados. Na realidade, não foi pela promoção de um mercado mais competitivo ou por uma maior eficiência na intermediação financeira, como ditavam aqueles princípios, que o diferencial reduziu-se. Mas, até certo ponto, pelo contrário, o diferencial caiu em seguida a um aumento no grau de concentração no setor, em grande medida causado, paradoxalmente, pela política econômica do governo, que assim demonstrou sua impotência em respeitar os próprios princípios que a norteavam. Há ainda um ponto a salientar com respeito à meta de redução do diferencial: seu êxito não assegurou que os objetivos últimos pretendidos pela política econômica fossem alcançados. Vale dizer, embora efetivamente a diferença entre as taxas nominais tivesse caído, disto não decorreu nem a redução substancial do "custo real do dinheiro", nem a melhoria do rendimento real auferido pelo "poupador", objetivos últimos não sô da política econômica para a área das financeiras, mas do projeto de reformulação financeira em geral.

Essa história de algumas vitórias e muitas e retumbantes derrotas perseguiu a política econômica, mesmo quando esta voltou sua atenção à criação daquilo que viria constituir seu maior êxito: o C.D.C..

Em fins de 1966, e convencido afinal de que não conseguiria substituir o deságio, o governo procurou restringir os efeitos inflacionários, que, segundo sua avaliação, estariam embutidos no mecanismo do deságio. Criou o C.D.C. na tentativa de "isolar" tais efeitos ao "fim da linha", representado pelo consumidor. Mas o que de fato se engendrou com o C.D.C. foi uma frente extremamente dinâmica de acumulação financeira e de crescimento dos setores produtores de bens duráveis de consumo (em particu-

lar, dos bens duráveis "pesados"), que, assim, se habilitarão a, juntamente com o setor de construção civil, liderar a recuperação e a seguir o auge de um novo ciclo expansivo. Recorrendo à sabedoria popular, "atirou no que viu; acertou no que não viu".

Não foram poucas as conseqüências do deslocamento das financeiras para o crédito direto ao consumidor. Ao nível do projeto original de compartimentalização do sistema financeiro, com tal deslocamento, abria-se uma lacuna: não eram as SCFI que deveriam ocupar a faixa do mercado de crédito compreendida entre os bancos comerciais — tradicionais supridores do crédito de curto prazo — e os bancos de investimento — criados para suprirem os recursos a prazos superiores a um ano e para financiar os investimentos? Mostramos no Capítulo 6 como desta mudança com relação ao projeto original e a conseqüente abertura de uma lacuna no mercado de crédito, foi a política econômica levada a adaptar às novas condições as normas legais que haviam sido estabelecidas com respeito ao projeto original. Disto resultaram alterações no marco legal ainda na gestão Campos-Bulhões, que favoreceram tanto a "conglomerção financeira" (onde marcaram presença os velhos bancos comerciais), quanto a especialização dos bancos de investimento no crédito para capital de giro, ao invés das operações de longo prazo. Cabe lembrar que ambas as tendências coadunavam-se perfeitamente com o projeto de "Das Finanzkapital" alimentado pelo comando da administração seguinte, e, por isso, foram elas, conscientemente, levadas a um extremo. Mas, para o projeto original de cunho liberal à la City, formulado pela dupla, marcavam o seu total descaminho.

* * *

Se tivéssemos que resumir em uma frase o desempenho da política econômica reformista na área das financeiras e seu desenlace final no C.D.C., diríamos que se tratou de uma sucessão de fracassos que redundou em um grandioso êxito, este representado pelo C.D.C.. A síntese pode parecer paradoxal e contraditória em seus próprios termos. Mas, parafraseando Kalecki, não é ela em si que é paradoxal e contraditória, e sim nosso objeto de estudo: os rumos que trilhou uma política econômica que julgando tudo poder realizar, pois amparada por um regime autoritário, teve de submeter-se ao que poderíamos chamar a "pedagogia do real".

BIBLIOGRAFIA

- ALMEIDA, José Roberto N. de. Financeiras - Em Elevada Expansão. *Conjuntura Econômica*, 27 (9) : 144-149, set. 1973.
- ANÁLISE E PERSPECTIVA ECONÔMICA, 5 (98), 5-6-1966.
- ANÁLISE E PERSPECTIVA ECONÔMICA, 5 (100), 5-7-1966.
- ANÁLISE E PERSPECTIVA ECONÔMICA, 5 (111), 20-12-1966.
- APEC. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*. Rio de Janeiro, Apec, jul. 1966.
- APEC. *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*. Rio de Janeiro, Apec, jul. 1967.
- BALANÇO, 2 (2), set. 1978.
- BANAS. *Anuário de Bancos*. São Paulo, Banas, 1961.
- BANAS. *Bancos, Bolsas e Investimentos*. São Paulo, Banas, 1964.
- BANAS. *Bancos, Bolsas e Investimentos*. São Paulo, Banas, 1966.
- BANAS. *Investindo Para o Brasil*. São Paulo, Banas, 1966.
- BANAS. Maior Capital, Maior Aceite? In: BANAS. *Brasil Financeiro*. São Paulo, Banas, 1968, pp. 108-115.
- BANAS. *Brasil Financeiro*. São Paulo, Banas, 1968.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1965. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 2 (2), fev. 1966.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1966. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 3 (2), fev. 1967.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1967. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 4 (2), fev. 1968.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório 1969. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 6 (2), fev. 1970.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Haveres Financeiros : 1946-73. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 10 (1) : 3-11, jan. 1974
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado (Não-Financeiro) - Por Emprestadores Finais - 1963-75. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 12 (12) : 2-9, dez. 1976.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*, 13 (12), dez. 1977.
- BEHRENS, Alfredo. O Papel dos Bancos de Investimento Como Instituições de Crédito a Longo Prazo. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 4 (10) : 123-133, jan./abr. 1978.

- BIELSCHOWSKY, Ricardo Alberto. *Bancos e Acumulação de Capital Na Industrialização Brasileira - Uma Análise Introdutória (1935/1962)*. Brasília, Tese de Mestrado, UnB, 1975, mimeo.
- BULHÕES, Octávio Gouveia de. *À Margem de Um Relatório*. Rio de Janeiro, Ed. Financeiras, 1950.
- BULHÕES, Octávio Gouveia de. A Luta Contra a Inflação. *Digesto Econômico*. Rio de Janeiro, 20 (183) : 24-29, mai./jun. 1965.
- CAILLAUX, Elisa Lustosa. *Ordenamento Jurídico do Mercado de Capitais: Um Estudo de Formação de Política*. Rio de Janeiro, IUPERJ, 1977, mimeo.
- CAMPOS, Roberto de Oliveira. *O Governo, a Moeda e o Tempo*. Rio de Janeiro, Apec, 1964.
- CAMPOS, Roberto de Oliveira. Os Resultados Financeiros de 1966. *Estudos Econômicos Brasileiros*, (2) : 143-146, 1968.
- CAMPOS, Roberto de Oliveira. *Do Outro Lado da Cerca*. Rio de Janeiro, Apec, 1968.
- CENTRO CEPAL/BNDE. *Brasil 66 : A Evolução Recente da Economia Brasileira*. Campinas, DEPE, s.d., mimeo.
- CHRISTOFFERSEN, Leif E. Taxas de Juros e a Estrutura de Um Sistema de Bancos Comerciais em Condições Inflacionárias. *Revista Brasileira de Economia*, 26 (2) : 5-34, abr./jun. 1969.
- COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA (CEPAL). O Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina. In: SERRA, José (coord.). *América Latina: Ensaios de Interpretação Econômica*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1976, pp. 108-149.
- CIBULARES, Maurício. *Jogo Aberto*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1971.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Companhias de Investimento no Brasil. *Conjuntura Econômica*, 7 (6) : 45-51, jun. 1953.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Retrospecto de 1965. *Conjuntura Econômica*, 20 (2), fev. 1966.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. A Nova Lei do Mercado de Capitais e a Resolução nº 21 do Conselho Monetário Nacional, 20 (3) : 9-12, mar. 1966.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Moeda, Crédito e Mercado de Capitais - 1960/1969. *Conjuntura Econômica*, 24 (1) : 73-82, jan. 1970.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Sociedades Financeiras - O Crédito Direto ao Consumidor. *Conjuntura Econômica*, 25(4) : 75-78, abr. 1971.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Os Bancos de Investimento. *Conjuntura Eco*

- nômica, 25 (4) : 82-100, abr. 1971.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. O SBPE e o Mercado de Capitais. *Conjuntura Econômica*, 25 (4) : 138-140, abr. 1971.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Suplemento Especial - Estatísticas Básicas de 27 Anos de Economia Brasileira. *Conjuntura Econômica*, 29 (1) : 63-122, jan. 1975.
- CONTADOR, Cláudio Roberto. *Mercado de Ativos Financeiros no Brasil (Perspectiva Histórica e Comportamento Recente)*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- COSTA, Fernando Nogueira. *Bancos em Minas Gerais (1889 - 1964)*. Campinas, Tese de Mestrado, 1978, mimeo.
- DAIN, Sulamis. *Industrialização e Financiamento no Brasil - Notas Sobre a Experiência Recente*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971, mimeo.
- DAIN, Sulamis. *Mudanças nos Padrões de Financiamento no Desenvolvimento Brasileiro Recente*. Santiago, Tese de Mestrado, ESCOLATINA, 1973, mimeo.
- DELFIN NETTO, Antonio. Linhas Mestras da Política Econômica. In: APEC, *A Economia Brasileira e Suas Perspectivas*. Rio de Janeiro, Apec, jul. 1967, pp. 87-89.
- EIZIRIK, Nelson Lacks. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.
- ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA). *Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais; Diagnóstico Preliminar para o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social*. Rio de Janeiro, EPEA, 1966.
- O ESTADO DE SÃO PAULO. *Finanças, 12 Anos Depois. O Estado de São Paulo*, 3 a 6-3-1977.
- FERREIRA, Edésio Fernandes. *A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil*. In: *Política Monetária e Dívida Pública*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974, pp. 279-400.
- FONSECA, Herculano Borges. *As Instituições Financeiras do Brasil*. Rio de Janeiro, CROWN, s.d..
- FONSECA, Jairo S. da e SANVICENTE, Antonio Z.. *A Concentração do Sistema Bancário Comercial Brasileiro*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 3 (9):433-455, set./dez. 1977.
- FONTENELE, Leopoldo C.. *Mercado Brasileiro de Títulos*. Fortaleza, BNB, 1961.

- GALVÊAS, Ernane. *Brasil: Desenvolvimento e Inflação*. Rio de Janeiro, Apec, 1976.
- GAMBOA, Roberto de. *Desenvolvimento Financeiro Recente e Fontes Externas das Empresas*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1971, mimeo.
- KAMPEL, Luiz Cezar. *Sistema Financeiro da Habitação*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- KEYNES, J. M. . *Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro*. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1970.
- LESSA, Carlos. *Quinze Anos de Política Econômica*. Campinas, s.d., mimeo.
- LEVY, Maria Bárbara. O Capital Usurário e o Capital Financeiro. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 3(7): 47-71, jan./abr. 1977.
- LEVY, Samuel. Financiamento Direto ao Consumidor. *Revista de Administração de Empresas*, 7(25) : 137-154, dez. 1967.
- MARX, Karl. *O Capital*. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1975.
- MEDEIROS, Carlos Aguiar. *O Papel do Setor Financeiro nas Economias Industrializadas e Semi-Industrializadas*. Rio de Janeiro, Tese de Mestrado, COPPE, 1977.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. *Programa de Ação Econômica do Governo - 1964-1966 - Síntese*. Rio de Janeiro, EPEA, Documentos EPEA nº 1, 1964.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. *O Programa de Ação e as Reformas de Base*. Rio de Janeiro, EPEA, 1965, 2v.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA. *Política Monetária e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, MINIPLAN (Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Aspectos Macroeconômicos, t.2, v.2), 1967.
- NESS Jr., Walter L.. *A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.
- NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel de. *Crédito ao Consumidor (Uma Análise Econômica)*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1976.
- PEREIRA, José Eduardo de Carvalho. *Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa nº 27, 1974.
- PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições Financeiras Privadas*. Rio de Janeiro, Forense, 1973.
- PROENÇA, João Antonio Gordilho. *Reformas do Mercado de Capitais*

- 1964-1969. In: WALD, Arnaldo (org.). *O Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, APEC, 1970, pp. 75-172.
- PROENÇA, João Antonio Gordilho e ROCHA, João Pedro G. da. Situação Atual do Mercado de Capitais no Brasil. In: WALD, Arnaldo (org.). *O Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, APEC, 1970, pp. 221-265.
- RANGEL, Ignacio. *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro, Ed. Tempo Brasileiro, 1963.
- RIBEIRO, Benedito e GUIMARÃES, Mario Mazzei. *História dos Bancos e do Desenvolvimento Financeiro do Brasil*. Rio de Janeiro, PRÓ-SERVICE, 1967.
- ROCHA, Helio Soares da e ANDRADE, João Paulo V.. As Letras de Câmbio e as Financeiras. In: HESS, Geraldo (org.). *Finanças e Mercado de Capitais no Brasil*. Rio de Janeiro, Forum, 1971, pp. 143-154.
- ROCHA, João Pedro G. da et alii. Fluxo de Fundos na Economia Brasileira - 1959/1969 - Estudo Preliminar. In: *Boletim do Banco Central do Brasil*, 9(1) : 1-27 e Anexo Estatístico, jan. 1973.
- SAMPAIO, Renato. *Financeiras - A Experiência Brasileira*. Belo Horizonte, Ed. Comunicação, 1979.
- SILVA, Eronides. Sociedades de Crédito e Financiamento. In: *Boletim do Banco Central do Brasil*, 3(12) : 7-12, dez. 1967.
- SILVA, Maria da Conceição. *A Dívida do Setor Público Brasileiro: Seu Papel no Financiamento dos Investimentos Públicos*. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa nº 32, 1976.
- SIMONSEN, Mário Henrique (coord.). *O Mercado Brasileiro de Capitais*. Rio de Janeiro, EPEA, Documentos EPEA nº 2, 1965.
- SIMONSEN, Mário Henrique. *Inflação: Gradualismo x Tratamento de Choque*. Rio de Janeiro, Apec, 1970.
- SIMONSEN, Mário Henrique e CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Liv. José Olympio, 1974.
- SIMONSEN, Mário Henrique. A Imaginação Reformista. In: - - - e CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Nova Economia Brasileira*, Rio de Janeiro, Liv. José Olympio, 1974, pp. 119-150.
- SIMONSEN, Mário Henrique e CAMPOS, Roberto de Oliveira. *Formas Criativas no Desenvolvimento Brasileiro*. Rio de Janeiro, Apec, 1975.
- SIMONSEN, Mário Henrique. O Sistema Bancário Brasileiro. In: GUDIN, Eugenio. *Princípios de Economia Monetária*. Rio de Janeiro,

- Agir, 1976, v.1, pp. 279-301.
- SUZIGAN, Wilson *et alii*. *Financiamento de Projetos Industriais no Brasil*. Rio de Janeiro, IPEA, Col. Relatório de Pesquisa nº 9, 1972.
- TAVARES, Maria da Conceição. *Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente*. In: - - - *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1973, pp. 209-263.
- TAVARES, Maria da Conceição. *Notas Sobre o Problema do Financiamento Numa Economia em Desenvolvimento*. In: - - - *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro, Zahar, 1973, pp. 127-152.
- TAVARES, Maria da Conceição. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Rio de Janeiro, Tese Livre-Docência, UFRJ, 1975, mimeo.
- TAVARES, Maria da Conceição. *Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Tese Professor Titular, UFRJ, 1978, mimeo.
- TAVARES, Miguel D.F. *Bancos de Investimento (Estrutura e Funcionamento)*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- VIDIGAL, Gastão Eduardo de Bueno. *O Sistema Bancário Brasileiro, Ontem, Hoje e Amanhã*. São Paulo, [s.ed.], 1973.