

# A ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO BRASILEIRA E A OFERTA DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO AO INVESTIMENTO

VANESSA PETRELLI CORRÊA

Tese apresentada ao Instituto de  
Economia da UNICAMP como parte  
dos requisitos para obtenção do  
Doutorado.

Orientação:

Prof. Dr. Luis Carlos Mendonça de Barros

Campinas, 1995

Este exemplar corresponde ao original da  
tese defendida por Vanessa Petrelli Corrêa  
em 09/08/96 e orientada pelo Prof. Dr. Luis Carlos  
Mendonça de Barros  
096/IE, 09/08/96



UNIDADE	70C
N.º CHAMADA:	UNICAMP
	C817E
V.	Ex.
TOMBO BC/	28853
PROC.	663/96
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	88,11,00
DATA	29/10/96
N.º CPD	

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

C817e Corrêa, Vanessa Petrelli  
A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento / Vanessa Petrelli Corrêa.  
-- Campinas, SP : [s.n.], 1996.

Orientador : Luís Carlos Mendonça de Barros.  
Tese ( Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Financiamento. 2. Investimentos - Financiamento - Brasil.  
I. Barros, Luís Carlos Mendonça de. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

- À minha avó Haydée, por sua visão otimista da vida,

- À minha mãe, por ter me ensinado e dado o testemunho de que o amor é o mais importante,

- Às minhas filhas, Camilla e Carina, por me darem a dimensão de mim mesma.

A estas mulheres de minha vida, dedico este trabalho e o meu futuro como mulher.

## Agradecimentos

O trabalho que envolve a confecção de uma tese é extremamente solitário e o produto final é resultado de um grande esforço individual. No entanto, influências, discussões, estímulos, pequenos gestos, não podem ser esquecidos quando a investigação se encerra e temos a coragem de admitir que o trabalho está pronto para ser apresentado.

Neste sentido, a praxe de tecer agradecimentos não só é justa, como também nos permite relembrar a trajetória que tornou possível a concretização desse objetivo.

Em primeiro lugar, quero agradecer à minha família. À meus sogros, irmãos e cunhadas, por torcerem junto comigo e esperarem ansiosos pelo término deste trabalho. À minhas filhas, pela paciência e compreensão nos momentos de cansaço e nervosismo. À meus pais, pelo contínuo amor, pelo apoio nas horas de necessidade e pelo legado que me deixaram, a minha educação. Graças a eles hoje estou defendendo uma tese de doutorado num país em que grande parte das crianças sequer termina o primeiro grau.

Quero também tecer um agradecimento especial ao meu orientador Luis Carlos Mendonça de Barros, por sua constante disponibilidade, atenção e afabilidade. Seu conhecimento profundo acerca do funcionamento dos mercados financeiros, não só foi capaz de indicar o caminho básico a ser seguido nesta tese e de levantar importantes considerações, como também me deu tranquilidade para seguir tratando de temas que exigem o conhecimento de um expert no assunto. Sua influência foi, sem dúvida, decisiva!

Não posso deixar de lembrar de todos os meus colegas do Departamento de Economia da Universidade Federal de Uberlândia que, em acertado esforço conjunto, apostaram num projeto de capacitação docente, que já está dando bons frutos. Agradeço pela oportunidade e pelas condições de trabalho, salientando ainda que as reflexões expressas nessa tese são fruto discussões de um grupo

de professores, dentre os quais cito José Rubens Damas Garlipp, Antônio Cezar Ortega, Niemeyer Almeida Filho, Paulo Gomes, Heládio Lemes e Mario José de Lima. Todos são amigos e companheiros de debate a quem muito admiro.

Pelos pequenos grande gestos, que demonstram o carinho por mim, vai o meu pensamento para Lillian, por sua dedicação quando estive no Banco Central; para Neida, pelo enorme trabalho de correção de português; para Cleide Herminia, por me ajudar na datilografia dos momentos finais; para Ana, minha secretária na Coordenação do Curso de Economia da UFU, por me aguentar; para Irene e Cleide, por cuidarem tão bem de minha casa e de minhas filhas; para minhas amigas Ana Alice e Tereza, por entenderem os meus momentos de ausência.

Fecho estes agradecimentos dirigindo-me a meu marido Niemeyer. Agradeço por TUDO. Pelo amor, pelo apoio, pela dedicação, pelo trabalho profissional conjunto, pela cumplicidade, pela admiração mútua etc, etc, etc. Acredito que só quem vive todos estes aspectos conjuntamente é capaz de entender o sentido amplo da palavra "companheirismo".

## Sumário

**Tabelas**

**Quadros**

**Introdução .....1**

### **Capítulo I**

**Aspectos teórico-metodológicos sobre o financiamento do investimento .....5**

1.1. O crédito comercial .....6

1.2. O crédito de capital .....9

1.2.1. O conceito.....9

1.2.2. Hilferding, o conceito de capital ocioso e o oferecimento de crédito de capital.....10

1.2.3. Keynes e o finance .....14

1.2.4. A complexidade dos contratos de financiamento que envolvem bens de grande porte, duráveis e indivisíveis.....23

1.3. Keynes e a forma típica de financiamento do investimento.....26

1.3.1. A relação finance/funding .....26

1.3.2. As condições de estabilidade e a estrutura de financiamento implícitas ao modelo keynesiano.....29

1.3.3. A compatibilidade da estrutura de financiamento americana da década de 30 a 60 com a forma típica de financiamento ao investimento .....36

1.4. Os limites da estrutura de financiamento implícita em keynes.....	46
1.4.1. Bretton Woods e sua organização institucional - as condições de estabilidade vigentes no pós-II Guerra e o movimento para sua superação .....	47
1.4.2. A generalização do grande potencial de instabilidade e a globalização dos mercados financeiros.....	56
1.5. A redução dos custos de transação e o aumento da liquidez de ativos e passivos financeiros - A ruptura das hipóteses keynesianas e a necessidade de requalificação de conceitos .....	64
1.6. A organização institucional e os principais determinantes das estruturas de financiamento.....	80

## **Capítulo 2**

<b><i>O padrão de desenvolvimento e a conformação da estrutura de financiamento brasileira .....</i></b>	<b>86</b>
2.1. A estrutura de financiamento no período de transição.....	89
2.1.1. A estrutura básica do Sistema Financeiro na fase de transição .....	89
2.1.2. Questões sobre a demanda de financiamento por parte do setor privado .....	91
2.1.3. Considerações sobre as opções de aplicação para o setor privado .....	95
2.1.4. A demanda de crédito de longo prazo e a estrutura de financiamento.....	97
2.2. O BNDE e seu papel no período de transição - a especificidade de sua conformação inicial.....	102
2.2.1. Análise das fontes e aplicações de recursos.....	104
2.2.2. Levantamento das condições de financiamento .....	109
2.2.3. Análise das operações do BNDE para estes anos .....	111
2.3. A adequação do sistema financeiro vigente a esta fase de transição e suas características fundamentais.....	114
2.3.1. A solidariedade entre Estado e capital privado.....	114
2.3.2. A relação inflação/lucratividade.....	115
2.4. O “salto qualitativo” - a mudança da estrutura de investimento sem a modificação nas estruturas de financiamento e distribuição .....	119
2.4.1 . A modificação da estrutura de investimento.....	119

2.4.2. A “não modificação” da estrutura de financiamento.....	120
2.5. O BNDE e a integração com o Plano de Metas .....	123
2.5.1. Análise das fontes e aplicações de recursos .....	123
2.5.2 . Análise da operação do Banco no período considerado.....	127
2.6. A “inadequação” da estrutura de financiamento aos novos requerimentos da acumulação.....	129

### **Capítulo 3**

#### ***A estrutura de financiamento do novo Padrão de Acumulação.....136***

3.1. A organização da estrutura de financiamento do novo padrão de acumulação - A Reforma e suas propostas.....	136
3.1.1. A proposta de reforma do sistema/ Cópia da estrutura de financiamento norte-americana.....	138
3.1.2. O ataque à influência inflacionária dentro do Sistema Financeiro.....	141
3.2. A efetiva configuração da estrutura de financiamento - Os descaminhos da Reforma... 143	
3.2.1. A impossibilidade de efetivação da proposta / a crítica ao diagnóstico.....	143
3.2.2. Os descaminhos da Reforma.....	152
3.3. Uma análise da estruturas de financiamento entre a Reforma e o II PND - o período de pleno funcionamento do padrão de desenvolvimento .....	157
3.3.1. A estrutura básica de contas dos intermediários financeiros.....	159
3.3.2. Traços marcantes do BNDES no período da retomada e do milagre brasileiro.....	168
3.3.3. Balanço da estrutura de financiamento no período.....	177

### **Capítulo 4**

#### ***A desarticulação do padrão de desenvolvimento: rebatimentos sobre a estrutura de financiamento.....187***

<b>4.1. A estrutura de financiamento e seu ajustamento face à desaceleração.....</b>	<b>187</b>
4.1.1. A estrutura de financiamento até o final da década de 70.....	187
4.1.2. A estrutura de financiamento a partir dos anos 80.....	195
<b>4.2. O BNDES e o II PND - Análise de su papel e indicação de sua atuação posterior.....</b>	<b>200</b>
4.2.1. Análise do comportamento operacional do BNDES .....	202
4.2.2. A correção monetária parcial / o comprometimento dos financiamentos do BNDEs e os caminhos de sua atuação posterior.....	210
 <b>Resumo das conclusões e discussões em andamento.....</b>	<b>233</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>246</b>

## **Tabelas**

### **Capítulo 1**

Tabela I-1- Composição do ativo dos Bancos Comerciais .....	40
Tabela I-2- Balancete Consolidado dos Bancos americanos membros do FED..	42
Tabela I-3- Depósitos ajustados dos Bancos Comerciais americanos.....	44
Tabela I-4- Bancos Com.: Ativos totais, títulos governamentais e emp.....	52
Tabela I-5- Investimento americano e fontes internas de fundos.....	53
Tabela I-6- Dívidas liq. públ. e priv. em relação ao FNB.....	55

### **Capítulo 2**

Tabela II-1- Balancete consolidado do Sist. Fin. - ATIVO.....	90
Tabela II-2- Balancete consolidado do Sist. Fin. - PASSIVO.....	90
Tabela II-3- Balancete consolidado dos Bancos Comerciais - ATIVO.....	92
Tabela II-4- Balancete consolidado dos Bancos Comerciais - PASSIVO.....	93
Tabela II-5- Fontes de Recursos do BNDE .....	105
Tabela II-6- Operações em Moeda Nacional - por modalidade de op.....	106
Tabela II-7- Particip. das op. aprov. pelo BNDE em moeda nacional....	107
Tabela II-8- Op. aprovadas em moeda nacional e estrangeira.....	108
Tabela II-9- Taxas de Juros cobradas pelo BNDE - 52/60.....	109
Tabela II-10- Emp. do Sist. Bancário em relação ao PIB.....	122
Tabela II-11- Particip. das op. aprov. do BNDE em moeda nacional....	125
Tabela II-12- Comparação das taxas de juros dos Bancos of. e priv.....	129

### **Capítulo 3**

Tabela III-1- Emp. do Sis. Fin. ao setor privado .....	138
Tabela III-1- Haveres fi. - participação das modalidades.....	139
Tabela III-3- Principais Haveres fin -67/73- txas de cresc. real.....	150
Tabela III-4- Balancete cons. dos Bancos Com. - PASSIVO.....	151
Tabela III-5- Balancete cons. dos Bancos de I - PASSIVO .....	153
Tabela III-6- Empréstimos ao Setor Privado / tx de cresc. ....	154
Tabela III-7- Emp. Sist. Fin. ao Setor privado/ participação.....	155
Tabela III-8- Balancete cons. dos Bancos Com. - ATIVO .....	155
Tabela III-9- Encaixes volunt. dos Bancos Comerciais.....	157
Tabela III-10- Part. dos Encaixes em em tit. sobre os enc. comp.....	157
Tabela III-11- Estrutura de recursos do BNDES (66/71).....	169
Tabela III-12- Fontes de Recursos do BNDES.....	170
Tabela III-13- Relações entre emp. BNDE, emp. B. Com. e PIB .....	171
Tabela III-14- Emp. ofertados ao Setor privado .....	171
Tabela III-15- Evolução das colaborações aprovadas pelo BNDE.....	173

**Capítulo 4**

Tabela IV-1- Haveres financeiros (74/80).....	189
Tabela IV-2- Haveres fin. taxas médias de cresc (74/80) .....	190
Tabela IV-3- Balancete cons. Bcos Com. OF - PASSIVO .....	191
Tabela IV-4- Balancete cons. Bcos Com. priv. - PASSIVO .....	191
Tabela IV-5- Bcos de I. - Balancete Consolidado- PASSIVO.....	191
Tabela IV-6- Emp. ao Setor priv. (74/80)- taxas de cresc.....	192
Tabela IV-7- Balancete cons. Bcos Com. oficiais - ATIVO .....	198
Tabela IV-8- Balancete cons. Bcos Com. privados - ATIVO .....	198
Tabela IV-9- Balancete cons. Bcos Múltiplos - ATIVO.....	198
Tabela IV-10- Balancete cons. Bcos Múltiplos - PASSIVO.....	200
Tabela IV-11- Emp. do sit. fin. ao Setor Privado.....	201
Tabela IV-12- Evolução dos Recursos mobilizados pelo BNDES.....	203
Tabela IV-13- Composição das Fontes de Recursos.....	203
Tabela IV-14- Volume de Recursos - FBKF .....	204
Tabela IV-15- BNDES-Operações aprovadas por programas.....	207
Tabela IV-16- BNDES- Desembolsos segundo programas.....	208
Tabela IV-17- Desembolsos pelo Sistema BNDE - Atuação setorial.....	208
Tabela IV-18- Valor das operações aprov. para apoio à cap. empresas..	209
Tabela IV-19- SISTEMA BNDE - Indicadores gerais de desempenho.....	209
Tabela IV-20- Desembolsos e prest. de gar. do Sist. BNDE/ FBKF.....	210
Tabela IV-21- Dados de indexadores em\$ acumulado- ano.....	217
Tabela IV-22- Financ. com correção monetária parcial.....	218
Tabela IV-23- Benef. nas amort. dos contratos sob o DL 1452 E 1679...218	
Tabela IV-24- Concentração dos Benef. por setor de atividade.....	219
Tabela IV-25- Concentração dos Benef. por projeto.....	220

**Quadros****Capítulo 2**

Quadro II-1- Taxas de cresc. real das fontes de recursos do BNDE.....	105
Quadro II-2- Operações de aval do BNDE.....	109
Quadro II-3- Taxas de cres. op. aprov. pelo BNDE.....	126

**Capítulo 4**

Quadro IV-1- Modalidades operacionais do Programas do BNDE.....	206
Quadro IV-2- EXEMPLO I.....	207
Quadro IV-3- EXEMPLO II.....	215

## INTRODUÇÃO

O tema de nossa investigação é a especificidade da estrutura de financiamento nacional, dando ênfase a seu aspecto mais complexo: a oferta de financiamento ao investimento. O assunto é especialmente importante no momento em que muitos acreditam que, sanada a "problemativa do déficit público" e com ela a da inflação, bastaria um reordenamento interno do Sistema Financeiro, articulando-o aos mercados internacionais de capitais, para que as condições de financiamento se reestabelecessem. Essas seriam condições suficientes para que as empresas voltassem a investir, retomando a economia um ciclo virtuoso de crescimento.

Nossa tese é a de que contamos com uma estrutura de financiamento frágil e dependente, que não será reestruturada por uma mera liberalização financeira nem, muito menos, por ajustes desarticulados. Para nós, a indicação de mudanças passa, em primeira instância, pela compreensão dos determinantes da configuração institucional de nossa estrutura de financiamento, o que explica a escolha de nosso tema.

Para tratar do assunto proposto faremos, no primeiro capítulo, um estudo teórico-metodológico que abordará a complexidade do financiamento ao investimento e levantará os determinantes da conformação **específica** de uma estrutura de financiamento. Nos embasaremos numa perspectiva essencialmente keynesiana e vale salientar que utilizaremos um grande número de citações, sendo que grande parte delas será mantida no original, pois cremos que em várias passagens as traduções diluem a precisão do argumento. Alguns termos financeiros como *finance*, *funding* e outros, serão mantidos em inglês quando não houver tradução estabelecida ou mesmo quando o termo na língua original estiver consagrado na bibliografia mais especializada.

A discussão desenvolvida neste primeiro capítulo é fundamental porque indica os caminhos a serem seguidos pela Tese, ao destacar a importância da análise da configuração institucional da estrutura de financiamento e ao mostrar quais são os elementos a serem considerados como determinantes da mesma. Ademais, na medida em que se levantam os aspectos institucionais envolvidos nas análises, são também feitas considerações acerca das inovações financeiras das últimas décadas para mostrar que as estruturas

de financiamento se modificam e para destacar que alguns conceitos teóricos precisam ser requalificados face as novas formas de articulações financeiras existentes, fato de fundamental importância desde que se queira tecer considerações acerca de questões financeiras na atualidade.

Defendemos que se deve partir desta perspectiva para se chegar a análise do tema proposto, daí os aspectos levantados neste primeiro capítulo, que dão o caráter geral do embasamento de nossa tese. A partir daí, passaremos a analisar o caso particular da estrutura de financiamento nacional e da sua capacidade de oferta de financiamento ao investimento, abordagem que se desenvolverá ao longo dos demais capítulos.

No segundo capítulo iremos levantar a origem da conformação básica de nossa estrutura de financiamento, seguindo as indicações abordadas no capítulo teórico/metodológico. Nossa tese a este respeito é a de que esta conformação não pode ser buscada meramente na Reforma Financeira da década de 60, e sim que esta conformação se desenha no período de transição ao modo de produção especificamente capitalista. Para nós, é nesta fase que se estabelece a lógica fundamental de funcionamento da estrutura de financiamento nacional, sendo que o seu arranjo institucional básico começa a ser articulado aí. É neste sentido que aí apresentaremos a organização institucional então em vigência e com ela a definição do próprio papel do BNDE, buscando mostrar como ele se articula com a estrutura de financiamento como um todo.

Depois de analisarmos a **adequação** do Sistema Financeiro Nacional às condições da acumulação na "fase de transição" e de verificarmos suas características fundamentais, passaremos a levantar a modificação da estrutura de investimentos ocorrida com o Plano de Metas e a concomitante "não modificação" da estrutura de financiamento, destacando o próprio papel do BNDE naquele momento. Pretendemos mostrar que, apesar do "salto qualitativo" e da passagem à etapa "especificamente capitalista", não foram implementadas Reformas Estruturais importantes, dentre as quais a modificação da Estrutura de Financiamento,

No terceiro capítulo, estudaremos a Estrutura de Financiamento que se articula ao novo padrão de acumulação. A perspectiva adotada é a de que esta só se completa após a Reforma financeira da década de 60. Assim, neste capítulo, analisaremos a fase que detectamos como a de "pleno funcionamento do Padrão de Desenvolvimento", que compreende os anos que vão da Reforma financeira até o II PND, abarcando o período do "Milagre brasileiro".

Iniciaremos a abordagem pela análise da Reforma, pois a nosso ver ela é esclarecedora do arranjo institucional que efetivamente se configura e que abarca a questão do financiamento do investimento. A ideia é destacar que a Reforma é essencialmente conservadora e que, apesar da mesma ter articulado a estrutura de financiamento aos novos requerimentos da acumulação, não consegue efetivar, de fato, um novo arranjo institucional. A estrutura de financiamento que acaba prevalecendo é um aprofundamento da que já existia, sendo que ela continua operando com a mesma lógica que anteriormente.

Apos esta discussão, ainda neste capítulo, verificaremos a operação da estrutura de financiamento que se estabelece a partir de então, para poder entender como a questão do arranjo financeiro vinculado ao financiamento do investimento funciona no contexto global. Para destacar este aspecto, passaremos pela análise da performance dos Bancos Comerciais que se tornam "cabeças" de grandes conglomerados financeiros e, também, pelo estudo do próprio BNDE. A questão básica que queremos demonstrar, neste caso, é que os intermediários financeiros privados atuam com lucratividade contínua e com grande facilidade de adaptação frente a conjunturas adversas, cabendo à intermediação pública o esquema de alargamento de prazos, assumido com forte ônus para o Estado. Para nós estas questões estão interligadas.

No quarto capítulo, passaremos a analisar o período de descoordenação do Padrão de Desenvolvimento, que vai do II PND até o fim da década de 70, para depois apresentar alguns dados indicativos dos "caminhos dos anos 80", que enfatizam a desarticulação da própria estrutura de financiamento. De 74 ao início dos anos 80, iremos levantar com maiores detalhes a ação do BNDE, com destaque especial para o oferecimento de crédito com juros negativos e para o ônus assumido pelo Tesouro Nacional. A ideia é mostrar como este intermediário financeiro público vai assumindo o papel de BANCADOR, continuando essencialmente nesta posição nos anos posteriores, comprometendo suas contas e onerando o Estado, enquanto que os intermediários privados vão trabalhar sobretudo de forma especulativa, reduzindo cada vez mais os prazos de suas aplicações.

Entendemos que tanto a análise da estrutura de financiamento existente quanto a análise das perspectivas futuras envolvem necessariamente estas considerações, que estão indissoluvelmente articuladas ao papel do Estado e do capital estrangeiro. A nossa tese fundamental é de que a estrutura de financiamento brasileira é extremamente frágil e dependente de capitais externos e que não há, nem nunca houve, um esquema organizado de financiamento de longo prazo ao investimento. Para nós, a questão da especificidade da

oferta deste tipo de financiamento deve ser entendida no contexto deste arranjo institucional amplo no qual a referida fragilidade se destaca, com forte peso para os capitais externos. Neste arranjo, enquanto os Intermediários Financeiros Privados trabalham cada vez mais no curto prazo, com facilidade de captação e operações especulativas, o BNDE vai comprometendo sua estrutura de contas e modificando seu comportamento operacional, no sentido de se tornar um agente financeiro dos capitais privados, muito mais um "BANCADOR" do que um Banco de Desenvolvimento.

Ademais, além desta perspectiva, a nossa hipótese, a ser demonstrada com o estudo de todos estes períodos, é a de que após a plena conformação da estrutura de financiamento (com a Reforma Financeira da década de 60) esta passou por modificações de natureza **conjuntural** (vinculadas a especificidade dos contratos e atuações dos intermediários financeiros), sem haver qualquer mudança **estrutural** na sua configuração (vinculada à própria especificidade de nosso padrão de desenvolvimento), até os dias de hoje. Nestes termos, a idéia é a de dar elementos para concluir que a possibilidade de modificações efetiva da mesma requer tanto uma reforma do Estado quanto uma reforma do **COMPORTAMENTO DOS AGENTES PRIVADOS**, não podendo ser efetivada meramente a partir de inovações financeiras.

Como à cada capítulo teceremos breves conclusões dos pontos desenvolvidos, o capítulo final irá resumir os principais resultados do estudo e também tecer considerações acerca da necessidade de se abrir uma agenda de discussões que envolva o debate amplo da questão do financiamento que, como defendemos, não se recompõe automaticamente a partir de um plano de estabilização somado a esquemas de liberalização financeira e de adoção de novas práticas financeiras, desarticulados de um projeto macroeconômico mais global para o país.

## CAPÍTULO 1

### ASPECTOS TEÓRICO-METODOLÓGICOS SOBRE O FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

Geralmente, quando a questão do financiamento é discutida, são utilizados os conceitos de financiamento de curto prazo e de longo prazo<sup>1</sup>. Para os nossos propósitos, no entanto, é necessário qualificar as especificidades que estão por detrás das modalidades do primeiro ou do segundo tipos. Iremos desenvolver a argumentação de uma forma um pouco distinta, sugerida a partir de leituras, tais como as de Hilferding e Keynes, que apresentam uma visão alternativa quanto ao conceito de crédito e do papel do financiamento, de forma mais geral.

Buscamos mostrar que o "caráter institucional" não pode ser dissociável da análise econômica, pois os processos decisórios que envolvem incerteza podem ser afetados pela existência de instituições e convenções que tenham a capacidade de melhorar o estado de confiança. De outro lado, o próprio modelo institucional depende de condições estruturais específicas, pertinentes a cada ambiente econômico a que está inserido, estando ainda atrelado a determinadas "condições de estabilidade", que impõem limites a efetividade de sua operação.

Iniciamos explicitando o conceito de crédito comercial e, inserido dentro dele, o de crédito de produção, destacando seu contexto eminentemente de curto prazo. Logo a seguir, desenvolveremos o conceito de crédito de capital - crédito para o investimento, para a compra de capital fixo - que implica em se trabalhar com uma temporalidade distinta daquela abordada logo acima. Passaremos pela discussão de Keynes, com o conceito de *finance* e salientaremos que o crédito de capital envolve transformações de prazos e implica em criação de nova capacidade produtiva, o que o distingue do crédito comercial.

O conceito de financiamento de longo prazo vai ser definido a partir daqui. A idéia é mostrar que sua efetiva necessidade está relacionada

---

<sup>1</sup> - Característica de discussões apresentadas pelos pós-keynesianos.

ao financiamento de investimentos que envolvem a compra de ativos de capital, com grandes indivisibilidades técnicas e longos prazos de maturação. Por isso, necessitam de uma provisão financeira prévia, que envolve enormes montantes improváveis de serem aglutinados pelo capitalista individual.

Com esta discussão, pretendemos realçar o conceito de financiamento ao investimento e de "crédito de capital", destacando a que tipo de investimento estamos nos referindo. Queremos mostrar que a necessidade de mecanismos de financiamento de longo prazo está relacionada a investimentos que envolvam enormes montantes e grandes indivisibilidades. Neste sentido, ela é distinta, da demanda de financiamento para investir em setores "tradicionais", nos quais o capital fixo envolvido não requer montantes da magnitude considerada anteriormente, nem implica em grandes indivisibilidades. Conseqüentemente, o alargamento de prazos aí não é necessário, apesar de ser demandado pelos devedores, na busca de maior segurança, uma vez que as empresas que operam nestes setores são essencialmente individuais e que os rendimentos esperados são incertos.

Dando prosseguimento a discussão proposta, retomaremos a formulação de Hilferding e Keynes no que tange à conceituação da especificidade do financiamento ao investimento, salientando a compatibilidade entre os autores. A fim de mostrar que a questão de como "fundar" o financiamento que envolve o longo prazo apresenta novas possibilidades e precisa ser requalificada, passaremos a analisar as hipóteses implícitas na formulação de Keynes, levantando o modelo institucional subjacente do autor. Enfatizaremos que, historicamente, este modelo é compatível com a configuração da estrutura de financiamento americana prevalente até a década de 60 e que, a partir daí, a questão do financiamento começa a ficar cada vez mais complexa, com a possibilidade de uma alavancagem multifuncional de recursos.

## 1.1. O crédito comercial

Antes da emergência do moderno capitalismo industrial, os bancos financiavam o comércio, no processo de produção e distribuição. Eram por isto chamados "bancos comerciais", nomenclatura que subsiste até hoje. Dentro da modalidade de crédito comercial temos:

a) O crédito de distribuição, relacionado ao financiamento de bens cujo objetivo de compra não está vinculado à sua utilização no processo de

produção. Nestes termos, este tipo de crédito facilita a comercialização dos produtos<sup>2</sup>;

b) O crédito de produção, destinado a atender transações que representem a compra de bens para o processo de produção<sup>3</sup>. Refere-se à compra de meios de produção<sup>4</sup>, bens que têm como característica a divisibilidade e a curta duração. O papel técnico que desempenham no processo produtivo define a própria natureza dos mesmos, estando sua demanda associada à decisão de produzir.

O crédito comercial é considerado "crédito de circulação", estando relacionado à criação de moeda fiduciária, que "*libera a produção da barreira imposta pela soma em caixa de moeda corrente*" (Hilferding, 1985:90). É crédito que permite ao dinheiro funcionar como meio de pagamento, mas não cria nova capacidade produtiva<sup>5</sup>.

Como características deste tipo de crédito podemos afirmar que ele é essencialmente de curto prazo, dada a própria natureza dos bens financiados que não atingem grandes proporções e não envolvem grandes indivisibilidades. A natureza destes bens permite que o financiamento associado a sua compra não envolva elevados montantes. Sendo assim, a geração de fluxos monetários<sup>6</sup> de curto prazo é capaz de levantar o montante necessário à cobertura do empréstimo, garantindo a liquidez da empresa. No caso do crédito de produção, por exemplo, supõe-se que a própria utilização do meio de produção financiado gere, no curto prazo, um fluxo monetário capaz de cobrir o financiamento. Ou seja, a venda dos bens a serem produzidos gera o montante necessário ao pagamento da dívida, mantendo a solvência da empresa.

O próprio bem financiado pode ser a garantia do empréstimo, sendo possível montar um esquema de garantia de prazo compatível à modalidade do financiamento, pois o bem em questão é divisível, possui um mercado organizado para a sua venda que pode ser feita à vista.

---

<sup>2</sup> - "*The proceeds of a loan would be used to finance the acquisition of a specific stock of goods, and the sale of these goods - either with or without processing or transporting - was to yield the funds to repay the debt*" (Minsky, 1986:205).

<sup>3</sup> - Hilferding (1985) discute as especificidades deste tipo de crédito nos capítulos IV e V.

<sup>4</sup> - Utilizando os conceitos de Marx, trata-se de financiamento para a compra de capital circulante e não de capital fixo. Keynes também esclarece esta questão ao qualificar os bens de capital em três tipos: capital fixo, capital líquido e *working capital*. No caso do crédito de produção, estamos nos referindo à compra de *working capital*.

<sup>5</sup> - Importante notar que os bancos, ao fornecerem esta modalidade de crédito, estão agindo dentro de sua função de intermediação.

<sup>6</sup> - Minsky é quem usa a terminologia dos fluxos, que esclarece bastante esta discussão.

---

*"É esse o pressuposto geral do crédito de produção: só se empresta dinheiro àquele que gasta de modo a permitir sua volta após um período normal de circulação. Esse crédito é garantido, ao mesmo tempo, pelas mercadorias para cuja compra o dinheiro foi adiantado" (Hilferding, 1985:73)<sup>7</sup>.*

Nestes termos, para o produtor, o dinheiro gasto com os meios de produção nada mais é que um adiantamento, na medida em que se espera o retorno do referido montante ao término do período de produção.

A teoria bancária tradicional tem por detrás o tipo de mecanismo mencionado acima. Do lado do prestador, a venda de curto prazo de bens fornece o cash necessário para cobrir o débito bancário. A referida teoria advoga, a partir daí, que os banqueiros devem ser líquidos e solventes, restringindo-se os empréstimos a instrumentos que representem bens no processo de produção. Assim sendo, os fluxos resultantes de vendas levam a pagamentos nos bancos, garantindo a liquidez e solvência bancárias, pois o débito é sustentado por uma garantia visível de pagamento, sendo que neste esquema, transações bem definidas fornecem os meios de pagamento necessários a cobertura do financiamento. As obrigações contratuais estão essencialmente relacionadas ao financiamento de bens que, via seu movimento através dos canais de distribuição, geram o fluxo monetário necessário ao repagamento do débito em questão.

Do lado dos homens de negócios, que são os demandadores do financiamento, é também esperado o mesmo comportamento, ou seja, de que estejam líquidos e solventes, o que é conseguido na medida em que os pagamentos das obrigações possam ser cobertos por fluxos realizados e esperados a curto prazo<sup>8</sup>.

Nesta concepção, o banco está atuando como mediador da circulação de pagamentos que ele consegue ampliar, quer pela eliminação das discrepâncias regionais, quer pela concentração dos pagamentos e sua função é essencialmente de intermediação. No entanto, a teoria que traz consigo este tipo de formulação, ao restringir a análise do financiamento apenas à intermediação do crédito comercial, ignora a ação dos bancos no financiamento ao investimento, perdendo a dimensão do papel que estes têm na determinação da criação de nova capacidade produtiva. Além do mais, ao ignorar a questão do financiamento que

---

<sup>7</sup>- No texto como um todo, estamos usando o conceito de período de produção para destacar que este tipo de crédito é de curto prazo. O conceito de "tempo de rotação", que abarca o tempo de produção e o de circulação, também tem esta conotação.

<sup>8</sup>- Dentro da denominação utilizada por Minsky (1986), esta é uma estrutura Hedge.

envolve grandes montantes, fortes indivisibilidades e incertezas associadas ao longo prazo de maturação, não considera que as garantias e solvências advogadas não podem ser cumpridas nestes casos. Advém daí a possibilidade de serem assumidas posições financeiras especulativas.

## 1.2. O crédito de capital

### 1.2.1. O conceito

Quando estamos tratando do investimento, estamos nos referindo a decisão de acumular ativos fixos de capital<sup>9</sup>, cuja principal característica é a longa duração. A decisão de investir leva em consideração as receitas que se espera obter do uso do equipamento de capital durante sua vida útil, envolvendo o longo prazo, na medida em que os referidos ativos continuam atuando no processo produtivo, durante vários períodos de produção<sup>10</sup>.

O financiamento à compra de bens de investimento também envolve o longo prazo, pois dada a própria característica do capital fixo relatada acima, são necessários vários períodos de produção para levantar, via processo produtivo, montantes suficientemente grandes a ponto de alcançarem a magnitude do capital fixo em questão<sup>11</sup>.

A medida que a tecnologia passa a exigir a utilização de escalas cada vez maiores, com uso intensivo de capital fixo e grandes indivisibilidades, trazendo consigo um crescimento no período de gestação do investimento, verifica-se a necessidade de concentração de enormes montantes de capital para a efetivação da inversão e, a partir daí, a escolha de como financiar nova capacidade produtiva passa a representar outra importante dimensão do processo de decisão do investimento.

Considerando que a demanda por bens de investimentos necessita de financiamento, é mister analisar as condições que possibilitam o oferecimento do mesmo e perceber as especificidades relativas a este tipo de crédito que diferem daquelas relacionadas ao crédito comercial.

---

<sup>9</sup> - Planta industrial e equipamento.

<sup>10</sup> - Hilferding (1985) utilizando Marx, coloca que, do valor destes, apenas uma parte é transmitida em termos de desgaste durante uma rotação. Continuam participando do processo de produção, depois de completado o ciclo de rotação.

<sup>11</sup> - Hilferding (1985) chama a atenção para o fato de que na indústria moderna os capitais individuais têm dificuldade, se não impossibilidade, de levantar estes montantes, fato que será tratado mais adiante.

### **1.2.2. Hilferding, o conceito de capital ocioso, e o oferecimento do crédito de capital**

A discussão levantada por Hilferding parte da explicitação do conceito de crédito comercial e crédito de produção para, a seguir, analisar a questão do crédito de capital e suas especificidades. A discussão deste último está relacionada à própria natureza dos bens financiados - capital fixo - que nos remete à sua função dentro do processo produtivo, às magnitudes envolvidas, à problemática da indivisibilidade e da falta de sincronia próprias ao oferecimento deste tipo de crédito.

Um dos elementos fundamentais da análise refere-se ao papel ativo do sistema bancário na determinação da criação de nova riqueza, enfatizando seu papel de centralizador de capital. Hilferding nos mostra que o crédito comercial - crédito de circulação - tem a função de substituto da moeda corrente enquanto que o crédito de capital (ou de investimento) converte o "dinheiro ocioso" em capital ativo, sendo este um importante papel do sistema bancário.

Para realizar esta discussão, o autor mostra que o capital monetário é liberado periodicamente do processo cíclico do capital, exemplificando três fatores causadores de "ociosidade periódica": a) ligado ao fato de que, pela própria característica do processo produtivo, não se compram de uma só vez os meios de produção a serem utilizados, o que leva a que o dinheiro para estes pagamentos fique reservado durante um determinado período; b) relacionado à necessidade de existência de um capital adicional, que permanecerá ocioso durante o tempo inicial de produção e que será utilizado ao final deste período (mas antes que as mercadorias produzidas tenham sido vendidas<sup>12</sup>) para garantir a continuidade do processo produtivo, sem que ocorram interrupções; e, por fim, c) que se liga à especificidade do capital fixo e de sua utilização dentro do processo produtivo, que leva a que os capitalistas retirem periodicamente dinheiro da circulação, correspondente ao valor do desgaste do capital fixo, a cada período de rotação, para poder levantar o montante necessário à sua substituição, no futuro<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> - Antes de findo o tempo de circulação.

<sup>13</sup> - "É só por meio do dinheiro que se torna de fato possível que, no caso, se estabeleça a separação e a independência da circulação do valor do capital fixo em relação à continuidade de sua função técnica meio ao processo de produção. O tipo de refluxo observado no capital fixo causa, portanto, um entesouramento periódico, e consequentemente, a ociosidade periódica do capital monetário" (HILFERDING, 1985:77).

A análise da ociosidade do capital leva então o autor a afirmar que, sob o prisma do capital social total, uma parte mais ou menos significativa desse capital adicional encontra-se sempre, por algum tempo, no estado de capital monetário. O fato de o capital monetário ser liberado periodicamente do processo cíclico do capital leva a que o mesmo possa atuar como capital monetário do ciclo de outro capital, desde que colocado à disposição de outros capitalistas, sob a forma de crédito.

Hilferding mostra que, com a evolução do sistema bancário, todo o dinheiro não empregado vai para os bancos<sup>14</sup>, sendo destacado o papel dos mesmos enquanto centralizadores (aglutinadores) de capital, fato de suma importância frente ao crescimento da magnitude mínima de capital requerida para a implementação do investimento. Destaca que a função de crédito para o investimento fica nas mãos de grandes capitalistas monetários, isolados ou associados, que juntam as entradas em dinheiro de "todas as classes" e as colocam à disposição da classe capitalista, sob a forma de capital monetário. A partir então da centralização de grandes somas de capital monetário nos bancos, aumenta a possibilidade de recorrência aos mesmos.

*"Dessa maneira, a liberação periódica de capital constitui uma base importante para o desenvolvimento das condições de crédito. (...) toda liberação de capital monetário significa, contudo, a existência de uma possibilidade de emprego desse capital por intermediação do crédito, visando outros fins produtivos alheios aos do capital individual que o libera."*  
(HILFERDING, 1985:82)<sup>15</sup>

O autor enfatiza que o crédito de capital, ao contrário do crédito comercial, cria nova capacidade produtiva. Os bancos aqui, além de mediadores da circulação, estão cuidando da "transformação do capital monetário ocioso em ativo", recebendo-o, concentrando-o e distribuindo-o. Não são meros intermediadores, sobretudo porque, além de concentrarem o referido capital,

---

*tipo de refluxo observado no capital fixo causa, portanto, um entesouramento periódico, e conseqüentemente, a ociosidade periódica do capital monetário"* (HILFERDING, 1985:77).

<sup>14</sup> - Fato ligado a que os passivos bancários são meios de pagamento. Esta afirmação tem em mente um certo desenvolvimento do sistema bancário que, apesar de avançado, não apresenta muitas alternativas de aplicação. A questão de estar-se tratando de um determinado "ambiente institucional" será discutida mais adiante.

<sup>15</sup> - Grifo nosso. Como veremos adiante, esta afirmação é compatível com a discussão apresentada por Keynes. Na Teoria Geral, esse autor afirma que, "dada a renda", o agente econômico depara-se com dois conjuntos de decisão. O primeiro diz respeito a quanto consumir desta dada renda, tendo o funcionamento do multiplicador keynesiano relação com esta decisão. O segundo conjunto refere-se à parcela da renda não consumida e diz respeito à decisão quanto à forma de se manter este poder de comando sobre o futuro. A decisão de não-consumo, portanto, não traz consigo, um interrelacionamento direto com o investimento. Na medida em que estamos nos referindo a um capitalismo avançado, com um sistema financeiro desenvolvido, a decisão de avançar capital para o investimento cabe, na verdade, aos bancos

distribuem-no de forma ampliada, pela capacidade de criação de moeda para além dos montantes depositados.

Isto posto, Hilferding passa a analisar a problemática relativa ao fornecimento deste tipo de crédito<sup>16</sup>. Na medida em que o crédito de capital está relacionado a compra de capital fixo, o capital monetário a ser emprestado estará comprometido por um longo período, tendo que permanecer antecipado por muito tempo, uma vez que o capital fixo só se transforma em dinheiro gradualmente, no transcorrer de vários períodos de produção, com o seu desgaste paulatino. O crédito de capital envolve, portanto, o longo prazo.

Resta saber, como trabalhar com o longo prazo se os passivos bancários são eminentemente de curto prazo. Veja-se, por exemplo, os próprios casos citados como causas de ociosidade do capital: nos itens "a" e "b", o capital fica "ocioso"<sup>17</sup> no período restrito de citação, para ser utilizado, também, dentro do mesmo período, ou no início do próximo. O capital permanece ocioso aí, por um prazo curto, para ser utilizado logo a seguir<sup>18</sup>.

Para o autor, a possibilidade de trabalhar com financiamentos que envolvam temporalidades distintas daquelas apresentadas pelo passivo bancário está ligada ao fato de que, do capital global de empréstimo, sempre resta grande parcela nas mãos do banco, fato relacionado à ociosidade periódica do capital, que faz com que seus detentores depositem-no, durante o período de ociosidade, nos bancos. Os passivos são essencialmente de curto prazo, mas formam um fundo de dimensão mais ou menos constante, que sempre permanece nas mãos dos bancos, podendo ser emprestado com uma temporalidade distinta daquela dos depósitos, se considerados individualmente.

*"Os capitais de empréstimos, porém que se encontram à disposição do banco, devem ter condições de serem reembolsados, em sua maior parte, a qualquer hora. Desses só pode ser emprestada a parte destinada à transformação em capital fixo que fica o tempo suficiente na mão dos bancos. Nenhum capital individual de empréstimo faz isso; do capital global de empréstimo, no entanto,*

<sup>16</sup>. É importante perceber que este tipo de discussão tem relacionado um certo modelo institucional implícito.

<sup>17</sup>. Existe a discussão de que Hilferding desconsidera a função do dinheiro enquanto reserva de valor (Brunhoff, 1978). No entanto, nos termos específicos da análise que estamos desenvolvendo, podemos considerar que a função de reserva de valor está implícita à formulação, quando o autor analisa, por exemplo, as causas de "ociosidade" do capital. Uma interpretação é a de que o capital pode permanecer "ocioso" na forma de dinheiro, justamente pelo seu atributo de reserva de valor. Nestes termos, esta discussão pode ser relacionada à apresentada por Keynes quando analisa a demanda de liquidez sob o motivo transação; mais especificamente ao motivo *finance* para a produção (causas a e b) e para investimento (causa c).

<sup>18</sup>. Não é o que ocorre com a causa relacionada ao último exemplo, que se refere a um "entesouramento periódico", que perpassa vários períodos de produção.

---

*sempre resta grande parcela nas mãos do banco, parcela cuja composição muda continuamente, mas permanece à disposição em quantidade mínima. Essa parcela, que fica à disposição dos bancos, é também a parte que pode ser emprestada como capital fixo" (HILFERDING, 1985:96).*

A existência deste fundo, que se renova constantemente permanecendo nas mãos dos bancos, que torna possível a transformação de prazos, estando também aí implícita a capacidade de criação de moeda, para além dos limites impostos pela própria centralização de recursos monetários que são depositados nos bancos.

O fato de existir um fundo de magnitude relativamente constante, a disposição do banco, está relacionado ao seu poder de aglutinar capital, podendo esta parcela tornar-se tanto maior e tanto mais constante, quanto maior for o capital total existente a disposição do banco. Daqui, já podemos ver que os bancos têm uma característica específica, pois que é a eles que fluem os "capitais ociosos" de "todas as classes sociais", o que estabelece um mercado cativo para o sistema bancário.

Com os aspectos levantados por Hilferding, percebe-se que os montantes envolvidos na oferta de crédito de capital estão vinculados ao movimento de acumulação de capitais, sua interrelação com o grau de desenvolvimento das forças produtivas<sup>19</sup> e com a possibilidade dos bancos avançarem estas somas, incluindo aí implicitamente o seu poder de criar moeda.

O que o autor pretende destacar é o papel do crédito na determinação de nova capacidade produtiva, de forma que "o capital próprio que os capitalistas produtores utilizam torna-se, para eles, a simples base de um empreendimento que, com a ajuda do capital alheio, vai ultrapassar os limites do próprio capital" (HILFERDING, 1985:96).

E no contexto desta discussão, que Hilferding analisa os bancos e mostra que estes, através de técnicas contábeis, criam moeda escritural e que a existência de um fundo que se renova constantemente dá as condições para o oferecimento do crédito para o investimento.

Apesar de trazer à baila a questão do fundo, a continuidade periódica do mesmo não é explicada. É bem verdade que o fato de os bancos

---

<sup>19</sup> - Forma de tecnologia, dimensão das plantas, formada de organização da empresa, etc.

serem centralizadores de capital, como bem demonstrou Hilferding, é o caminho para a explicação. No entanto:

i) Não é esclarecida a forma pela qual este fundo permanece relativamente constante e a relação disso, justamente, com o financiamento ao investimento que, de um lado, ao possibilitar a produção do capital fixo, gera um fluxo de pagamentos e, de outro, cria nova capacidade produtiva;

ii) Na medida em que se fala em magnitude relativamente constante, tem-se a impressão de que os bancos atêm-se a financiar montantes relacionados à magnitude deste fundo<sup>20</sup>. Não se percebe a capacidade e o papel que o sistema bancário tem na expansão da própria taxa de investimento<sup>21</sup>, apesar de Hilferding haver apontado que o volume de crédito não está limitado pela soma de depósitos.

Keynes é o autor que detalha estas questões na forma que afirmamos ser compatível com a discussão acima ao discutir o motivo *finance*, em especial quando analisa o oferecimento de *finance para investimento*, conceito compatível com o de crédito de capital.

### 1.2.3. Keynes e o *finance*

Existe muita confusão quanto ao conceito de crédito. Muitos autores utilizam-no como equivalente ao de empréstimos bancários, ou mesmo ao de poupança. Na verdade, um dos grandes mal-entendidos refere-se à relação entre crédito e poupança. Na literatura, é afirmado frequentemente que a poupança determina o investimento. Alguns autores interpretam, inclusive, que Keynes seria adepto desta concepção, isto porque o mecanismo do multiplicador deu margem à formulação de que a poupança criada financia a demanda inicial de investimento, idéia oposta à Teoria Geral.

Estas questões são discutidas por Keynes, com ênfase especial, quando desenvolve o conceito de *finance*, que permite também a explicitação do conceito de *funding*, apesar de o último não estar plenamente desenvolvido.

Na Teoria Geral, quando da discussão da determinação da taxa de juros, o autor havia desenvolvido os motivos determinantes da preferência pela

<sup>20</sup> - Talvez porque esteja relacionando este fundo à possibilidade de montar financiamentos de longo prazo, tendo em vista o modelo institucional do banco de investimento. De qualquer forma é importante perceber que, mesmo assim, o limite não é dado pela "poupança".

<sup>21</sup> - Se bem que ele refere-se à necessidade de aumentar o capital próprio do banco com vistas a responder às demandas de crédito, fato que também se relaciona ao crescimento das dimensões bancárias.

liquidez. Um deles é o motivo transação, que se vincula à "necessidade de moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais" (Keynes, 1982:139). No capítulo XV, este motivo é dividido em motivo renda, que se refere à demanda de recursos líquidos para "garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda" e o motivo negócios, para "assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas e o do recebimento do produto das vendas" (Keynes, 1982:157).

Nesta obra, Keynes não conseguiu se livrar totalmente da formulação de Cambridge, com o que a demanda de liquidez sob o motivo transações aparece vinculada ao nível de renda corrente (Keynes, 1982: 160)<sup>22</sup>, dando subsídio a que fossem desenvolvidos modelos que perverteram as ideias originais que estão na referida obra. Uma das confusões, feita por autores que também se diziam inovadores<sup>23</sup>, está na interpretação da teoria da taxa de juros. Alguns confundiram a demanda de liquidez com a demanda por crédito. A taxa de juros tornava-se então, o preço do crédito, sendo determinada pela relação entre a sua oferta e demanda. O próprio conceito de crédito considerado varia entre estes autores, sendo em todos muito restrito, o que por si só já exigiria uma adequada qualificação.

Em 1937, ao responder a Ohlin<sup>24</sup>, Keynes redime-se da simplificação feita na Teoria geral, desenvolvendo mais especificamente o "motivo negócios", qualificando-o de forma nova. Em sua resposta, é desenvolvido o conceito de *finance*, chegando-se a algumas conclusões que não estavam presentes na Teoria Geral e que nos permitem qualificar os conceitos que pretendemos trabalhar.

A novidade da qual emergem todas as demais é a explicitação de que a decisão de investir envolve, temporariamente, uma demanda de moeda antes que o investimento tenha se concretizado, denominada de *finance*. É uma "demanda adicional de liquidez" para fazer jus as obrigações relacionadas ao interregno existente entre a decisão de investir e a efetivação do investimento<sup>25</sup>. Esta demanda é distinta daquela que emerge como resultado da atividade corrente do

---

<sup>22</sup> -  $M1=L1Y$ .

<sup>23</sup> - No sentido de que destacam que a taxa de juros não depende da relação entre a poupança e o investimento (o caso de Ohlin).

<sup>24</sup> - Podem ser considerados dois artigos: "Alternative Theories of the rate of interest" (1971a) e "the ex ante theory of the rate of interest" (1971b).

<sup>25</sup> - A bem da verdade, qualquer decisão de produzir traz consigo a necessidade de uma provisão financeira, prévia à efetivação da própria produção. O conceito de *finance* está relacionado à demanda prévia de liquidez advinda de uma decisão de gasto. Nestes termos, o *finance* para o investimento - que é requerido a partir do seu planejamento - que estamos aqui tratando, é um caso particular de *finance*.

A constatação de que o investimento planejado precisa de uma sustentação financeira prévia, que permita a sua efetivação, torna possível a qualificação de que o *finance* não envolve poupança, na medida em que ele está sendo requerido antes que esta tenha sido gerada<sup>26</sup>, visto ser o ato do investimento que cria, uma poupança correspondente.

A igualdade contábil entre a poupança e o investimento continua prevalecendo. A novidade na concepção de Keynes está em que esta igualdade é garantida pelo nível de renda e não pela taxa de juros.

*"(...) if the banking system chooses to make the finance available and the investment projected by the new issues actually takes place, the appropriate level of incomes will be generated out of which there will necessarily remain over an amount of saving exactly sufficient to take care of the new investment"* (Keynes, 1971a:210).

Há, portanto, uma distinção conceitual entre poupança e investimento no que tange à sua relação cronológica. Mais do que isto, a disponibilidade de *finance* é uma condição para a geração de poupança, na medida em que investimento só se efetiva se a referida demanda de liquidez houver sido respondida. Se a produção não se iniciou, ainda não foi gerado nenhum fluxo de pagamentos/rendimentos e, por isto mesmo, a poupança - que é uma alocação de renda corrente - não pode ter tido lugar.

*"At the financial stage of the proceedings no net savings has taken place on any part just there has been no net investment"* (Keynes, 1971a:209).

O fato de haver uma demanda de liquidez a partir da decisão de gasto e antes de sua efetivação permite a percepção da importância do papel do sistema financeiro na determinação do nível da capacidade produtiva. No caso do *finance* para investimento, que é uma provisão financeira prévia, é preciso saber qual a "técnica" a ser usada para ultrapassar o gap existente entre a decisão de investir e a sua efetivação. Como já mencionado anteriormente, esta demanda pode ser suprida por recursos próprios que tenham sido acumulados via lucros passados, ou via recursos externos à firma. Keynes destaca que este *finance* vai ser ofertado essencialmente por especialistas - os bancos -, que têm a capacidade de criar moeda através de operações contábeis<sup>27</sup>:

<sup>26</sup> - Nestes termos, os recursos demandados são maiores que os recursos existentes.

<sup>27</sup> - Se a firma se endivida apelando para o público em geral, ela apenas absorve recursos líquidos que estavam sendo mantidos de outra forma. *"The appeal to accumulated profits or to the general public's asset holdings does not generate additional purchasing power but the replacement of some claim for another"* (Cardim, 1991:134).

"(...) The finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievement is mainly supplied by specialists, in particular by the banks (...). (...) Finance and commitments to finance are mere credit and debit book entries, which allow entrepreneurs to go ahead with assurance" (Keynes, 1971b: 119).

O banco cria um passivo contra si mesmo utilizando valores depositados ou lançando um certificado de depósito que é um título de dívida) e, através deste endividamento específico, faz suas operações de empréstimo - que equivalem a compra de um ativo -, um título de dívida contra a firma que está pegando emprestado. Nesta operação, como se percebe, não estão envolvidos recursos reais. Não há poupança envolvida, o que ocorre é uma criação de poder de compra adicional.

Para além da própria questão da temporalidade distinta, citada logo acima, o destaque à capacidade de geração de liquidez por parte dos bancos é outro elemento fundamental na argumentação do autor. Permite de um lado, a percepção de que a capacidade de financiamento independe de poupança e, de outro lado, aponta para a análise da especificidade dos bancos frente aos demais agentes econômicos.

Durante o estágio de *finance* (*financial stage*), os bancos terão sua liquidez temporariamente diminuída. No entanto, o autor destaca a especificidade do sistema bancário, na medida em que este consegue restaurar sua liquidez. Keynes mostra que os bancos, considerados em seu conjunto, ofertam o *finance*, sem absorver recursos novos, utilizando-se de um fundo rotativo que fica constantemente em suas mãos, podendo ser usado e reutilizado.

O atributo de rotatividade deste fundo decorre do processo através do qual a liquidez bancária é restaurada via operação do multiplicador Keynesiano, ou seja, a despesa de investimento gera renda, um fluxo de pagamentos no sistema econômico. Os agentes, a partir daí, depositam uma parcela na forma de passivo bancário<sup>28</sup>, que permitirá a reposição da liquidez bancária, dado o nível de investimento<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> - Pode-se perceber que esta afirmação se relaciona àquela também destacada por Hilferding, referente ao poder de concentrar capital e de receber o capital ocioso em seu passivo.

<sup>29</sup> - Não é este necessariamente o início do processo.

Cabe aqui ressaltar que os bancos distinguem-se dos demais agentes, na medida em que os depósitos bancários são amplamente aceitos como meios de pagamento. A capacidade dos bancos em centralizar capital, está ligada a esta especificidade do setor, sendo que a possibilidade de contínua restauração da liquidez amplia significativamente a capacidade de expansão dos créditos bancários.

É possível levantar a compatibilidade com a discussão apresentada por Hilferding (1985). Este autor destaca, como vimos, a existência deste fundo, relacionando-o a possibilidade de criação de moeda e oferecimento de empréstimos com prazos mais alongados. O atributo essencial de criação de moeda e independência com relação a poupança está colocado em ambos, bem como o papel do crédito na criação de nova capacidade produtiva (o financiamento ao investimento). Os autores tratam da importância do financiamento, suprido essencialmente pelos bancos, para a compra do capital fixo. Podemos dizer que ambos tratam da existência de uma demanda financeira prévia à própria efetivação do investimento, além de destacarem também em suas análises a especificidade do financiamento ao investimento, pelo fato de estarem envolvidos grandes montantes e pelas próprias características específicas do capital fixo.

Keynes vai mais adiante em algumas questões. Ainda com relação ao já referido fundo rotativo, mostra que este é um fluxo constantemente em renovação<sup>30</sup>.

*"For finance is essentially a revolving fund. It employs no savings. It is for the community as a whole, only a bookkeeping transaction. As soon as it is used in the sense of being expended, the lack of liquidity is automatically made good and the readiness to become temporarily unliquid is available to be used over again. Finance covering the interregnum is, to use a phrase employed by bankers in a more limited context, necessarily 'self-liquidating' for the community taken as a whole at the end of the interim period" (Keynes, 1971b: 219).*

No caso em que o investimento se processa a uma taxa constante, o *finance* requerido será ofertado por este fundo rotativo que tem magnitude mais ou menos constante - cada empresário tendo seu *finance* disponível na medida em que outro paga o seu, após completar o investimento<sup>31</sup>. Keynes explicita então

<sup>30</sup> - "But credit, in Professor Ohlin's sense of 'saving', relates to a stock. Each new net investment has new net saving to it. The saving can be used once only. It relates to the net addition to the stock of actual assets". (Keynes, 1971b:209).

<sup>31</sup> - Hilferding (1985), ao tratar a forma típica de financiamento ao investimento, utiliza um modelo distinto ao de Keynes, salientando o banco de investimento, que oferece créditos mais alongados participando diretamente da abertura de capital da empresa. Nestes termos, não é suposto que, após o período de produção do capital fixo (ou após efetivado o

que caso as decisões de investimento estejam crescendo<sup>32</sup> nota-se aí o envolvimento de um finance extra que, ao constituir uma demanda adicional de moeda, afeta a taxa de juros<sup>33</sup>.

Uma escala mais alta de atividade planejada traz consigo um crescimento na demanda por liquidez que supera aquela reposta pela taxa do investimento ex-ante que estava se processando em ritmo constante. A efetivação da elevação do nível de investimento depende, por isto, de um lado do "animal spirits" dos empresários e do outro, do comportamento do sistema bancário que deve estar disposto a se tornar menos líquido<sup>34</sup>. As condições de financiamento são, portanto, fundamentais na determinação do nível da nova capacidade produtiva, na medida em que representam o meio pelo qual os planos de investimento transformam-se em realidade. Desta forma, no caso dos bancos, por alguma razão, não estarem dispostos a financiar, será este aperto nas condições financeiras, e não a "falta de poupança", que limitará a expansão, a despeito da vontade dos empresários de investir.

*This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market or to the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement. No matter how thrifty the public purpose to be out of their future incomes. On the other hand, there always be exactly enough ex post saving to take up the ex post investment and so release the finance which the latter had been previously employing. The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving" (Keynes, 1971b:221).*

A análise apresentada por Keynes esclarece vários aspectos quanto à questão do financiamento ao investimento, na medida em que aborda:

- a) Na distinta temporalidade que envolve o investimento e a poupança, com destaque para a determinação do primeiro sobre a segunda;
- b) no poder de criação de moeda por parte dos bancos;

---

investimento), o devedor deva saldar imediatamente o seu débito. De qualquer forma, gostaríamos de destacar que esta distinção não implica em incompatibilidade com Keynes, antes, diz respeito ao fato de cada um utilizar, implicitamente, um modelo institucional distinto, fato que trataremos mais adiante.

<sup>32</sup> - Investimento ex post > investimento ex ante.

<sup>33</sup> - *"It follows that, if the liquidity preferences of the public (as distinct from the entrepreneurial investors and of the banks are unchanged, an excess in the finance required by current ex ante output - it is not necessary to write 'investment', since the same is true of any output which has to be planned ahead) over the finance released by current ex post output will lead to a rise in the rate of interest; and a decrease will lead to a fall", pg. 220 "But finance is not the only source of demand of money, and the terms on which it is supplied, whether through the banks or through the new issue market, must be more or less the same as the terms on which other demands for money are supplied. Thus it is precisely the liquidity premium on cash ruling in the market which determines the rate of interest at which finance is obtainable". (Keynes, 1971b:210).*

<sup>34</sup> - O que pode implicar, por exemplo, na diminuição de sua razão de reservas.

Estes elementos mostram a independência do investimento frente a poupança, além de esclarecerem o sentido dado aos referidos conceitos. Continuando os demais pontos levantados, temos ainda que:

c) A demanda de liquidez sob o motivo transação mantém relativa independência do nível de renda corrente<sup>35</sup>.

d) Os bancos são agentes econômicos especiais que, por terem mercados cativos, têm grande capacidade de restauração de liquidez.

Quando explicita esta questão, o autor não está se referindo meramente ao fato de que os bancos concedem o crédito solicitado, abrindo, ato contínuo, depósitos em nome dos tomadores. Se fosse apenas isso, a hipótese só teria validade para o curtíssimo prazo, pois quando os empréstimos são pagos, os depósitos são destruídos. A questão fundamental tratada por Keynes refere-se à capacidade bancária de restauração de liquidez que advém de operações de crédito ao investimento (o *finance de investimento*), que possibilita a criação de nova capacidade produtiva, de riqueza nova. São os novos fluxos de pagamentos/recebimentos gerados que tendem a voltar aos bancos, pelo menos temporariamente, repondo sua liquidez. A questão tem a ver com a especificidade do crédito para investimento, que cria nova capacidade produtiva.

e) O *finance* (um crédito anterior a um fluxo de investimentos) é um fluxo, um fundo rotativo que pode ser usado e reutilizado sem absorver novos recursos, enquanto que a poupança é um estoque<sup>36</sup>.

f) Se por crédito entende-se *finance*, pode-se considerar que a demanda por crédito (*finance*) é um dos fatores que influenciam a taxa de juros. Mesmo assim, o autor observa que a demanda por liquidez não se reduz apenas a esta demanda creditícia (no sentido referido), sendo muito mais ampla.

---

<sup>35</sup> - Esta argumentação traz em si uma novidade, pois na Teoria Geral havia sido enfatizado que uma variação no nível de atividade efetivo afetava a demanda de moeda via motivo transação, mas não que um aumento na atividade planejada (como na argumentação desenvolvida) tivesse uma influência similar, sobrepondo-se à primeira. [*It follows that if the liquidity preferences of the public (as distinct from the entrepreneurial investors) and of the banks are unchanged, an excess in the finance required by currente ex ante output (it is not necessary to write investment, since the same is true of any output which has to be planned ahead) over the finance released by currente ex post output will lead to a rise in the rate of interest, and a decrease will lead to a fall. I should not have previously overlooked this point, since it is the copingstone of the liquidity theory of the rate of interest*] (Keynes, 1971b:220).

<sup>36</sup> - No sentido dado por Ohlin, cada novo investimento tem um novo crédito líquido associado a ele; só podendo ser utilizado uma vez.

f) Se por crédito entende-se *finance*, pode-se considerar que a demanda por crédito (*finance*) é um dos fatores que influenciam a taxa de juros. Mesmo assim, o autor observa que a demanda por liquidez não se reduz apenas a esta demanda creditícia (no sentido referido), sendo muito mais ampla.

Todos estes elementos rebatem na explicitação da influência do sistema financeiro sobre a determinação do nível de atividade e no seu importante papel no crescimento econômico. Fica claro que o investimento não está limitado pela poupança existente e sim pela disponibilidade de recursos - de *cash* -, que na economia capitalista moderna é essencialmente fornecido pelo sistema financeiro, com capacidade de criação de moeda.

É necessário perceber que tanto Hilferding quanto Keynes estão considerando implicitamente como parâmetro de suas análises, uma economia capitalista avançada, com um sistema bancário desenvolvido, com existência de mercados organizados de ativos financeiros e um determinado nível de desenvolvimento tecnológico que traz consigo a existência de plantas com tamanhos gigantescos, de grandes escalas de produção e grandes indivisibilidades em que, portanto, o capital fixo tem um peso enorme. Os montantes envolvidos nestes tipos de investimento são improváveis de serem levantados pelo capitalista individual<sup>37</sup>, advindo daí a necessidade de financiamento externo à firma, respondido por bancos que têm a capacidade de aglutinar enormes montantes de capital e de criar moeda.

Portanto, podemos dizer que para os dois autores, a transição para uma escala maior de atividade que envolve uma maior demanda de liquidez não será atingida se os bancos não estiverem dispostos a liberar os recursos. Postas estas qualificações, podemos perceber que o "público" pode "poupar" o que quiser e, mesmo assim, o resultado esperado não será atingido. "*The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving.*" (Keynes, 1971b:222)

Nestes termos, a efetivação do investimento que envolve grandes magnitudes está relacionada a duas decisões interligadas: de um lado, aquela que leva em conta as receitas esperadas advindas do uso do ativo de capital na produção e o custo do investimento e, de outro, a que diz respeito ao financiamento do ativo de capital que, no caso referido, envolve uma decisão

---

<sup>37</sup>- Mais à frente comentaremos que este tipo de investimento envolve também uma mudança de estrutura da unidade empresarial.

de se ter passivos financeiros. Esta segunda decisão, como observamos acima, depende diretamente do comportamento do sistema bancário - das instituições financeiras. Neste sentido, em determinadas condições (em especial quando tratamos de investimentos que envolvem enormes indivisibilidades), as facilidades financeiras são capazes de regular o patamar dos novos investimentos.

A importância do *finance* levantada por Keynes e a relevância do sistema bancário centralizando e ofertando crédito de capital, levantada por Hilferding referem-se, essencialmente, a este tipo de investimento. Como mostra Keynes, o papel de responder à demanda de moeda, que advém de uma decisão de investir, cabe aos bancos que têm a capacidade de centralizar e avançar capital para além do próprio montante centralizado. A discussão do *finance* de Keynes e do crédito de capital, de Hilferding, estão relacionados à capacidade bancária de avançar grandes magnitudes, sendo esta uma especificidade geral a todas as economias capitalistas modernas que possuam um sistema financeiro avançado que já apresente elevado grau de centralização de capitais.

No entanto, a questão relativa ao financiamento ao investimento não se encerra aí. Além da problemática desenvolvida acima, de como e de quem é capaz de ofertar estes grandes montantes, o financiamento ao investimento nos remete a outras questões que trataremos logo a seguir.

### **1.2.4. A complexidade dos contratos de financiamento que envolvem bens de grande porte - duráveis e indivisíveis**

Como mencionado acima, estamos nos referindo ao financiamento de investimentos que impliquem na compra de bens de longa durabilidade, grande porte e que, em grande parte, só podem ser adquiridos em unidades integradas. Por suas características, têm um preço de oferta alto, apresentam grandes indivisibilidades e são muito ilíquidos. Quando tratamos da compra do capital fixo com as características mencionadas, o financiamento externo à firma está envolvido e o alargamento de prazos para o pagamento é *necessário*.

Nas indústrias tradicionais, em que o peso do capital fixo não é tão grande, em que os montantes exigidos para a efetivação do investimento não são, portanto, de grande magnitude e em que não estão envolvidas grandes indivisibilidades, a necessária provisão financeira prévia à efetivação do investimento pode, em grande parte, ser levantada via acumulação interna da firma (lucros passados retidos). Pode haver a necessidade de financiamento, só que neste caso, as condições são diversas daquelas apresentadas pelos investimentos que exijam grandes magnitudes. O investidor das indústrias tradicionais continuará demandando financiamento com prazos alongados de pagamento, até porque para ele, se os contratos são estáveis, este alargamento dá maior segurança, visto que o seu rendimento, fonte essencial do pagamento da dívida, é incerto. Do lado dos bancos, no entanto, o alargamento de prazos não é *necessário*, uma vez que os montantes envolvidos e as indivisibilidades consideradas não chegam a comprometer o estabelecimento bancário, no caso do não-pagamento.

Se o banco estiver disposto a financiar, poderá fazê-lo ofertando empréstimo de curto prazo, analisando a idoneidade da empresa em questão e exigindo determinadas garantias<sup>38</sup>. O investidor, por outro lado, apesar de preferir prazos alongados, pode estar disposto a realizar o investimento, utilizando-se deste crédito de curto prazo, renovando-o continuamente. Isto é possível porque os montantes, as indivisibilidades envolvidas e o tamanho mínimo de planta não são muito grandes.

Neste caso, o investidor pode financiar, pelo menos parte do investimento com capital próprio, havendo a possibilidade de que, em períodos

---

<sup>38</sup> - Hilferding (1985:128) coloca que, via de regra, só se concede ao empresário individual um crédito equivalente, no máximo, ao seu capital circulante.

de crescimento econômico - fase ascendente do ciclo -, ele esteja disposto a assumir os riscos envolvidos na contínua repactuação<sup>39</sup>. Aqui vale lembrar a discussão do princípio do risco crescente formulado por Kalecki (1983) e a importância, do ponto de vista da firma, de que ela não perca de vista a necessidade de manter uma determinada "margem de segurança" quando for se endividar. A idéia é que, dependendo do montante de financiamento considerado, ela deve garantir que o capital próprio tenha um peso expressivo, vis-à-vis ao endividamento. Mesmo levando em consideração as observações acima, nos períodos de prosperidade econômica, há sempre a expectativa de se alcançarem altas rentabilidades, levando a que, muitas vezes, assumam-se posições mais arriscadas.

Como dissemos, o tipo de investimento que estamos tratando, ao contrário, exige enormes valores, improváveis de terem sido centralizados nas mãos do capitalista individual<sup>40</sup>, levando a que este tenha de recorrer ao financiamento para que seus planos se efetivem. Dadas as magnitudes, o investidor não tem condições de levantar, a curto prazo, via processo produtivo, o montante requerido para o pagamento da dívida. Por outro lado, não pode também ficar na dependência da contínua renovação de créditos de curto prazo para saldar seus débitos pois que, visto o vulto do negócio em questão, a possibilidade do não pagamento pode causar perdas irremediáveis ao investidor (*borrower's risk*).

Por outro lado, como vimos, as transações de financiamento à compra do capital fixo implicam na concentração da oferta de enormes montantes a um determinado devedor. Neste caso, na eventualidade de um insucesso, as perdas irremediáveis atingirão não apenas a ele, como também ao emprestador, o que Keynes chama de *lender's risk*<sup>41</sup>. A própria oferta do grande crédito de capital depende, pois, da possibilidade da efetiva quitação do débito que, em casos como este, passa pela necessidade da existência de mecanismos que impliquem em prazos alongados de pagamento, estando o financiamento ao investimento do tipo considerado, normalmente condicionado à existência destes mecanismos. Neste ponto, cabem dois elementos de problematização:

---

<sup>39</sup> - Que podem implicar em alterações nas condições do contrato. De qualquer forma, como os montantes não são muito grandes, desde que haja uma malha de agentes financeiros, e que existam condições de estabilidade, espera-se que as taxas de juros de curto prazo não sejam voláteis e que haja impecilhos à repactuação, pois neste caso espera-se que as taxas de juros de curto prazo não sejam voláteis.

<sup>40</sup> - Mais tarde iremos desenvolver esta questão, mostrando que, na verdade, o grande crédito de capital é ofertado essencialmente a grandes companhias/grandes financistas.

<sup>41</sup> - Estes conceitos de *lender's risk* e de *borrower's risk* estão ligados, como se percebe, ao princípio do risco crescente de Kalecki.

i) Já mostramos que os bancos têm a capacidade de avançar enormes montantes e vimos que, devido à existência de mecanismos de crédito desenvolvidos, eles têm a capacidade de oferecer a seus clientes financiamentos com prazos maiores que a média de seus passivos, através da administração de um fundo rotativo de passivos de curto prazo<sup>42</sup>. No caso do financiamento ao investimento, portanto, teoricamente o banco tem condições de alargar os prazos de suas operações ativas, oferecendo crédito de longo prazo. Ocorre, no entanto que, dadas as magnitudes do financiamento e os riscos envolvidos, alavancar os montantes referidos e ofertá-los a longo prazo, unicamente referenciado nos seus passivos de curto prazo, pode deixá-lo em situação de extrema iliquidez<sup>43</sup> e fragilidade<sup>44</sup>, como já destacado acima. Cabe assim, analisar em que condições os bancos estarão dispostos a ofertar o crédito de capital.

ii) Quando utilizamos contratos de longo prazo para financiar o controle sobre bens de capital, estamos usando um instrumento financeiro que traz o compromisso de pagamentos periódicos em "cash", por um determinado período de tempo. Isto envolve vários tipos de "risco". Na medida em que estes contratos envolvem pagamentos futuros, ao longo de um longo período, numa economia cuja incerteza quanto ao futuro é radical, está implícito o risco de conjuntura, que decorre da possibilidade do valor de mercado do instrumento financeiro depreciar-se a longo prazo, dadas mudanças nas taxas de juros, variações na moeda corrente do país (inflação) e flutuações no câmbio.

Dada ainda a natureza deste tipo de operações, temos o risco de crédito, visto estar posta a possibilidade de que uma das partes envolvidas na transação não consiga cumprir com as condições previstas no contrato, devido à insolvência, dificuldades técnicas ou operacionais. No caso do financiamento ao investimento, este risco é magnificado, uma vez que o pagamento da dívida envolve rendimentos que são incertos, baseados em expectativas que podem ser desapontadas, podendo causar incapacidade de honrar com as obrigações contratuais.

Também por estes elementos, dados os riscos envolvidos, resta saber em que condições seja possível utilizar instrumentos de dívida de longo

---

<sup>42</sup> - Como vimos, este fundo supõe que os depositantes/aplicadores mantenham saldos inativos por prazos regulares.

<sup>43</sup> - Hilferding observa que, no caso de se avançar crédito de capital de longo prazo ao capitalista individual para além do capital circulante da firma, seria como se o próprio banco se tornasse o investidor, assumindo a posição de iliquidez.

<sup>44</sup> - Minsky (1986) destaca que a fragilidade financeira é característica de economias capitalistas avançadas em que é possível financiar posições de longo prazo através da administração de um fundo rotativo de curto prazo.

prazo. Portanto, cabe analisar de que forma específica o financiamento ao investimento poderá ser feito, verificando se existem instituições que consigam "atenuar" os riscos envolvidos, no sentido de melhorar o estado de confiança<sup>45</sup> e possibilitar o alargamento de prazos.

O desenvolvimento da problemática acima envolve a qualificação de que o financiamento da acumulação em economias monetárias pode se dar via distintas formas institucionais, que levam em consideração as especificidades dos ambientes a que estão inseridas<sup>46</sup>, tendo associadas particulares condições de estabilidade. Por isto mesmo, estas formas institucionais não são únicas e podem, além do mais, mudar ao longo do tempo.

Dentro deste contexto, iremos mostrar como Keynes trata das questões levantadas, destacando que sua "forma típica" de financiamento ao investimento tem implícito um determinado ambiente institucional. A seguir, iremos mostrar como as condições de financiamento e estabilidade inerentes ao modelo Keynesiano mudaram e como a questão do financiamento ao investimento fica afetada com estas mudanças.

### **1.3. Keynes e a Forma Típica de Financiamento ao Investimento**

#### **1.3.1. A relação *finance\fundíng***

Como vimos, Keynes está discutindo, essencialmente, a capacidade bancária de dar resposta à demanda de moeda exercida pela firma no intervalo de tempo entre o planejamento do investimento e sua implantação efetiva. É mostrada a capacidade de avançar enormes montantes graças à existência de um fundo rotativo, constantemente renovado, visto serem continuamente feitos depósitos por motivos transacionais de poupança.

Devido à existência de horizontes de pagamento relativamente estáveis<sup>47</sup>, vimos que é possível administrar estruturas patrimoniais com horizontes de maturação díspares, supondo-se que os depositantes/aplicadores continuem mantendo saldos inativos por prazos regulares. Apesar desta capacidade, dada a magnitude dos montantes envolvidos no financiamento ao

---

<sup>45</sup> - Não estamos falando em redução de incerteza e sim em melhoria do estado de confiança.

<sup>46</sup> - Trararemos mais detalhadamente disto quando formos analisar a estrutura de financiamento no Brasil.

<sup>47</sup> - E portanto também de uma certa estabilidade na rotatividade dos depósitos.

investimento, no modelo apresentado pelo autor, os bancos buscam segurança, tentando manter um perfil de endividamento compatível com o perfil do crédito que oferecem. Por isto, neste modelo, a resposta à demanda acima - o *finance* - é eminentemente de curto prazo. No entanto, a questão da complexidade do financiamento ao investimento do tipo mencionado não está resolvida.

De um lado, a "garantia" bancária conseguida no caso do crédito comercial, em que o bem financiado serve de garantia da transação, não é possível de ser alcançada no financiamento ao investimento. Mesmo no caso considerado, o banco assume uma posição especulativa, por estar absorvendo um ativo - o empréstimo - que é suportado por um bem ilíquido - o capital fixo - cuja posse está relacionada à efetiva utilização produtiva, por um largo período<sup>48</sup>. De outro lado, findo o período de produção do capital fixo e efetivado o investimento, supõe-se que o empresário salde a sua dívida, pelo menos logo após o primeiro período de produção. No entanto, dados os montantes e riscos envolvidos, continua prevalecendo a necessidade de alargamento de prazos. Resta saber como, nesta estrutura, é resolvida esta questão.

No modelo, o processo típico de financiamento ao investimento é apresentado na seguinte passagem: "*The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long term issue on satisfactory conditions.*" (Keynes, 1971b:217)

Na verdade, como se percebe, este processo envolve dois movimentos:

i) Um, referente ao processo de *finance* que se relaciona ao fato de os bancos avançarem os grandes montantes de capital requeridos para a efetivação do investimento, via oferta de crédito de curto prazo;

ii) Outro, referente ao processo de *funding*, que implica na utilização de mecanismos de consolidação financeira, que permitam a transformação de obrigações de curto prazo, numa relação de longo prazo<sup>49</sup>.

---

<sup>48</sup> - Na verdade o bem não serve de garantia para o banco, a não ser que este tenha uma relação direta com o próprio investimento, como é o caso dos bancos de investimento alemães, por exemplo.

<sup>49</sup> - Keynes desenvolve essencialmente o processo de *finance*, deixando o de *funding* apenas indicado. De qualquer forma, está posto o fato do autor estar tratando de uma economia capitalista com uma complexa rede de interrelações financeiras. Estas permitem que os devedores paguem seus débitos não com o *cash* derivado do fluxo de rendimentos gerados pela produção, mas com o *cash* obtido através de débitos. Nestes termos, assim como em Hilferding, está explícita a assimetria de *cash flows* que envolvem o investimento.

Este "processo" típico de financiamento deve ser visto como um todo. No caso dos investimentos da magnitude que estamos tratando, eles envolvem necessariamente o segundo movimento, que se refere à transformação da referida dívida de curto prazo em obrigações de longo prazo.

Como relatado acima, no modelo apresentado, os bancos realizam o *finance* via crédito de curto prazo. Na medida em que estão envolvidos grandes montantes, o empresário poderá não efetivar o investimento, se não houver a perspectiva de consolidação financeira, mesmo havendo *finance* disponível, pois que poderá não ter condição, a curto prazo, de saldar sua dívida. Na verdade, neste caso, o próprio banco não estará disposto a avançar o *finance*, dado o problema do mencionado risco de crédito. Esta perspectiva de alargamento é, pois, demandada e *necessária* tanto para tomador quanto para credor, visto que os riscos envolvidos<sup>50</sup> no caso do não-pagamento podem afetar tanto um como o outro<sup>51</sup>, de forma irreversível. O tipo de investimento que envolve grandes montantes e indivisibilidades significativas requer mecanismos de transformação de prazos<sup>52</sup>, mesmo no caso em que o *finance* é feito via crédito de curto prazo. Como se percebe, a existência de canais de consolidação financeira pode ser uma das formas possíveis de reduzir o risco de instabilidade financeira, tornando viável a efetivação do tipo de investimento em questão.

A transformação das obrigações de curto prazo numa relação de prazo mais alongado implica na existência de detentores de riqueza dispostos a aplicar em títulos financeiros de longo prazo<sup>53</sup>. No modelo de Keynes, estes prováveis detentores serão os "novos poupadores"<sup>54</sup>, criados pelo próprio investimento financiado (CARDIM, 1991:135), sendo mostrado que, do ponto de vista macro, o financiamento ao investimento gera os recursos necessários para consolidação financeira. No entanto, a possibilidade *funding*, neste modelo, está condicionada à existência de aplicadores dispostos a adquirir títulos de longo prazo (Davidson, 1986). Esta é uma coordenação complexa, sobretudo

---

<sup>50</sup> - Vinculados ao princípio do risco crescente.

<sup>51</sup> - Esta observação é importante, como veremos mais adiante, pois podem ocorrer casos em que os montantes envolvidos não sejam tão grandes e que, apenas para o tomador, a soma seja considerada alta, vis a vis a possibilidade de levantar o pagamento. Do ponto de vista do banco, o não pagamento desta quantia não implicará em perdas que abalem sua estrutura. Neste caso, apenas o tomador demandará mecanismos de alargamento de prazos. Eles não são, no entanto, necessários.

<sup>52</sup> - Gostaríamos de salientar que não estamos nos referindo a CRÉDITO DE LONGO PRAZO unicamente, pois que a transformação de prazos pode ser feita via mercado de capitais, como já salientamos.

<sup>53</sup> - Conforme Hilferding, a própria ação é um título de dívida

<sup>54</sup> - No sentido considerado pelo texto.

porque dados os riscos envolvidos nos contratos de longo prazo, os horizontes dos investidores e dos referidos aplicadores podem ser distintos.

Para melhor compreensão, é preciso perceber que esta "forma típica" de financiamento ao investimento apresentada por Keynes está considerando a possibilidade de acomodação destes horizontes contraditórios, estando implícito um modelo com uma determinada estrutura institucional, sujeito a condições de estabilidade que lhe são características, elementos que serão tratados a seguir.

### **1.3.2. As condições de estabilidade e a estrutura de financiamento implícitas ao modelo keynesiano**

Keynes nos mostra que, numa economia em que o futuro é incerto, as previsões econômicas vão depender, não apenas do julgamento sobre a ocorrência mais provável, mas também da confiança em tal julgamento (KEYNES, 1982:124). A previsão, portanto, não é redutível a um cálculo, sendo "razoável que nos deixemos guiar, em parte, pelos fatos que merecem nossa confiança" (idem, ibidem). Nestes termos, o estado de confiança torna-se uma variável fundamental à determinação das previsões.

Como já foi mencionado, o autor trata implicitamente, de uma economia avançada, com compromissos financeiros complexos<sup>55</sup> em que as empresas que operam em grande escala necessitam de financiamento, não podendo por isto ignorar as flutuações de curto prazo do mercado, até por que elas são essencialmente sociedades anônimas<sup>56</sup>. Nestes termos, o estado de confiança não é tomado como um parâmetro individual de avaliação, devendo ser formado pela expectativa média dos homens de negócios.

A suposição é a de que a avaliação do mercado existe (no caso a do mercado de capitais) e é formada basicamente por uma convenção: a de "supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido" (KEYNES, 1982:126), a não ser que haja razões concretas para esperar uma nova mudança. Por isto mesmo, o "método habitual" considera a situação atual e projeta-a no futuro, considerando modificações só no caso da existência de motivos que definam a mudança de comportamento.

<sup>55</sup> - Procurar a citação de Keynes e a economia de negócios.

<sup>56</sup> - Ou se tornam sociedades anônimas.

O referido "método convencional" é utilizado desde que haja um certo grau de continuidade e estabilidade de negócios, ou seja, desde que se possa confiar no raciocínio proposto. Neste caso, mesmo considerando a incerteza quanto ao futuro, os agentes podem estar dispostos a tomar decisões que envolvam iliquidez e o longo prazo. A apontada "racionalidade" quanto à decisão de aplicação de capital envolve, pois, supostos acerca da existência de determinadas condições de estabilidade estrutural.

A construção do próprio modelo keynesiano de análise, que considera uma determinada equação de preços industriais de oferta, bem como um "arranjo institucional típico" de financiamento, traz consigo, implicitamente, condições de estabilidade específicas que tornam "racional" o comportamento descrito acima, conforme desenvolveremos a seguir.

O "modelo de Keynes" envolve a hipótese de que os contratos de crédito e endividamento não podem ser violados durante o período de produção, sendo fixos em termos de prazos e de taxas de juros. As flutuações de curto prazo da referida taxa não afetam, pois, as decisões de produção, sendo suposto que esta taxa flutue em torno da taxa de longo prazo que, por sua vez, só se alterará se houver razão para uma elevação do prêmio de liquidez (Tavares e Belluzzo, 1984:4)<sup>57</sup>.

A sincronia, no período de produção, entre os "contratos de oferta" e os "contratos de dívida", ou seja, a estabilidade nas condições contratuais no mercado de trabalho e no mercado de crédito permitem, no modelo, o cálculo do preço global de oferta. Nas condições apontadas, podem ser feitos contratos futuros denominados em moeda, que pré-estabelecem o valor da mesma para o período coberto pela contratação e o preço de oferta pode ser planejado como um preço de produção (Tavares e Belluzzo, 1984:3), montado a partir de custos primários relativamente estáveis<sup>58</sup>, acrescidos de uma margem normal de lucro (mark up fixo).

A moeda é considerada a "liquidez por excelência", sendo a sua função primária<sup>59</sup> a de ser moeda-de-conta para contratos, relacionada ao seu atributo de reserva de valor. Como os agentes confiam na manutenção de seu poder de compra, ela é considerada uma forma de riqueza, um ativo que é

<sup>57</sup> - Como já vimos, o motivo *finance* não é suficiente para determinar uma elevação duradoura da taxa de juros.

<sup>58</sup> - O ponto de partida é a taxa nominal de salários, constante no período de produção.

<sup>59</sup> - Os pós-Keynesianos, em especial Davidson e Minsky, destacam que Keynes constroi seu paradigma a partir do conceito de "economia monetária da produção", sendo este o núcleo definidor de sua abordagem.

demandado por si mesmo, podendo ser retido nos portfólios privados por períodos indeterminados.

Um modelo como este exige uma economia fechada com um padrão monetário estável, ou mesmo uma economia aberta em que vigore um padrão monetário internacional, que garanta taxas de equilíbrio de longo prazo para juros e câmbio. Estas condições permitem a estabilidade das condições contratuais e possibilitam um sistema de preços fixos industriais.<sup>60</sup>

Neste caso, é possível que existam detentores de riqueza dispostos a reter títulos de longo prazo, que sejam atraídos por uma remuneração mais alta do que aquela paga aos instrumentos financeiros de prazo mais curto. De fato, na hipótese apresentada, dada a existência das referidas condições de estabilidade, o risco de preço é considerado baixo, e o risco de conjuntura parece atenuado. Mesmo assim, nada garante que a demanda por ativos de determinada característica, por parte dos detentores de riqueza, seja satisfeita pela criação de *securities* pelas firmas, mesmo que elas envolvam um juro mais alto.

O tipo de ativo que os aplicadores procuram pode continuar sendo incompatível com o tipo de ativo que os devedores estão dispostos a oferecer. Deve-se levar em conta que, mesmo em condições de estabilidade, existem aplicadores que não pretendem enfrentar as condições de extrema iliquidez que possam estar envolvidas na aquisição de ativos de longo prazo e, neste caso, pode estar envolvida a questão do volume de capital que se dirija a este tipo específico de ativo.

Como já observamos, conjuntamente com as referidas condições de estabilidade e vinculado a elas, o modelo Keynesiano considera uma determinada estrutura de financiamento, calcada em instituições que dão a perspectiva de atenuar a iliquidez e os riscos envolvidos no alargamento de prazos. Estas viabilizam que os aplicadores tenham acesso a ativos diversificados<sup>61</sup>, e que possam transacioná-los em mercados secundários, além de possibilitar a administração de estruturas passivas e ativas com distintos horizontes de maturação (Stuart, 1993).

---

<sup>60</sup> . Destaquem-se aqui as preocupações de Keynes quanto à questão do câmbio.

<sup>61</sup> - Este papel de intermediação determina a possibilidade de surgimento de ampla gama de ativos, inclusive.

A "forma típica" de financiamento ao investimento indicada pelo autor, que envolve o circuito FINANCIAMENTO - INVESTIMENTO - POUPANÇA - FUNDING é pois determinada e resultante de um parâmetro institucional específico, que está implícito ao modelo, sendo o referido circuito uma das possíveis formas institucionais para o financiamento da acumulação em economias monetárias.

Para bem entender o circuito de financiamento ao investimento apontado por Keynes, sua validade e seus limites é preciso considerar que o autor está implicitamente tratando de uma economia capitalista avançada, com elevado grau de centralização de capitais. Nessa economia, estão também implícitas instituições que conformam uma estrutura de financiamento específica em que não só existe um sistema bancário desenvolvido cujas notas bancárias e direitos sobre depósitos são amplamente aceitos como meios de pagamento<sup>62</sup>, representando parcela importante do total de ativos financeiros, O mercado de capitais existe e é atuante, havendo um mercado secundário desenvolvido para o transacionamento das ações; mas também apresentam-se mercados organizados para o transacionamento de ativos financeiros que, no entanto, não oferecem ainda muitas formas alternativas, quer de captação, quer de aplicação<sup>63</sup>.

O modelo bancário "típico" de Keynes é aquele em que os bancos operam captando essencialmente depósitos à vista (o principal passivo bancário) e ofertando empréstimos de curto prazo não securitizáveis (elemento essencial do ativo). Estes são a própria razão de ser do banco, que tem significativa autonomia para a criação de créditos e é capaz - na medida em que se está considerando um elevado grau de centralização de capitais - de alavancar os enormes montantes demandados para o financiamento do capital fixo.

Mesmo considerando a capacidade bancária de criação de moeda, é importante perceber que a expansão da taxa de investimento requer transferência de liquidez e que, dados os riscos envolvidos em operações deste porte, os bancos não estarão dispostos a reduzir indefinidamente a sua liquidez. Nestes termos, há um limite para os compromissos que o mercado concordará em assumir antecipadamente<sup>64</sup>, limite este que tem a ver com fatores

<sup>62</sup> - A partir do estágio 2 de Victória Chick (1986).

<sup>63</sup> - Dado que existe limitado leque de ativos financeiros, a demanda de liquidez se confunde com a demanda de moeda.

<sup>64</sup> - Esta argumentação é importante para se entender, a discussão que iremos enfrentar posteriormente, que diz respeito à impossibilidade de o sistema financeiro nacional dar resposta à demanda de financiamento requerida para o salto rumo à industrialização avançada. Não se trata aqui de uma questão de "falta de poupança", como salienta Tavares (1986), mas de total impossibilidade de se atingir as magnitudes requeridas, face ao nível e a capacidade interna de acumulação.

que podem mudar ao longo do tempo inclusive. Tem a ver, em primeira instância, com o princípio do risco crescente formulado por Kalecki(1983) (perspectiva micro). Quando tratamos do financiamento ao investimento, este limite pode ser bastante elástico, pois o referido risco pode ser atenuado face à perspectiva de consolidação financeira.

Outro fator a ser considerado quando tratamos dos limites da criação de moeda escritural é que os bancos são agentes econômicos que buscam a valorização do capital. Como os demais agentes que lidam com enormes montantes, fazem suas operações levando em consideração o estado de confiança do mercado. Em condições de estabilidade e crescimento, analisam as perspectivas da economia sob a ótica de que a referida situação tende a perdurar (perspectiva macro) e, por isto, podem se dispor a avançar crédito para além da taxa de investimento anterior inclusive. A característica dos bancos privados é a de serem essencialmente "pró-cíclicos"<sup>65</sup>, chegando, nestes casos, a assumir posições muito vulneráveis. Em momentos de crise - de queda da eficiência marginal do capital - por outro lado, a perspectiva do mercado é negativa e os bancos privados não se arriscarão; irão reduzir os seus empréstimos pois que não estarão dispostos a abrir mão de sua liquidez.

Na verdade, a criação de moeda é uma questão largamente institucional dependente também de instituições específicas que afetam a forma de operação dos bancos. Um dos elementos que influenciam a capacidade de expansão monetária e que ilustram o seu caráter institucional é a necessidade de manutenção de reservas<sup>66</sup>, pois, se não existem muitos instrumentos financeiros alternativos e se estas margens são essencialmente mantidas em espécie, quanto maior a referida margem, menor o poder de expansão monetária.

Devemos esclarecer que essa margem vai depender da capacidade bancária de levantar "cash", o que varia com o grau de concentração e desenvolvimento do sistema bancário. Na verdade, se não existirem limites legais bem definidos, também esta limitação é relativa, pois, em períodos de crescimento, os bancos tendem a assumir posições mais arriscadas reduzindo, por exemplo, sua "margem de segurança" na expectativa positiva de ganhos. Nestes termos, a criação de moeda pode ser ainda limitada pela política

---

<sup>65</sup> - Desta discussão partiremos para analisar o caso de economias de industrialização retardatária e o papel do Estado nesta questão.

<sup>66</sup> - Especialmente a partir do momento em que a atividade de empréstimo toma a forma de linhas de crédito, e que os bancos expandem seu poder de criação e multiplicação de moeda, estes precisam operar com "margens de segurança" para enfrentar necessidades imprevistas de liquidez.

monetária, desde que esta seja capaz de afetar efetivamente o crédito bancário.

No modelo de Keynes, a política monetária é inócua para reativar o crescimento, estando implícito que a política das Autoridades Monetárias pode ser confirmada, atenuada ou contraposta por uma estratégia distinta por parte dos bancos<sup>67</sup>. Assim, o Banco Central pode criar reservas através do *open market*, mas os bancos podem utilizá-las de forma contracionista em termos da circulação industrial e, portanto, da renda monetária da economia. Por outro lado, nesse modelo a oferta de moeda pode sofrer relativo<sup>68</sup> controle do Banco Central, via utilização dos instrumentos clássicos<sup>69</sup>. Para que isto seja possível, está implícito que a flexibilidade das margens de segurança dos bancos é limitada<sup>70</sup> restritos os passivos bancários, sendo o controle de liquidez bancária efetuado pelo lado do ativo.

Mesmo considerando que a criação de moeda escritural não é ilimitada, esta estrutura de financiamento destaca o poder do *finance* bancário. Desde que os depósitos funcionam como meios de pagamento e na hipótese de que existam poucas alternativas de aplicação, é lícito afirmar, como faz Keynes, que grande parte dos fluxos de pagamento gerados pela própria efetivação do investimento transformam-se<sup>71</sup> em passivos bancários<sup>72</sup>, constituindo-se em importante elemento de reposição da liquidez dos bancos. Numa estrutura como esta, destaca-se o poder do *finance* bancário, sendo elevada a capacidade de criação e multiplicação de moeda a partir de depósitos à vista<sup>73</sup>.

Um outro aspecto a considerar é que mesmo que Keynes não tenha desenvolvido a questão do *funding*, deixando-a apenas indicada, podemos afirmar

<sup>67</sup> - Cardim de Carvalho (1993) observa que esta é a "endogenia" considerada por Keynes.

<sup>68</sup> - "As autoridades monetárias, porém, não têm e não podem ter o controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível por causa da intermediação bancária que se interpõe entre as autoridades e o público" (Cardim de Carvalho, 1991:120).

<sup>69</sup> - Não estamos fazendo uma discussão acerca do conceito de endogeneidade ou exogeneidade da moeda no modelo Keynesiano. Conforme observa Cardim de Carvalho (1993:117), não é muito clara a idéia de que "a endogeneidade ou exogeneidade da oferta de moeda, por si, representem um critério de ortodoxia ou heterodoxia em matéria monetária ou macroeconômica em geral".

<sup>70</sup> - Tal assunto será abordado mais adiante.

<sup>71</sup> - Pelo menos temporariamente.

<sup>72</sup> - Proposição compatível com a análise de Hilferding (1985), que supõe que praticamente a totalidade do "capital ocioso de toda a sociedade" flui para os bancos.

<sup>73</sup> - Na verdade, é difícil distinguir os depósitos à vista dos depósitos a prazo para fins operacionais do crédito bancário, fato reconhecido por Keynes já naquela época (livro VII do Tratado de Probabilidade). Nestes termos, é necessário fazer uma leitura abrangente da criação creditícia.

considerando várias passagens da Teoria Geral e de seus escritos posteriores, que o autor leva em conta a existência de um mercado de capitais desenvolvido onde pode ser feita a consolidação financeira. Uma vez existindo a perspectiva de consolidação, os bancos dispõem-se a oferecer, via crédito de curto prazo<sup>74</sup>, os enormes montantes demandados para a compra do capital fixo.

A importância da abertura de capital é explícita para o autor ao mostrar que a maioria das empresas que têm peso relativo no valor total do investimento podem ser cotadas na bolsa de valores<sup>75</sup>, sendo estas as que efetivamente demandam grandes montantes de crédito<sup>76</sup>.

Por outro lado, a perspectiva efetiva da consolidação, leva à possibilidade da cobertura do crédito de curto prazo, coloca-se pelas condições de estabilidade consideradas no modelo. Estas justificam a existência de detentores de riqueza dispostos a aplicar em títulos de longo prazo - como as ações - na busca de um bom rendimento. Além do mais, a institucionalização do mercado de capitais, que permite a transformação da empresa individual em sociedade anônima, traz consigo a operação de um mercado secundário para o transacionamento das ações. Por isto mesmo estas, apesar de serem títulos de longo prazo, não carregam consigo a característica de iliquidez<sup>77</sup>. *"Assim, os investimentos que são 'fixos' para a comunidade tornam-se 'líquidos' para o indivíduo"* (Keynes, 1982:127).

---

<sup>74</sup> - Em Hilferding, a análise é compatível com Keynes, mas a estrutura de financiamento implícita é distinta, pelo fato de que a análise é feita tendo por base a economia alemã. Aí a demanda para o financiamento do capital fixo é respondida pelos bancos de Investimento. Estes oferecem crédito com prazos mais alongados (crédito de capital), tendo por detrás um Banco Central forte que serve como emprestador de última instância. Atuam, além do mais, diretamente no mercado de capitais ( que à época do processo de industrialização era mais fraco que o americano ), tornando-se agentes da abertura de capital de seus devedores. Com isto, além de garantirem o pagamento dos débitos, passam a ter, em carteira, grande parte das ações das firmas em questão, auferindo também grande lucratividade com o lançamento das referidas ações ( obtenção do lucro de fundador, ou parte dele, por exemplo). Estabelece-se então uma forte relação entre o banco e a empresa demandadora do grande crédito de capital que já é, ou se torna uma sociedade anônima.

<sup>75</sup> - Keynes considera que *"certas categorias de investimento são reguladas pela expectativa média dos que negociam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações, em vez de expectativas genuínas do empresário profissional"* (Keynes, 1982:126) e faz a observação, em pé de página, de que *"Isto não se aplica, naturalmente, ao tipo de empresas que não podem ser facilmente cotadas na bolsa de valores e para as quais tampouco existem instrumentos de negociação próximos a esses papéis que estamos discutindo. As categorias que se enquadram nessas exceções eram anteriormente, numerosas. Todavia, sua importância relativamente ao valor total do novo investimento está diminuindo rapidamente"*.

<sup>76</sup> - *"(...) o investidor que se proponha a ignorar as flutuações de muito curto prazo do mercado necessita de maiores recursos para a sua segurança e não deve operar em tão larga escala, se é que opera em alguma, com dinheiro emprestado (...)"* (Keynes, 1986:130) - grifo nosso

<sup>77</sup> - Continua carregando o risco de preço e o risco de conjuntura, só que estes são relativizados em condições de estabilidade. Mesmo assim, deve ser colocado que a geração macroeconômica do montante necessário à consolidação e à sua própria perspectiva não invalidam a questão da incerteza e da instabilidade intrínseca ao capitalismo. De fato, mesmo em condições de estabilidade estrutural, nada garante que os detentores de riqueza estejam dispostos a abrir mão da liquidez e comprar os títulos que garantam a consolidação financeira.

Com esta discussão, estamos querendo mostrar que o circuito *FINANCIAMENTO - INVESTIMENTO - POUPANÇA - FUNDING* apontado por Keynes é um "processo característico" (Stuart, 1993) a uma economia avançada e que leva em conta condições de estabilidade e estruturas institucionais determinadas. Estes elementos limitam a consideração do referido circuito como "forma típica" de financiamento ao investimento a um determinado período histórico, em que estão presentes os condicionantes que determinam aquela específica conformação e a determinadas economias possuidoras do arranjo institucional descrito.

Esta construção permite-nos passar a um nível de análise histórico-concreto e mostrar que as condições de estabilidade que determinam a forma de estruturação do modelo keynesiano estão presentes na conformação do capitalismo à época de sua análise. Podemos considerar que Keynes constrói seu modelo referenciado nestas condições, levando implicitamente em consideração a realidade econômica pós-II Revolução Industrial, em que a alta finança européia, a hegemonia inglesa e o padrão ouro possibilitam a expansão do capitalismo a nível mundial, num contexto de estabilidade estrutural que, no entanto, não impede a grande crise que se apresenta nos anos 30.

É neste contexto que Keynes opõe-se frontalmente à ideologia de que o capitalismo é capaz de produzir sua auto-regulação. Constrói seu modelo à luz desta realidade em que o capitalismo apresenta características estruturais específicas, referenciado no modelo institucional da economia anglo-saxônica e americana nos referidos anos. Mostra, de um lado, que este sistema é intrinsecamente instável e traz estruturalmente a possibilidade de crises. De outro lado, destaca a profundidade destas crises capazes de destruir o emprego, a riqueza e a capacidade produtiva sem que haja, no entanto, mecanismos automáticos de ajuste.

### **1.3.3. A compatibilidade da estrutura de financiamento americana da década de 30 a 60 com a forma típica de financiamento ao investimento apontada por Keynes.**

Um dos elementos determinantes da estabilidade econômica que perdurou até os anos 60, e que permite que o modelo Keynesiano possa ser considerado válido até aí, foi a vigência de uma estrutura financeira robusta que apareceu como legado do conservadorismo pós-depressão e do imediato pós-guerra.

No período pós-depressão, a estrutura de financiamento americana sofreu modificações ao serem impostos estreitos limites à forma de atuação dos bancos e severos controles governamentais sobre o setor financeiro. Estas resoluções redundaram na configuração de uma estrutura segmentada e altamente regulada, sendo as referidas mudanças consequência das dramáticas experiências da recessão e da leitura feita quanto às causas do colapso (Friedman, 1971:420).

As principais medidas que mudaram a configuração da estrutura vigente anteriormente começam a ser implementadas no período do *New Deal*, destacando-se:

i) O aumento dos poderes do FED e a decretação do *federal deposit insurance* (reservas compulsórias) como meio de garantir reservas de segurança;

ii) A imposição de limites para a permissão de abertura de bancos e a adoção de medidas de emergência no sentido de reabrir alguns que haviam falido;

iii) A restrição da relação entre bancos comerciais e companhias de investimento<sup>78</sup>;

iv) A segmentação do mercado financeiro pela delimitação das áreas específicas de atuação. No caso dos bancos comerciais, destaca-se o veto em trabalhar com operações financeiras alternativas que não estivessem restritas às suas operações tradicionais<sup>79</sup>;

v) A proibição da emissão de notas bancárias pelos bancos comerciais, sendo as existentes convertidas em Obrigações do Tesouro e posteriormente retiradas de circulação;

vi) A proibição aos bancos de pagarem juros sobre depósitos à vista e o estabelecimento de um teto sobre os juros a serem pagos sobre os depósitos a prazo<sup>80</sup>.

A visão que determinou a não-intervenção do FED sobre o *crash* e que norteou as referidas medidas considera que o *boom* da bolsa de valores teria forte relação com a forma de atuação dos bancos, por serem eles responsáveis pelo oferecimento de financiamento a projetos de investimento questionáveis que vieram a efetivar-se, e também por serem agentes na abertura de capital de várias destas empresas. Nesta linha, a idéia é a de que as

---

<sup>78</sup> - "Investment affiliates of commercial banks were prohibited and interlocking directorates between commercial banks and investment companies restricted" (Friedman, 1971:443).

<sup>79</sup> - "Members banks were also prohibited from acting as agents of nonbank lenders in placing funds in the form of security loans in the stock market" (Friedman, 1971:443).

<sup>80</sup> - As instituições financeiras não bancárias também sofreram limites a este respeito.

dificuldades bancárias da década de 30 estariam ligadas à forma de atuação arrojada<sup>81</sup> dos bancos, pouco cautelosa e às suas estreitas relações com o mercado de capitais.

O diagnóstico oficial é o de que o pagamento de juros sobre depósitos havia levado a uma excessiva competição interbancos, forçando-os a reduzir as reservas abaixo dos níveis "desejáveis". Como consequência, teriam se engajado em políticas de empréstimo arriscadas e a investimentos de rentabilidade duvidosa, além de atuarem diretamente no mercado de capitais para garantir a consolidação financeira necessária à cobertura dos créditos concedidos. Os limites impostos ao pagamento de juros sobre os depósitos resultam deste diagnóstico e são implementados como forma de reduzir a competição interbancária e de garantir operações "seguras". Nesta linha, são delimitadas as áreas de atuação dos intermediários financeiros para tornar viável o controle do FED e separadas claramente as operações e os agentes do mercado de crédito e de capitais, também visando a maior controle sobre este mercado e à redução da especulação.

As limitações e os controles destacados acima, em princípio, não foram contestados pelos bancos que, por conta própria, já estavam adotando posturas mais cautelosas quanto a suas exposições. No entanto, estas restrições obstaculizaram a concorrência dos bancos frente às demais instituições do mercado financeiro<sup>82</sup>, além de reduzirem a importância dos depósitos interbancários. Temos ainda que *"The reduction in interbank deposits plus the prohibition of banks' acting as agents of nonbank lenders in placing funds on the stock market contributed to the sharp decline in security loan by banks and the dwindling in importance of the call-loan markets as a means of investing secondary reserves"* (Friedman, 1971:445).

Como se percebe, as limitações impostas, além de facilitarem o controle sobre o sistema financeiro, bloquearam, de certa forma, o aparecimento de inovações neste setor. A visão destas consequências não pode ser, no entanto, unilateral pois, especialmente nos primeiros anos pós-reforma, resultando do colapso dos anos 30, foi assumida uma postura de cautela por todos os agentes econômicos, os bancos que não questionaram as limitações impostas, inclusive.

---

<sup>81</sup> - Criticando-se as baixas reservas de segurança mantidas.

<sup>82</sup> - Como por exemplo, as associações de poupança e empréstimo, que podiam pagar taxas maiores aos depósitos a prazo (Friedman, 1971:445).

A conformação desta estrutura de financiamento específica, segmentada e altamente regulada, em que se destaca a nítida separação entre o mercado de crédito e o de capitais<sup>83</sup> é, portanto, resultado dos fatores acima mencionados, envolvendo não apenas os requerimentos de capital, os condicionantes históricos relacionados à crise de 29, as condições de estabilidade existentes no período pós depressão. Esta estrutura intitucional abrange também as determinações e concepções do aparelho estatal que regularam seu ordenamento, bem como as próprias ações dos detentores de capital, que se organizaram no sentido de posturas financeiras mais cobertas. Neste sentido, observamos que a forma específica das intuições existentes e do seu interrelacionamento também está intimamente vinculada à relação Público-Privado existente, não podendo dela ser dissociada.

A referida estrutura remete a que o financiamento de curto prazo seja essencialmente de crédito e executado pelos bancos comerciais com base em depósitos. Em termos do financiamento de longo prazo, o mercado de crédito responde por um sistema de hipotecas de casa própria, em que contratos de 20 a 30 anos são executados com base em depósitos de poupança de 30 ou 60 dias<sup>84</sup>. O alargamento de prazos, necessário ao financiamento do investimento, é feito via mercado de capitais, respaldado por investidores institucionais, como as seguradoras e os fundos de pensão.

Evidenciada a estrutura básica, que vigora essencialmente até a década de 60, podemos agora observar os dados referentes à composição dos ativos dos bancos comerciais americanos entre 1929 e 1960. Esses dados nos auxiliam na análise da forma típica de atuação desses nos anos citados.

No período considerado, os bancos funcionavam na forma tradicional, captando essencialmente depósitos<sup>85</sup> e oferecendo empréstimos. Para mostrar o prevailecimento desta forma de operação, precisamos explicar o aparente paradoxo dos dados apresentados na TABELA I-1, que mostram uma queda no peso dos empréstimos sobre o total do ativo e um paralelo crescimento da participação de investimentos e caixa.

---

<sup>83</sup> - Vide o caso de os bancos serem proibidos de atuar, seja na colocação de títulos de dívida, seja como agentes da abertura de capital de seus clientes.

<sup>84</sup> - Como vimos, os bancos são proibidos de fazer este tipo de captação.

<sup>85</sup> - A abordagem sobre este assunto será feita mais à frente.

**TABELA I-1**  
**COMPOSIÇÃO DO ATIVO DOS BANCOS COMERCIAIS**

períodos selecionados - 1929-60

itens período	ATIVOS (US\$ bilhões)					participação dos itens no ativo total				emp\
	emprést.	invest	caixa	outros	total	emprést	invest.	caixa	outros	invest.
1929	36,1	13,7	9,0	3,6	62,4	57,9	22,0	14,4	5,8	2,6
1933	16,5	14,1	7,4	2,6	40,5	40,7	34,8	18,3	6,4	1,2
1934	15,7	17,1	9,6	2,5	45,0	34,9	38,0	21,3	5,6	0,9
1935	15,0	19,7	11,8	2,4	40,9	30,7	40,3	24,1	4,9	0,8
1936	15,6	23,1	14,5	2,4	55,6	28,1	41,5	26,1	4,3	0,7
1937	17,5	22,1	15,0	2,3	56,7	30,8	38,8	26,4	4,0	0,8
1938	16,1	21,1	16,8	2,2	56,2	28,6	37,5	29,9	3,9	0,8
1939	16,4	23,0	19,9	2,2	61,4	26,7	37,5	32,4	3,6	0,7
1940	17,4	23,8	24,6	2,0	67,8	25,7	35,1	36,3	2,9	0,7
1941	20,3	27,3	25,8	1,9	75,4	26,9	36,2	34,2	2,5	0,7
1945	23,7	90,9	30,2	1,5	146,2	16,2	62,2	20,7	1,0	0,3
1948	39,9	74,0	34,2	1,8	149,8	26,6	49,4	22,8	1,2	0,5
1957	91,0	73,5	40,0	3,9	208,4	43,7	35,3	19,2	1,9	1,2
1958	95,0	84,3	43,5	4,4	227,8	42,0	37,0	19,1	1,9	1,1
1959	103,4	82,7	42,9	4,7	233,7	44,2	35,4	18,4	2,0	1,3
1960	115,3	74,8	47,1	5,3	242,5	47,5	30,8	19,4	2,2	1,5

fonte: Friedman (1971:450)

Esta configuração explica-se pela postura de cautela pós-recessão, adotada pelos bancos. Vimos que, apesar da capacidade de criação de moeda e desde que os empréstimos não podem ser usados para gerar *cash*<sup>86</sup>, sendo considerados uma "posição" (*position*)<sup>87</sup>, há a necessidade de se operar com "margens de segurança" para garantir a liquidez. Já fizemos também referência ao fato de que o nível das referidas margens depende das expectativas bancárias<sup>88</sup>. Ao contrário dos períodos de expansão, em que o banco chega a comprometer sua posição de liquidez, um período de recessão leva a que eles passem os anos imediatamente posteriores tentando garantir operações com maior cobertura e buscando uma posição segura.

Foi exatamente isso o que ocorreu com os bancos americanos que sobreviveram ao "holocausto" da depressão, comportamento que afetou a visão acerca do que seria "desejável" em termos da estrutura bancária e que os levou a não questionar as restrições impostas, inclusive.

Segundo o que já foi exposto, a existência de uma autoridade monetária exigindo a manutenção de determinados tetos de reservas compulsórias é também um fator que afeta o nível de reservas e pode,

<sup>86</sup> - Como veremos mais adiante, mesmo os empréstimos podem se tornar ativos líquidos.

<sup>87</sup> - Um estoque no portfólio bancário.

<sup>88</sup> - Estas se baseiam essencialmente nas expectativas de curto prazo do mercado.

dependendo da situação, afetar as próprias operações de crédito. De fato, cada vez que é efetivado um empréstimo<sup>89</sup>, o nível de reservas exigidas junto ao Banco Central, determinado como um percentual do ativo, cai abaixo do permitido. O banco deverá então ter condições de levantar o montante líquido requerido para manter a posição exigida junto ao BACEN.

Se o banco pudesse trabalhar apenas com reservas em espécie, como forma de garantir liquidez, o Banco Central teria influência determinante na expansão dos empréstimos, pois os bancos seriam obrigados a manter largas margens de reservas em espécie para cobrir as reservas compulsórias exigidas. Se os créditos concedidos envolverem grandes magnitudes, a exigência de reservas compulsórias numa estrutura como a descrita poderá vir a limitar o nível de empréstimos, além de reduzir o poder de multiplicação da moeda escritural.

Ocorre, no entanto, que o banco também pode ser capaz de gerar liquidez (*cash flow*) em seu favor. Uma das formas é a posse de ativos financeiros atrativos que possam ser rapidamente transformados em moeda<sup>90</sup>, o que só é possível se estes possuírem mercados organizados onde possam ser rapidamente negociados<sup>91</sup>. Nestes termos, o controle do Banco Central sobre a expansão do crédito será tanto maior, quanto menor forem as possibilidades de utilizar instrumentos capazes de gerar *cash flows* em favor dos bancos e também quanto menor for a existência de instituições capazes e dispostas a bancar as necessidades bancárias de liquidez.

*"The greater the number of alternative position making techniques available for bank and for other financial institutions, the slower the reaction of the supply of finance to monetary policy of the Federal Reserve" (Minsky, 1986:76).*

Como nos mostra a TABELA I-1, a pressão por liquidez e a maior cautela bancária pós-depressão foi respondida por um crescimento na fração mantida sob forma de caixa sobre o total do ativo, bem como do item

<sup>89</sup> - Fato que acarreta uma expansão do ativo bancário.

<sup>90</sup> - Uma questão interessante a ser observada na Estrutura de Financiamento Americana, e que tem rebatimentos sobre esta discussão, refere-se à forma específica de financiamento da II Guerra. O financiamento foi feito essencialmente pela emissão de títulos públicos (um ativo bancário negociável) adquiridos primordialmente pelos bancos. Este episódio contribuiu para o desenvolvimento de mercados secundários do *open market* e de transações interbancárias. De certa forma, poder-se-ia dizer que este teria sido um embrião da securitização.

<sup>91</sup> - De acordo com discussão desenvolvida por Minsky(1986), o ato de adquirir *cash* para financiar os ativos essenciais para um negócio é denominado de "*making position*" e o instrumento utilizado para isto é chamado de *position making instrument* (Minsky, 1986:76).

investimentos<sup>92</sup>, cuja composição nos anos considerados, é essencialmente de ativos que pudessem ser convertidos rapidamente em cash.

**TABELA I-2**  
**BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS AMERICANOS MEMBROS DO FED**

Total do ativo, caixa, reservas - US\$ bilhões

itens	Ativo total	caixa	caixa\ ativo total	reservas compulsórias	reservas\ ativo total	caixa excedente\ ativo total excedente <sup>1</sup>
1929	45,5	7,2	15,8	2,3	5,1	11,3
1933	33,0	6,2	18,8	1,8	5,5	14,1
1934	37,4	8,2	21,9	2,1	5,6	17,3
1935	40,7	10,1	24,8	2,6	6,4	19,7
1936	46,5	12,5	26,9	2,9	6,2	22,0
1937	47,5	13,0	27,4	6,0	12,6	16,9
1938	47,1	14,8	31,4	5,1	10,8	23,1
1939	51,9	17,6	33,9	5,9	11,4	25,4
1940	57,8	21,8	37,7	6,9	11,9	29,3
1941	64,9	22,7	35,0	7,8	12,0	26,1
1945	126,4	25,8	20,4	13,3	10,5	11,1
1948	127,3	30,3	23,8	16,7	13,1	12,3
1957	176,5	35,3	20,0	18,3	10,4	10,7
1958	194,0	38,5	19,8	18,3	9,4	11,5
1959	197,3	37,9	19,2	18,0	9,1	11,1
1960	204,2	41,9	20,5	17,7	8,7	13,0

fonte: Friedman (1971:460)

1. Ativo-caixa excedente às reservas compulsórias em relação ao ativo total excedente às reservas compulsórias.

A TABELA I-2<sup>93</sup>, logo acima, nos dá uma clara visão quanto ao comportamento bancário frente à manutenção de reservas em espécie. Em 1929, o item caixa tinha uma participação de 15,8% do ativo. Os montantes mantidos voluntariamente representavam 10,7% do total do ativo enquanto que as reservas compulsórias tinham uma participação de 5,1%. Já em 1939, cresce a participação do caixa que passa a representar 33,9% do ativo. Pelos dados, vemos que este crescimento esteve vinculado não apenas à exigência de maiores níveis de reservas compulsórias (11,4%), mas também a decisões operativas dos próprios bancos que aumentaram sobremaneira a participação dos encaixes voluntários (22,5%). Este comportamento, como já mencionamos, é próprio de um período pós-depressão, em que se destaca a aversão ao risco.

Dentro da mesma linha de raciocínio, podemos analisar o crescimento da participação do item investimentos (TABELA I-1). Nos referidos anos, a busca de maior segurança levou a que as carteiras fossem dominadas pelos ativos emitidos pelo governo, devendo ser observado que existiam poucos

<sup>92</sup> - Vis-a-vis à queda de participação dos empréstimos

<sup>93</sup> - Esta tabela trata apenas de bancos membro (*member banks*).

títulos de dívida privados. Dados estes aspectos, a carteira de investimentos bancária foi composta essencialmente por títulos do Tesouro<sup>94</sup>, e o ajuste das necessidades de liquidez foram feitos, em grande parte, via compra e venda dos mesmos.

Visto que as restrições legais impostas e o próprio comportamento defensivo dos bancos abortaram as possibilidades de aparecimento de novos passivos bancários transacionáveis, limitando a captação dos mesmos essencialmente a depósitos, a atividade de *position making*, ficou restrita ao lado ativo das operações e manteve-se monopolizada pelo mercado de títulos do Tesouro.

Esta "forma típica" de operação continuou vigorando no imediato pós II Guerra, período que se caracterizou por uma grande acumulação de cash e de títulos do governo nas mãos dos agentes económicos privados, resultado dos gastos de guerra, dos controles sobre os investimentos e dos limites impostos aos dividendos, que levaram à manutenção da conformação desta estrutura financeira líquida e conservadora, determinada e determinante da estabilidade estrutural vigente nestes anos.

É necessário acrescentar que, após o término da guerra estabeleceu-se uma nova forma de articulação da economia mundial - movimento de internacionalização económica. Por isto, além de restrições legais impostas e da liquidez pós-guerra, que deu a muitas empresas condições de autofinanciamento, e do pensamento conservador que limitava as exposições financeiras, é necessário considerar os mecanismos reguladores da economia a nível internacional que passa pela instituição do padrão dólar-ouro, implementado a partir de Bretton Woods, como importante fator de estabilidade.

Com a instituição deste novo padrão, a idéia é a de evitar a inflexibilidade do padrão-ouro, buscando-se garantir a estabilidade monetária através de uma relação determinada entre a moeda americana e as demais, sendo que para o dólar é arbitrada uma relação com o ouro. Subjacente a este esquema está a concepção de que o país que detiver reservas em dólares, devido à paridade fixa desta moeda com o ouro, tem o seu valor garantido na contrapartida em ouro, o que asseguraria a estabilidade monetária<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> - Treasury bonds.

<sup>95</sup> - Paralelamente ao fato de os países membros se comprometerem a evitar alterações competitivas de câmbio, é criado o FMI, para cumprir o papel de câmara compensatória dos desequilíbrios nos balanços de pagamento dos referidos países e cuidar da instabilidade decorrente da desvalorização competitiva das moedas. Dentro desta lógica internacionalizada, neste

TABELA I-3  
DEPÓSITOS AJUSTADOS DOS BANCOS COMERCIAIS AMERICANOS

itens\ períodos (meses de junho)	DEPÓSITOS AJUSTADOS					
	moeda em poder do público	Bancos Comerciais			mutual savings banks	postal savings system
		à vista	à prazo	total		
1927	3.951	21.845	18.500	40.433	7.961	147
1929	3.911	22.278	19.729	42.007	8.845	154
1933	4.949	14.283	10.855	25.138	9.586	1.185
1934	4.584	16.484	12.005	28.489	9.647	1.195
1935	4.708	20.491	12.850	33.341	9.787	1.202
1937	5.512	25.075	14.608	39.683	10.104	1.264
1938	5.428	23.745	14.927	38.672	10.165	1.248
1939	5.496	26.640	15.095	41.735	10.387	1.259
1940	6.610	32.153	15.565	47.718	10.504	1.290
1941	8.174	37.175	15.947	53.122	10.606	1.300
1945	25.300	72.167	27.204	99.371	14.374	2.600
1948	26.000	85.200	35.600	120.800	18.100	3.400
1957	28.300	108.100	53.600	161.700	30.700	1.500
1958	28.400	109.700	61.000	170.700	32.800	1.200
1959	29.000	113.800	65.000	178.800	34.400	1.100
1960	28.900	110.500	66.800	177.300	35.200	800

FONTE: Tabela construída a partir de dados apresentados por FRIEDMAN (1971).

Os elementos já levantados permitem-nos demonstrar o que pretendíamos, ou seja, que a estrutura de financiamento americana, conjugada às referidas condições de estabilidade, é compatível com a forma típica de financiamento ao investimento apontada por Keynes na medida em que:

a) Os EUA, à época, apresentavam características próprias a uma economia capitalista avançada, contexto em que o sistema bancário apresenta elevado grau de centralização de capitais, sendo capaz de avançar os grandes volumes requeridos pelo *finance*;

b) Como já descrito acima, a referida estrutura oferece restrita flexibilidade para as margens de segurança bancárias. De um lado, são poucas as instituições capazes de socorrer os bancos em casos de iliquidez<sup>96</sup> e limitada a possibilidade de acesso às mesmas<sup>97</sup>. De outro, além de existirem poucos instrumentos financeiros capazes de atuar como *position making*, os que parecem atrativos, são os títulos do Tesouro. Esta configuração permite que as Autoridades Monetárias tenham capacidade de afetar a oferta de moeda em períodos de expansão, via instrumentos tradicionais de política monetária, como considera Keynes em seu modelo;

período são também criados o GATT com o intuito de estabelecer normas para o comércio internacional, o Banco Mundial e os Bancos Regionais de Desenvolvimento.

<sup>96</sup> - Vimos como as restrições impostas afetaram o desenvolvimento do mercado interbancário

<sup>97</sup> - O acesso ao Banco Central, por exemplo, é restrito, devido à própria visão conservadora dominante à época. Ele não age aí como importante prestador de última instância, como ocorrerá posteriormente.

c) A par da economia americana já apresentar uma estrutura de financiamento complexa, vimos que é limitado o leque de instrumentos financeiros que se apresentam como fonte alternativa de valorização, sendo poucos os que oferecem elevado grau de liquidez. Nesta estrutura, é lícito considerar, como faz Keynes, a capacidade de restauração da liquidez bancária, conforme mencionado anteriormente. Fica assim destacada a especificidade do sistema bancário e sua grande capacidade de criação e multiplicação de moeda e, então, seu poder de responder à demanda de *finance*;

d) O financiamento à compra de capital fixo que envolve grandes magnitudes é feito pelos bancos via crédito de curto prazo, o que é factível visto que a estrutura de financiamento americana possui instituições - como o mercado de capitais - capazes de possibilitar a consolidação financeira. Justamente por isto, o referido crédito de curto prazo (*finance*) pode ser visto como instrumento de financiamento "interino"<sup>98</sup>, sendo seguido pelo *funding*.

e) Os instrumentos de consolidação existentes na estrutura considerada são de longo prazo e podem efetivar-se via venda de ações ou debêntures, no mercado de capitais<sup>99</sup>. A estrutura de financiamento americana, nos anos considerados, apresenta a possibilidade efetiva<sup>100</sup> de consolidação porque as condições de estabilidade existentes apontam para a atuação de agentes dispostos a reter instrumentos financeiros de longo prazo, atraídos pela rentabilidade oferecida<sup>101</sup>;

f) A própria dinâmica do mercado de capitais, que nos EUA é respaldada por investidores institucionais, como as seguradoras e os fundos de pensão, envolve um mercado secundário para a colocação dos instrumentos financeiros próprios a esta esfera<sup>102</sup>. O referido mercado secundário é outra instituição importante para o financiamento ao investimento porque facilita a

<sup>98</sup> - (...) *lasting until an investment project comes on-stream, at which time take-out or permanent financing occurs*"(Minsky, 1986: 94).

<sup>99</sup> - O mercado de capitais desenvolvido é a instituição que está possibilitando a consolidação financeira

<sup>100</sup> - Isto não quer dizer que ela esteja garantida.

<sup>101</sup> - Estas condições de estabilidade também explicam por que os Títulos de longo prazo do Tesouro são instrumentos financeiros atrativos.

<sup>102</sup> - Considera-se que no mercado de crédito são feitos contratos de empréstimos, sendo os recursos captados e aplicados pelos intermediários financeiros revertidos dentro dos prazos contratuais. Desta forma, o intermediário financeiro faz parte da transação como PRINCIPAL. Já no mercado de capitais, a captação de recursos pode ser realizada de várias formas como: a) Pela emissão de ações representativas do capital das empresas e, neste caso, "*não há a necessidade de repagamento por parte da empresa tomadora de recursos. O intermediário financeiro não faz parte do contrato assinado entre investidora e tomadora como PRINCIPAL. Ele é apenas um agente entre as duas partes e não assume nenhuma responsabilidade contratual sobre as condições que vão prevalecer no futuro em relação ao investimento realizado. Existem casos, no entanto, em que o INTERMEDIÁRIO FINANCEIRO responsabiliza-se por realizar ações complementares, tais como listar as ações em Bolsas de Valores, criar condições de liquidez dos papéis no mercado etc*". (Mendonça de Barros, 1990:8).b), via lançamento de debêntures conversíveis, que "*são um meio termo entre um contrato financeiro de mútuo (empréstimo) e uma subscrição de ações*"(idem), que estabelece regras para que o empréstimo torne-se um investimento em ações, geralmente a critério do aplicador.

consolidação financeira ao garantir que os títulos de longo prazo em questão podem ser negociáveis. Desta forma, não há a necessidade de que os compradores dos títulos no mercado primário sejam seus detentores finais, permitindo que a posse dos mesmos não seja considerada uma aplicação ilíquida estando, além do mais, aberta a perspectiva de ganhos especulativos. De qualquer forma, deve ser observado que, em condições de estabilidade como as referidas, o processo de produção comanda o processo de valorização da propriedade capitalista e que os agentes buscam a liquidez levados essencialmente pelo motivo transação e precaução, admitindo-se um componente especulativo "normal" nos mercados financeiros.

#### **1.4. Os limites da estrutura de financiamento implícita em Keynes**

Este limite só é efetivamente percebido quando contextualizado à lógica econômica internacionalizada<sup>103</sup> que se firma no pós-II Guerra, determinando a reestruturação do próprio capitalismo a nível mundial.

Nestes termos, a análise da estrutura de financiamento norte-americana e sua modificação, que se dá essencialmente a partir dos anos 60, permite-nos delimitar o período em que a forma típica de financiamento ao investimento apontada por Keynes pode ser considerada. O limite coloca-se, por um lado, porque o desenho da estrutura americana de financiamento, aquela implicitamente tomada por Keynes, sofre mudanças profundas. Por outro lado, a questão fundamental é que estas inovações financeiras surgem a partir da potência dominante - os EUA - e reverberam sobre as demais economias capitalistas, afetando as condições de financiamento e de estabilidade das mesmas, em seu conjunto.

---

<sup>103</sup> - Que se manifesta essencialmente no pós II guerra e que é ponto importante na determinação do surgimento das já referidas inovações no mercado financeiro americano, a partir da década de 60

### **1.4.1. Bretton Woods e sua organização intitucional - as condições de estabilidade vigentes no pós II Guerra e o movimento para sua superação**

*"The financial legacy of a Great War immediately after a great depression meant that robust financial markets ruled as the war ended" (Minsky, 1986:87)*

No âmbito desta dinâmica internacionalizada, ditada pelas multinacionais e sob a hegemonia do capitalismo americano é inaugurada, a partir de Bretton Woods, uma nova ordem monetária internacional com o intuito de determinar um padrão monetário estável, via institucionalização do já padrão dólar-ouro e de ordenar as relações internacionais via instituições reguladoras como o GATT, para controlar o mercado de bens; o FMI, para resolver os desequilíbrios dos balanços de pagamentos; e o BIRD, para financiar infra-estrutura e a superação do subdesenvolvimento. A manutenção da paridade entre o dólar e as demais moedas adotada a partir daí faz com que o dinheiro americano sirva como moeda de intervenção e o valor das várias moedas nacionais se traduza no seu valor, solidificando, portanto, a hegemonia do dólar e consigo a dos Estados Unidos, país que no imediato pós-guerra detém as reservas em ouro.

Além da organização deste ordenamento institucional, regulador do capitalismo a nível internacional, verifica-se também, no imediato pós-guerra, uma grande expansão econômica. Esta expansão está relacionada, por seu turno, à possibilidade de dinamização da velha estrutura econômica do pré-guerra (Coutinho e Belluzzo, 1984) devido a vários fatores, dentre os quais podemos citar:

- a contenção relativa do consumo de bens duráveis, que permite um crescimento sustentado de sua velha demanda até o final da década de 50;
- a manutenção de um elevado nível de despesas militares;
- a abertura de caminho, através da economia de guerra, para o desenvolvimento de novos setores, em especial no ramo eletro-eletrônico

Conforme mostram os próprios elementos que impulsionam o crescimento, a referida expansão do pós-guerra deve ser entendida como derivada, ainda, da onda de difusão tecnológica advinda da segunda revolução industrial, nos setores líderes da expansão (bens duráveis e indústria pesada) em todas as economias capitalistas avançadas. A tecnologia dominante nestes setores, centrada em plantas enormes que operam com um capital fixo

extremamente indivisível exige, conforme já mencionamos, a centralização de grandes volumes financeiros e está ligada ao aparecimento de empresas gigantescas (sociedades anônimas) que internacionalizam este padrão de crescimento. Nestes termos, o movimento crescente de internacionalização verificado desde o fim dos anos 40, que leva ao aparecimento de uma nova fronteira de acumulação, é um determinante fundamental para o posterior crescimento por permitir que no pós-guerra os grandes oligopólios americanos ocupem novas áreas de mercado, nas economias avançadas e nas periféricas, ampliando as fronteiras de crescimento da estrutura capitalista existente no período anterior.

Resultado desta dinâmica internacionalizada e das condições econômicas favoráveis do imediato pós-guerra, apresenta-se um período de grande prosperidade a nível mundial. A transnacionalização das empresas americanas, bem como a conseqüente reação das demais potências, trouxe consigo a solidificação desta dinâmica. Os Estados Unidos, enquanto potência dominante, detentora das reservas internacionais e capaz de oferecer grandes massas de recursos (de longo prazo) para a reestruturação dos demais países, asseguram a dinamização do conjunto das economias avançadas, abrindo espaços para a penetração de suas empresas na Europa e criando brechas em seu mercado interno para a penetração de produtos alemães e japoneses. Nestes países, por seu turno, o elemento chave para manter o ritmo de crescimento estava, à época, assentado nos seus setores exportadores que, graças ao movimento descrito acima, tiveram a possibilidade de reagir à expansão americana via crescimento das suas grandes empresas<sup>104</sup>. Estas avançam num movimento de internacionalização, desenvolvendo estruturas oligopólicas similares às americanas, mas com bases tecnológicas e financeiras mais avançadas.

Embora este seja um período de grande prosperidade, as despesas militares advindas do esforço de guerra empreendido na Coreia, a necessidade de se manterem tropas em diversas partes do mundo, os investimentos diretos das empresas americanas no exterior levando a fortes saídas de capitais de longo prazo<sup>105</sup> e a perda de competitividade da indústria manufatureira americana face à reorganização da economia europeia e japonesa problematizaram crescentemente o balanço de pagamentos norte-americano.

<sup>104</sup> - No que concerne à Europa houve um grande esforço de integração, sendo firmados vários acordos, dentre os quais a criação da Organização para a Cooperação Econômica Européia (OCEE) em 1948, o estabelecimento da União Européia de Pagamentos no início da década de 50, a criação da Comunidade Econômica Européia em 1957, o Acordo Monetário Europeu em 1958, a transformação da OCEE em Organização para a Cooperação e Desenvolvimento da Europa (OCDE), sendo que os Estados Unidos, o Canadá e posteriormente o Japão, passaram a fazer parte da mesma.

<sup>105</sup> - Em especial para a Europa, sendo que estes investimentos eram financiados com recursos provenientes das matrizes, até meados da década de 60, depois por reinvestimentos dos lucros e empréstimos.

A saída encontrada é o controle dos fluxos de capital. A partir da década de 60 são adotadas medidas para conter o fluxo de dólares dos Estados Unidos para o exterior<sup>106</sup>. O subsistema afiliado das multinacionais americanas - considerado não-residente - vê-se atingido diretamente por estas medidas, sendo impedido de tomar crédito em seu país de origem. Dado que as restrições acima descritas referem-se apenas aos créditos concedidos a partir dos Estados Unidos e que as dependências externas dos bancos americanos estão fora do referido limite, estas filiais ampliam o crédito para as empresas industriais americanas e intensificam seu movimento de internacionalização.

O intrínseco relacionamento entre o déficit do balanço de pagamentos dos Estados Unidos, a expansão dos investimentos diretos internacionais efetuados pelas corporações americanas, o dinamismo exportador das potências econômicas emergentes e o uso do dólar como moeda internacional levam a uma contínua oferta desta moeda fora dos Estados Unidos, constituindo um importante elemento para a formação de um "mercado financeiro mundial" - o euromercado. Paralelamente, a condição necessária para a consolidação do referido mercado, do lado da demanda, está assegurada pela expansão das economias desenvolvidas no período considerado, haja vista a procura persistente de crédito advinda das corporações destes países (Strange, 1976:183)<sup>107</sup>.

Já nos primeiros anos de funcionamento do Euromercado, cresce a demanda das corporações multinacionais por novos serviços bancários que estimulam os bancos a oferecerem outras modalidades além das atividades tradicionais e, com isto, ocorrerem mudanças na atuação dos mesmos. Como se vê, o caráter particular do Euromercado estimula os bancos participes a atuarem em novas frentes, sendo criadas, desde os primeiros anos de seu funcionamento, modalidades alternativas de aplicação. Os eurobonds são um exemplo, e o desenvolvimento de um mercado de transações interbancárias é também uma peça importante, pois vai se transformar no principal mecanismo de refinanciamento dos bancos internacionais. A partir destas inovações que já delineiam a trajetória rumo a ativos líquidos e rentáveis, aumentam pouco a pouco as possibilidades oferecidas por este circuito financeiro internacional.

---

<sup>106</sup> - A regulamentação do IET (imposto de equalização dos juros), o Programa Voluntário de Restrição de crédito ao estrangeiro.

<sup>107</sup> - Existe muita controvérsia quanto aos principais elementos que determinaram o desenvolvimento do euromercado. Ficamos com a análise de Susan Strange que considera um conjunto de elementos intimamente relacionados.

No bojo desta análise, devemos observar que a lógica de surgimento destes novos instrumentos financeiros não está ligada meramente à operação do euromercado. Está antes inserida numa lógica maior, que tem a ver com a própria dinâmica econômica internacionalizada ditada pela potência dominante, os Estados Unidos.

O estudo dos primeiros anos do pós-guerra leva-nos ainda a perceber que, a par do movimento de internacionalização ter sido capitaneado pelos Estados Unidos, já é possível sentir o caráter contraditório de sua hegemonia sobre o sistema capitalista mundial, haja vista a perda de sua competitividade. Pelo mesmo motivo, as condições de estabilidade estrutural vigentes mantêm-se em contínua tensão, na medida em que a nova ordem econômica internacional do pós-guerra, garantidora de taxas de juros estáveis, que tinha por detrás a coordenação hegemônica dos Estados Unidos<sup>108</sup>, é continuamente questionada.

Como vimos, a prosperidade do imediato pós-guerra<sup>109</sup>, está fundada na organização de uma ordem econômica internacional, determinando condições estruturais específicas de estabilidade, estando estas intrinsecamente vinculadas a relações financeiras sólidas e cobertas como a apresentada pela estrutura de financiamento dos Estados Unidos, a potência dominante portadora da moeda forte e indutora da expansão.

Como resultado das condições favoráveis de liquidez, no imediato pós-guerra continua prevalecendo nos EUA a estrutura financeira robusta resultante do período pós-depressão. No entanto, de acordo com o que acabamos de desenvolver, já no final da década de 50, como resultado da dinâmica internacionalizada, é inaugurado um quadro de grandes transformações que apontam para a ampliação da natureza financeira e fictícia da riqueza no capitalismo central e para um processo de integração a nível internacional.

Conforme observamos anteriormente, uma forma específica de financiamento está intrinsecamente relacionada às condições estruturais sobre as quais ela se firma. Nestes termos, é preciso perceber que o movimento acima descrito altera, necessariamente, as próprias condições de financiamento do capitalismo como um todo. A estrutura de financiamento norte-americana, por ser parte integrante de todo este processo<sup>110</sup>, começa a apresentar na mesma

<sup>108</sup> - Mantida quer pela força das armas, quer pela utilização do dólar enquanto moeda dominante.

<sup>109</sup> - Esta recebeu a denominação de PAX AMERICANA.

<sup>110</sup> - Como vimos, as medidas restritivas adotadas internamente e a internacionalização dos bancos americanos fazem parte do movimento descrito.

época, transformações fundamentais, com o aparecimento de uma série de inovações financeiras.

As principais inovações estão essencialmente relacionadas à flexibilização da atividade de *Position making* que começa a ser feita do lado do passivo<sup>111</sup>. A partir daí, os bancos passam a ter a possibilidade de gerar fluxos de liquidez através de operações passivas, movimento que se consolida na década de 60, com a criação de certificados de depósitos (CD) negociáveis. Estes surgem como uma inovação financeira no mercado americano em 61<sup>112</sup> e se convertem, rapidamente, no principal instrumento de *position making* dos bancos americanos, sendo substituídos, na década de 70, pelos commercial-papers - títulos de curto prazo, emitidos por empresa não financeira e sem garantia real.

A atividade de *position making* é ademais facilitada pela institucionalização do *acordo de recompra*, que regula o contrato de venda de um título<sup>113</sup>, fixando simultaneamente a data da recompra e o preço de venda. O dinheiro que entra com a venda do título e que deve sair em data já fixada é como se fosse um depósito oculto. O acordo de recompra é um mecanismo que possibilita o financiamento da compra de ativos líquidos a serem mantidos em carteira pelo banco.

*"A repurchase agreement with a bank in effect removes a deposit from the base used to determine required reserves. They can also be used to evade ceilings on interest rates" (Minsky, 1986:76).*

A atividade de geração de liquidez começa a oferecer cada vez mais flexibilidade. Os grandes bancos internacionais têm margem de manobra ainda maior. Como já mencionamos, eles conseguem fugir das restrições impostas no mercado nacional, via operação de suas matrizes. No caso específico da atividade de *position making*, podem tomar empréstimo em bancos estrangeiros<sup>114</sup> como forma de acesso à liquidez, sendo esta uma operação de passivo, que não absorve reservas. A internacionalização bancária e sua relação com o Euromercado é, portanto, outro elemento que influi diretamente na reestruturação da forma de operação dos bancos americanos.

<sup>111</sup> - Este se inicia com a utilização de Fundos Federais como instrumento de *position making* no final da década de 50.

<sup>112</sup> - Já existentes anteriormente, só que não negociáveis.

<sup>113</sup> - Pacote de débitos do Governo, por exemplo

<sup>114</sup> - No mercado de Eurodólares

**TABELA I-4**  
**BANCOS COMERCIAIS: ATIVOS FINANCEIROS TOTAIS, TÍTULOS**  
**GOVERNAMENTAIS E EMPRÉSTIMOS**

US\$ Bilhões (dados de final de período)

itens\ períodos	ativo financeiro total (1)	total títulos público governo us (2)	emprésti- mos (3)	relação (2) \ (1)	relação (3) \ (1)	agencia do governo americano (4)	relação (4) \ (1)
1946	134,2	76,5	24,0	57,0	17,9	1,0	1,3
1950	149,5	64,5	25,9	43,1	28,8	1,9	2,9
1955	187,4	65,2	83,4	34,8	44,5	2,9	4,4
1960	228,3	63,9	120,0	28,0	52,5	2,3	3,6
1965	340,7	66,0	203,8	19,4	59,8	5,8	8,8
1970	504,9	76,4	310,8	15,1	61,6	13,9	18,2
1973	728,8	88,8	478,1	12,2	65,6	29,6	33,3
1974	800,1	89,5	535,7	11,2	67,0	33,2	37,1
1975	834,6	119,5	533,6	14,3	63,9	34,6	28,9
1976	906,0	139,6	577,5	15,4	63,7	36,0	25,8
1977	1.000,4	138,5	659,5	13,8	65,7	36,8	26,5
1978	1.147,2	139,0	773,8	12,1	67,4	43,8	31,5
1979	1.276,8	146,5	87,2	11,5	68,7	51,2	34,9
1980	1.389,5	172,1	938,7	12,4	67,5	60,9	35,4
1981	1.522,6	183,9	1.029,5	12,1	67,6	70,7	38,4
1982	1.611,2	211,8	1.074,4	13,1	66,7	78,2	36,9
1983	1.757,4	258,1	1.158,8	14,7	65,9	79,0	30,6
1984	2.012,9	261,5	1.328,4	13,0	65,8	78,5	30,0

FONTE: Flow of Funds Accounts, 1952-1984, Board of Governor of the Federal Reserve System, Washington, D.C., April 1985.  
 Retirado de Minsky (1986:74).

As inovações referidas, em especial o rápido crescimento dos CDs, viabilizaram o aumento de empréstimos a taxas superiores às apresentadas pelas reservas bancárias<sup>115</sup>. Por outro lado, desde o pós-guerra vemos declinar paulatinamente a percentagem dos títulos do Governo sobre o total de títulos financeiros, na carteira dos bancos (TABELA I-4), dados que demonstram que a atividade de *position making* liberta-se do monopólio do mercado de títulos do Tesouro e da manutenção de reservas monetárias em caixa.

O interessante em todo este movimento é que a idéia da necessidade de se trabalhar com operações financeiras seguras e cobertas (*Hedge finance*), que prevaleceu entre a crise de 29 e o imediato pós-guerra, está posta em cheque na década de 60. De fato, esta modificação nas relações financeiras não afeta apenas os bancos; o movimento de crescimento de passivos rumo a operações menos cobertas afeta o comportamento dos agentes econômicos como um todo. Do lado dos bancos, vemos que a participação dos depósitos à vista sobre o total do passivo cai, além de se deteriorar o "equity protection".

<sup>115</sup> - Em 66, enquanto os empréstimos cresceram 8%, as reservas cresceram 2,6% e os depósitos a prazo (incluindo aí os CD) 10,7%.

Paralelamente, como mostra a TABELA I-5, os gastos das corporações não-financeiras em ativos fixos na década de 60 crescem rapidamente e a um ritmo maior do que o apresentado por suas fontes internas de fundos, podendo-se detectar que a expansão do investimento entre 62 e 70 dá-se via aumento da participação dos fundos externos no financiamento dos gastos das corporações.

**TABELA I-5**  
**INVESTIMENTO AMERICANO E FONTES INTERNAS DE FUNDOS**  
(Nonfarm, Nonfinancial Corporate Business) - US\$  
bilhões

itens\ períodos	compra de ativos físicos (1)		fontes internas de fundos	fundos externos líquidos (2)	(2) \ (1)
	valor	tx cresc.*			
1961	37,0	-5,60	35,6	1,4	3,8
1962	44,7	20,80	41,8	2,9	6,5
1963	46,7	4,50	43,9	2,8	6,0
1964	52,2	11,80	50,8	1,7	2,7
1965	61,9	18,60	55,3	6,6	10,7
1966	73,8	19,20	58,6	15,2	20,6
1967	71,4	-3,36	61,5	9,9	13,9
1968	75,0	5,04	61,7	13,3	17,7
1969	83,7	11,60	60,7	23,0	27,5
1970	84,0	0,40	59,4	24,6	29,3
1971	87,2	3,80	68,0	19,2	22,0
1972	102,5	17,50	78,7	23,8	23,2
1973	121,5	18,50	84,6	39,9	30,4
1974	125,9	3,60	81,5	44,4	35,2
1975	99,9	-7,90	124,4	-24,5	-24,5
1976	139,0	39,10	142,9	-3,9	-2,8
1977	169,8	22,10	166,6	3,5	2,1
1978	195,9	15,30	186,8	9,1	4,6
1979	220,9	12,70	210,1	2,8	1,2
1980	216,9	-9,80	230,0	-13,1	-6,0

fonte: Minsky (1986:88). Valor ano t/valor ano t-1 x 100 = 100.

Por mais paradoxal que se no afigure, esta estrutura de *debt finance* consolida-se justamente quando aparece a ameaça de quebra generalizada, pois quando se explicita o *credit crunch*, na década de 60, e o movimento contra o mercado de *commercial paper*, na década de 70, o Banco Central americano confirma seu papel de garantidor do sistema. Isto é feito via atuação como emprestador de última intância<sup>116</sup>, sendo que no segundo caso citado encoraja também os bancos a formarem sindicatos para refinarçar organizações que não tinham acesso legal aos seus fundos (como as *finance companies*). Além disso, institucionaliza regras para uma garantia bancária solidária, estabelecendo que cada emissão de *commercial paper* deve ter associada uma garantia de linha de crédito bancário para seu resgate<sup>117</sup>.

<sup>116</sup> - Oferecendo fundos para refinarçar a corrida contra os *commercial papers*

<sup>117</sup> - Por suas características, este instrumento financeiro passa a tornar-se um passivo coberto dos bancos comerciais sem que, no entanto, estas operações apareçam em seus balanços.

O movimento descrito nos mostra que, na década de 60, começam a emergir nos Estados Unidos estes novos determinantes estruturais resultantes das inovações financeiras que aí se apresentam. Estão abertas as condições para a diversificação de passivos para que através de uma complexa rede de novos instrumentos financeiros com características de curto prazo, as corporações financeiras e não-financeiras tenham condições de bancar suas posições (*make positions*), adquirindo recursos. Está posta a possibilidade de que as empresas cresçam num movimento especulativo e fictício, no contexto de um mercado financeiro e monetário acompanhado de tensões inflacionárias.

Somado a isto, como discutimos, o movimento de internacionalização econômica aparece intensificado nesta década, operando com um mercado financeiro internacional organizado, num quadro de esgotamento do padrão de acumulação centrado em bens de consumo duráveis, apresentando-se o caráter contraditório da hegemonia americana e da própria "ordem econômica internacional". O interessante a observar é que tais modificações elaboradas a partir da estrutura de financiamento americana são feitas "ad hoc", sem que se tenha efetivamente mudado a ordem institucional existente.

Isto fica claro quando observamos que apesar da alteração do cenário internacional, o padrão dólar-ouro continuou vigorando durante a década de 60 graças, em parte, ao desenvolvimento do Mercado Financeiro Internacional que abriu aos Bancos Centrais uma forma de manter o valor de suas reservas em dólares.

No entanto, a reformulação da estrutura de financiamento americana, por suas características e pelo papel dos EUA na citada dinâmica internacionalizada, acaba pondo em cheque o próprio padrão de financiamento dominante no capitalismo de até então (*hedge finance*). O déficit público norte-americano adquire um componente financeiro importante, na medida em que o Estado passa a garantir a natureza financeira e fictícia da riqueza, bancando os aumentos do lucro bruto das corporações nacionais. Esta ação exacerba os desequilíbrios da economia norte-americana e acaba pondo em risco não só a estabilidade do dólar como do padrão monetário internacional (Braga, 1991:9).

No ano de 71, com o fim da convertibilidade do dólar em ouro, é retirada qualquer restrição ao déficit do balanço de pagamentos americano. O dólar, que era o centro do sistema, só tinha uma referência senão ele mesmo. A continuidade do déficit americano acaba por reascender a especulação

financeira, levando a um clima de incerteza quanto à confiabilidade das novas paridades e a uma onda de especulações (contra o dólar). A possibilidade de alterações bruscas na taxa de câmbio está posta, pois estas taxas, apesar de flutuantes, não obedecem o livre jogo do mercado, estando reguladas pela intervenção dos Bancos Centrais, operantes no sentido de evitar grandes variações especulativas (Belluzzo e Coutinho, 1982:11). A possibilidade de que o câmbio varie devido a movimentos meramente especulativos leva à implementação de contratos com taxas de juros flutuantes.

A partir da decretação do fim da paridade entre o dólar e o ouro, fica explícito que as flutuações nas taxas de câmbio não refletem apenas a situação de comércio exterior de cada país, mas trazem também um importante componente especulativo que reflete, principalmente, movimentos financeiros de curto prazo. As taxas de juros internas (nominal e real) dos países com moedas fortes passam a ser os condicionantes da formação da taxa de câmbio, interrelação que gera grande instabilidade nos mercados financeiros dos países capitalistas. Nestes termos, a possibilidade de alterações bruscas nas taxas de juros é elemento fundamental para esta instabilização, mais do que propriamente o patamar alcançado pelas taxas.

**TABELA I-6**  
**DÍVIDAS LÍQUIDAS PÚBLICA E PRIVADA EM RELAÇÃO AO PRODUTO BRUTO NACIONAL**

(períodos selecionados)

itens/períodos	total das dívidas	federal	estadual/municipi	corporações	famílias
1946	1,67	1,04	0,07	0,24	0,16
1952	1,32	0,64	0,09	0,25	0,27
1955	1,37	0,57	0,12	0,26	0,34
1960	1,43	0,47	0,14	0,30	0,43
1965	1,47	0,38	0,15	0,32	0,50
1970	1,44	0,30	0,15	0,36	0,48
1975	1,48	0,29	0,14	0,35	0,50
1980	1,50	0,28	0,11	0,35	0,57
1981	1,46	0,28	0,10	0,34	0,55
1982	1,54	0,32	0,11	0,35	0,56
1983	1,59	0,36	0,11	0,35	0,57
1984	1,63	0,38	0,11	0,36	0,58

fonte: Retirado de Minsky (1986:79).

Quando, na década de 70, um enorme excedente de liquidez inunda o mercado financeiro internacional, está posto o caráter explosivo da possibilidade de variações profundas e repentinas nos contratos de dívida.

As principais consequências deste movimento são, de um lado, a deterioração do balanço de pagamentos dos Estados Unidos (vista a grande fuga de capitais) e de outro, a grande flutuação dos juros, que desnuda o colapso da estabilidade dessa taxa, e o fim definitivo da ordem financeira internacional montada a partir de Bretton Woods.

#### **1.4.2. - A generalização do grande potencial de instabilidade e a globalização dos mercados financeiros**

A brusca alteração das taxas de juros afeta diretamente o estoque de títulos financeiros de médio e longo prazos já existentes, uma vez que as taxas contratadas começam a ficar, sistematicamente, abaixo das de mercado, levando o custo da captação bancária a superar as receitas geradas pelos velhos ativos financeiros.

As instituições financeiras com ativos de longo prazo, que operam em mercados sujeitos a limites legais de taxas (*ceilings*), são as mais afetadas<sup>118</sup> pois se vêem, ademais, com sérios problemas de liquidez, dado o paulatino processo de saque de recursos que passam a sofrer. Explicita-se, ainda, a problemática relacionada à reciclagem dos vultosos recursos que inundam o mercado financeiro internacional, buscando ativos de curto prazo, numa conjuntura altamente instável, em que as demandas de recursos concentram-se nos médio e longo prazos.

Como resultado destes novos determinantes, dado o movimento de internacionalização econômica, altera-se sobremaneira a estrutura dos mercados financeiros nos principais países capitalistas, com evidentes reverberações sobre os demais países. A forma de operação dos mesmos passa a apresentar grandes mudanças a partir da criação de uma série de inovações financeiras. O primeiro movimento do mercado é o de superar os problemas de liquidez e, neste sentido, *os mercados OFF SHORE*<sup>119</sup> foram efetivamente um amortecedor dos efeitos da crise financeira na primeira metade dos anos 70, consolidando a internacionalização das finanças e a ampliação dos limites de atuação dos mercados nacionais de financiamento.

<sup>118</sup> - Quando trata desta questão, Mendonça de Barros (1990a:10) observa que: "*um exemplo típico desta situação foi o sistema norte americano de savings and loans, com recursos de curto prazo, captados via depósitos de poupança e empréstimos no mercado de hipotecas de 25 a 30 anos*".

<sup>119</sup> - No caso, o de Londres.

Outro fator a ser enfrentado é a incerteza quanto às flutuações de curto prazo nas variáveis dos contratos financeiros, que tornam alto o risco de conjuntura (de preço), afetando diretamente os contratos de prazos mais longos. A compatibilização da estrutura de financiamento face a esta nova realidade estrutural dá-se via surgimento de inovações redutoras dos impactos destas flutuações sobre o patrimônio das instituições financeiras. A principal inovação foi a introdução da cláusula de juros flutuantes implementados pelos bancos com o intuito de proteção sobre bruscas alterações em seus custos de captação, como também para garantir uma boa margem de lucro sobre os empréstimos efetuados. Com esta inovação, passam parte do risco aos tomadores e aplicadores de recursos (*sharing risk*) (Mendonça de Barros, 1990:12); garantem juros fixos por um curto período (30 a 180 dias) e, a partir daí, passam o ônus da flutuação ao tomador.

Com o emprego deste mecanismo aumenta, no entanto, o risco de crédito. A forma encontrada pelos bancos de diluir estes riscos é a exigência de *spreads* sobre a taxa de juros de referência e a adoção de empréstimos sindicados (ou consorciados)<sup>120</sup>, uma inovação que permite a concessão de créditos através de um conjunto de bancos internacionais, organizados em sindicato ou consórcio, dividindo entre si o referido risco<sup>121</sup>.

A partir da modalidade dos empréstimos consorciados, está aberta a possibilidade de entrada de bancos de menor porte no circuito. Estes passam a utilizar o mecanismo do mercado interbancário<sup>122</sup> para superar suas deficiências na rede de agências, como também de recursos.

Como se observa, as inovações financeiras implementadas ao longo da década de 70 tiveram um caráter essencialmente defensivo, com vistas a fugir das restrições dos mercados nacionais de crédito<sup>123</sup>, a resolver a

<sup>120</sup> - São essencialmente os bancos internacionais que usam esta inovação, sendo grande parte dos empréstimos concedidos pelo Euromercado nos anos 70, efetuados através desta modalidade. A composição dos passivos dos bancos internacionais nestes anos deixou-os com obrigações muito sensíveis a variações nas taxas de juros, levando-os a desenvolver o *eurocredit*, modalidade que conjuga várias inovações. Trata-se de um crédito de médio prazo, com fórmula de taxas de juros flutuantes, *spread* sobre a *Libor* e empréstimos sindicados (Ferreira e Freitas, 1990:20).

<sup>121</sup> - Do ponto de vista dos bancos, esta inovação dilui os riscos, garante maiores salvaguardas nos contratos, proporciona ganhos de escala e imputa a bancos de diferentes tamanhos, responsabilidades proporcionais.

<sup>122</sup> - O esquema de empréstimos consorciados havia crescido muito em 73. Pádua Lima (1985:165) esclarece que este crescimento ocorreu "sem a correspondente ampliação de depósitos não bancários ou de patrimônio, mas baseado no endividamento dos mercados interbancários. Vários bancos consorciados não dispunham de um sistema de filiais, próprio para a captação de depósitos e também não contavam com contatos comerciais suficientes para disporem de saldos circulantes, sendo assim, obrigados a recorrer quase que exclusivamente ao mercado interbancário". Devemos ainda observar que, apesar do interbancário ter seu grande desenvolvimento ligado a esta fase, ele já estava operando há algum tempo.

<sup>123</sup> - Em especial, o dos Estados Unidos.

questão da reciclagem do enorme montante de liquidez que inunda o mercado internacional de crédito em razão do primeiro choque do petróleo, bem como de superar a crise monetária internacional do início da década. Apesar de os novos instrumentos financeiros terem buscado a diluição de riscos e uma maior flexibilidade para os intermediários financeiros e aplicadores, a direção tomada pelas inovações acaba por aumentar o potencial de instabilidade. Haja vista, por exemplo, a adoção de juros flutuantes que transfere em parte, ou totalmente o risco de conjuntura para o credor - um fardo muito grande. movimento que, aliás, já se apresenta desde as modificações financeiras implementadas na década de 60.

Observamos o crescimento do número de instrumentos financeiros, flexibilizando cada vez mais as possibilidades de se levantar *cash*. Por parte dos bancos, consolida-se a manutenção de balanços assimétricos<sup>124</sup> e a operação com estruturas menos cobertas. A fragilidade da estrutura apresenta-se claramente nestes anos ao observarmos o mercado financeiro internacional operando com um grande número de pequenos bancos cobertos essencialmente pelos fluxos do interbancário. Isto ocorre num contexto em que a estrutura de empréstimo dos intermediários que atuam neste mercado está em grande parte comprometida com contratos a países em desenvolvimento. Mais uma vez se deve destacar que tais inovações que indicam uma nova forma operacional de funcionamento das estruturas de financiamento se dão sem que haja qualquer movimento de montagem orgânica de uma nova ordem institucional, quer nos mercados internacionais, quer nos mercados domésticos<sup>125</sup>.

Na década de 80, como resultado desta situação em que a fragilidade da estrutura de financiamento apresenta-se desnudada, as relações financeiras, mais uma vez, apresentam novas operações, sendo desenvolvidas inovações rumo à prática de *hedging finance*.

Um dos principais eixos dessas inovações é o processo de **securitização**, movimento que converge interesses de tomadores, aplicadores e intermediários financeiros. Com a desconfiança dos aplicadores quanto à qualidade dos ativos dos grandes bancos internacionais, cresce a demanda por ativos líquidos e mais seguros. Nesta esteira, as grandes corporações percebem

---

<sup>124</sup> - A demanda de créditos, a nível internacional, está crescentemente ligada, nestes anos, a créditos de médio e longo prazos, enquanto que o passivo bancário está constituído essencialmente de fundos de curto prazo.

<sup>125</sup> - A ascensão das taxas de juros e o II choque do petróleo agravam estes problemas. Como a maior parte da dívida dos países em desenvolvimento constituía-se de créditos a taxas de juros flutuantes, a elevação dos juros tem forte impacto sobre o custo do serviço da dívida desses países, fato agravado pela ascensão do preço do petróleo, que leva a uma comprometedor deterioração nos seus termos de troca.

que poderiam, elas próprias, emitir um título de dívida e negociá-lo no Mercado Financeiro Internacional, pois o custo envolvido é muito inferior àquele associado à obtenção de empréstimos bancários. É o chamado processo de **securitização das dívidas**, que consiste num esquema de endividamento direto junto ao credor (intermediário financeiro ou não) através de um título de dívida de emissão própria (Ferreira e Freitas, 1990:40), sendo esta uma operação típica do mercado de capitais porque, em princípio, passa à margem do processo de intermediação financeira.

O movimento da concorrência bancária no plano internacional influi no crescimento do referido processo, que apresenta forte dinamismo nos anos 80, devido à maior liquidez dos títulos de dívida direta, em função da existência de mercados secundários desenvolvidos e da diluição dos riscos que este mecanismo de financiamento possibilita.

Os principais tipos de títulos de dívida direta criados e utilizados nestes anos no mercado internacional são as **Floating rate notes** (FRN) - títulos de médio e longo prazo, a taxa de juros flutuantes<sup>126</sup> - e as **Notes Issuance Facility** (NIF), que são um compromisso financeiro de médio prazo em que o demandador de crédito<sup>127</sup> emite bônus de curto prazo<sup>128</sup>, garantido por um banco comercial por meio de operação de subscrição (*underwriting*). Com referência a este último instrumento financeiro, a transformação dos prazos é garantida pela participação dos bancos, pois estes assumem o compromisso de adquirir os bônus que o devedor não conseguir colocar, ou de conceder um empréstimo equivalente (*standby loan*).

Além de seu papel fundamental de dar garantia aos títulos lançados, os bancos também entram diretamente no processo de securitização. Buscam reduzir os riscos conjunturais associados a seus ativos e passam a lançar títulos de dívida própria e, além do mais, influem também no referido processo através de suas operações de compra de ativos. Não só constituem-se

---

<sup>126</sup> O surgimento destes títulos data do início da década de 70, mas só ganha destaque na década de 80. Nesta fase, as FRNs substituem crescentemente os empréstimos sindicalizados. Os referidos títulos foram desenvolvidos para permitir o acesso ao mercado de *securities* a tomadores de menor reputação. Para se ter uma idéia do vulto do processo de securitização, em 81, a emissão de títulos de dívida direta respondia por menos de 30% do fluxo de endividamento gerados nos Mercados Financeiros Internacionais, enquanto que em 85/86, este percentual sobe a 90%.

<sup>127</sup> - Este deve ser um cliente de grau A.

<sup>128</sup> - Euronotes, com prazos de 3 a 6 meses.

em grandes compradores dos títulos em questão<sup>129</sup> como também em subscritores<sup>130</sup> destas *securities*.

Cabe observar que as *securities* lançadas pelos bancos representam várias de suas operações ativas "empacotadas" (Mendonça de Barros, 1990a:18). Este título tem assim uma garantia colateral instituída pelos ativos citados acima, um conjunto de vários créditos que estão nos balanços do banco em questão. A colocação desta *security* no mercado pode então ser considerada como uma operação de venda de um pacote de ativos bancários. Com isto, os empréstimos dos bancos, que até então se constituíam como uma *position* para os mesmos, permanecendo em seus balanços até seu vencimento, podem ser repassados a agentes não bancários<sup>131</sup>.

O mecanismo que permite esta transferência é a cláusula de que a instituição financeira não se responsabilize pela coleta dos fundos a cada vencimento<sup>132</sup>, como também assume, obviamente, a análise individual de cada operação de concessão de crédito - atividades difíceis de serem realizadas pelos principais candidatos à compra destes ativos.

Isto posto, é possível perceber que "a técnica da securitização permite ao intermediário financeiro realizar operações de prazos substancialmente superiores àqueles compatíveis com os recursos captados junto a seus clientes. Na prática, ele corresponde a uma partição da atividade bancária tradicional, ficando com o intermediário as tarefas da análise, o risco do crédito e a coleta dos fundos empréstados; com o investidor institucional fica o risco de flutuação das condições de juros do mercado" (Mendonça de Barros, 1990a:19).

Dentre as novas formas de operações financeiras que se destacam na década de 80, além do *underwriting* dos bancos no processo de securitização, um mecanismo de compartilhamento de riscos, aparece um conjunto de inovações que tomam o sentido da busca de instrumentos de *hedge*, inspirados no mercado futuro de commodities agrícolas. Esta é uma nova senda de inovações que também

<sup>129</sup> - Na década de 80, 80% dos títulos diretos de dívida emitidos pelos bancos são adquiridos por outros bancos

<sup>130</sup> - O risco dos bancos nestas operações é diluído, pois é compartilhado cmo os tomadores finais.

<sup>131</sup> - Os principais candidatos à compra, pelo seu porte e estabilidade de recursos, são as Companhias de Seguros, os Fundos de Seguridade de Funcionários de grandes empresas e outros investidores intitucionais.

<sup>132</sup> - Deve ser observado que "em muitos casos a *security* vendida ao aplicador cobria apenas o valor final do crédito, sendo que os juros ficariam para o intermediário financeiro ou podiam dar origem a uma outra *security* que cobrisse apenas este fluxo mensal de pagamentos dos devedores" (Mendonça de Barros, 1990a:18)

se desenvolve espontaneamente e que dá uma nova dimensão aos mercados financeiros, que passam a ter como que um espaço "virtual"<sup>133</sup>.

Diante do potencial de flutuação das taxas de juros e de câmbio, passam a ser firmados os chamados "contratos futuros", que estabelecem hoje as condições de uma transação que se dará no futuro. Este tipo de operação pressupõe a existência de *hedgers*, de especuladores e de uma câmara de compensação (ou caixa de liquidação), responsável pelo *clearing* financeiro das operações. O mercado financeiro passa a adaptar estes conceitos do mercado futuro e das operações de *hedge* aos seus contratos. As primeiras operações envolveram o mercado de câmbio, estabelecendo trocas de Dólar por Yen, Dólar por Marcos e Dólar por libra, com o intuito de funcionar como um seguro para as bruscas flutuações de taxa de câmbio. A seguir, os contratos com juros envolvendo ativos financeiros passaram também a ser firmados e negociados principalmente dois tipos de contratos futuros: os contratos de opções de compra e venda e os contratos firmes de compra e venda no futuro, ambos brevemente detalhados a seguir.

a) Contratos de compra e venda a futuro. Regulam as condições para a realização de uma operação de compra e venda de um determinado contrato financeiro em data futura. Neste contrato, vendedor e comprador aceitam o valor a ser pago no futuro por este título. Na verdade, trata-se de um mercado de *hedge* contra o futuro e normalmente, antes da data fixada para a entrega do instrumento financeiro comprador e vendedor vão realizar uma operação inversa e cancelar o compromisso assumido.

b) Contratos de opção de compra e venda. Regulam as condições de uma transação que pode ou não se realizar no futuro, a depender de uma das partes. Pode ser um opção de comprar ou de vender. No primeiro caso, o comprador paga um prêmio ao vendedor para ter o direito de compra, no futuro, de um determinado ativo financeiro a um preço e data pré-estabelecidos. Já no segundo caso, o comprador paga o prêmio para ter o direito de vender um determinado contrato financeiro em data futura.

Como exemplo destes contratos nos mercado financeiros, podemos citar as **opções de juros e de câmbio** que são definidas como sendo "um contrato por meio do qual o comprador (*buyer*) adquire o direito (mas não a obrigação) de comprar ou vender um instrumento financeiro a um preço fixo em data futura,

---

<sup>133</sup> - Termo utilizado por Luiz Carlos Mendonça de Barros. Trataremos desta questão mais à frente.

do vendedor (*writer*), o qual recebe o pagamento de uma quantia fixa (prêmio)." (Ferreira e Freitas, 1990:51). Com este instrumento, o comprador só realizará a opção se a variação no preço do ativo for a seu favor, podendo incorrer em ganhos substanciais, enquanto que o vendedor da opção fica sujeito a grandes perdas, seu ganho se limitando ao prêmio pago pelo comprador (se este não efetivar sua opção). A vantagem do vendedor, por outro lado, vincula-se à inexistência de risco de crédito.

Outro instrumento é o **Forward rate agreements (FRA)**, que funciona em analogia com um contrato futuro de taxa de juros, na medida em que as partes envolvidas estabelecem uma taxa a ser paga sob um valor notional, a ser liquidado em data futura, sem que seja pago o valor principal. O instrumento acolhe as distintas expectativas dos participantes do contrato em questão: as do comprador, que pretende se proteger contra uma elevação na taxa de juros e as do vendedor, que quer se garantir no caso de uma queda da referida taxa, podendo-se perceber que este mercado funciona como um mercado financeiro futuro sob encomenda, que procura regular os riscos associados a oscilações futuras nas taxas de juros<sup>134</sup>.

Ainda uma forma de precaução contra variações imprevistas que pode ser citada são os **swaps de juros e de câmbio**, que "*são uma operação financeira por meio da qual dois agentes decidem trocar, entre si, fluxos de pagamentos ao longo de determinado período de tempo referidos a um determinado valor*" (Ferreira e Freitas, 1990: 48). Estes aparecem como forma de seguro contra variações de juros e de câmbio, desenvolvendo-se a partir do final da década de 70, através, inicialmente, de swaps de câmbio e depois, de swaps de juros. As operações citadas dão grande flexibilidade às empresas, no caso do manejo de seus ativos e passivos, estando uma das vantagens ligadas à possibilidade de redução do custo do endividamento, graças à exploração de vantagens comparativas em cada uma das pontas.

Cabe aqui observar que o desenvolvimento destas inovações financeiras está intrinsecamente ligado à alteração na estrutura dos mercados domésticos que tenderam fortemente à desregulamentação, o que não significa que tenha havido uma nova organização institucional nestes mercados domésticos. No caso dos Estados Unidos, dentre as principais medidas podemos destacar a abolição de tetos para taxas de captação e aplicação, a revogação de barreiras entre instituições bancárias e não-bancárias, a liberalização das

---

<sup>134</sup> - Como não são sujeitos a margens de capital, são mais flexíveis, sendo às vezes, preferíveis aos mercados futuros.

operações com não-residentes e a dos controles de fluxo de capitais. Do lado do Japão devem ser destacados o programa de taxa de juros livre, o desenvolvimento de *money market* doméstico e a liberalização dos empréstimos em Euroyen. Nesta senda temos ainda os países da Europa que eliminam certas restrições aos mercados de Euromoeida na Alemanha e no Reino Unido.

Paralelamente a este processo liberalizante, aumenta o rigor das autoridades supervisoras quanto ao exame dos requerimentos de capital, processo que também incentiva as inovações comentadas, posto que a pressão por coeficientes de capital mais elevados incentiva os bancos a realizar operações não registradas em balanço (*off-the-balance-sheet*), tais como as de securitização das dívidas, *swaps*, de transações no mercado futuro e de opções.

Podemos observar que se distingue como característica do período, o desenvolvimento de instrumentos de *hedging finance* e a intensa integração do Sistema Financeiro Internacional, acompanhada por um acirramento da concorrência. Para este processo influi, de um lado, a desregulamentação e, de outro, a intensidade e rapidez do processo inovativo, que apresenta grande desenvolvimento tecnológico nas áreas de telecomunicações e informática. Isto contribui para uma brutal redução nos custos de intermediação financeira e possibilita a criação de técnicas mais eficientes de administração de portfólios, propiciando assim a referida integração.

Concretamente, como espelho desta situação, constatamos que nos anos 80, a demanda por ativos emitidos no Mercado Internacional de Capitais tem sido dominada por grandes investidores institucionais dos países industrializados, incluindo Companhias de Seguro, Fundos de Pensão, Fundos Mútuos e outros Fundos de Investimento.

O desenvolvimento rápido de um mercado de produtos derivados (como o de opções, futuro e *swaps*) também é um sinal da crescente integração dos mercados, que tem conduzido, ademais, à formação de uma rede de agentes estreitamente ligados. Este movimento pode ser detectado quando observamos que os citados instrumentos facilitam a integração de mercados com diferentes maturidades e características de risco, criando rápida reestruturação dos portfólios.

Os avanços tecnológicos a que nos referimos têm desempenhado um papel fundamental nesse movimento, atraindo investidores institucionais, que se voltam para ativos estrangeiros, pois que podem acompanhar, cada vez mais de perto, todos os mercados e executar rapidamente as decisões de

investimento e ajustes de portfólio. Aos referidos investidores, estes avanços permitem, , acesso no tempo real ao mercado de capitais, efetuando propostas distintas de aquisição das *securities* assim que são emitidas, evitando a intermediação das *securities houses*. O referido processo acirra, portanto, a internacionalização dos negócios rumo a um movimento de globalização financeira<sup>135</sup>, não só no sentido de que se rompem as barreiras nacionais para fins financeiros, como também porque com os mercados interligados, as transações podem continuar se dando ininterruptamente.

### **1.5. A redução dos custos de transação e o aumento da liquidez de ativos e passivos financeiros - Ruptura das hipóteses keynesianas e a necessidade de requalificação de conceitos**

Com a ruptura do padrão monetário internacional, as condições de estabilidade que permaneceram até a década de 60 caem definitivamente por terra. A partir daí, o "modelo keynesiano" não mais se sustenta, posto que não se pode mais admitir a hipótese de estabilidade dos contratos de oferta e dos contratos de dívida, no período de produção.

*"Não é possível admitir a estabilidade dos contratos de dívida por causa da sua repactuação periódica, atrelada a flutuações bruscas das taxas de juros no mercado internacional de dinheiro. Não é possível admitir a estabilidade dos contratos de oferta no suprimento das matérias-primas estratégicas (importadas e exportadas) porque a paridade do poder de compra das moedas não se mantém e tanto as relações de troca quanto os preços de produção das matérias primas sofrem violentas descontinuidades. Assim, tanto o preço dos estoques como o valor dos ativos e passivos passam a flutuar descontroladamente durante o período de produção, tornando incerto o horizonte de cálculo capitalista" (Tavares e Belluzzo, 1984:8)*

Desde que os supostos acerca da existência de determinadas condições de estabilidade estrutural não mais se sustentam, a "racionalidade" advogada para o comportamento dos agentes também não pode ser mais aquela considerada no modelo de Keynes. Visto que as expectativas de curto prazo tornam-se muito instáveis (contaminando as de longo prazo) pela possibilidade de "um ajuste inesperado no preço de cálculo da oferta global, por modificações imprevisíveis nas condições de formação dos preços absolutos" (Tavares e Belluzzo, 1984:9-10), não se pode mais considerar que os agentes comportem-se da "maneira convencional" quando tratam de suas

---

<sup>135</sup> - De acordo com José Carlos de Souza Braga (1991), o termo *globalização*, apesar de disseminado, tem sido usado com certa "impropriedade".

expectativas de longo prazo, ou seja, esperando que as condições do presente repitam-se no futuro. Dadas as condições vigentes, os valores do capital e da taxa de juros de longo prazo são incalculáveis, pois a trajetória dos preços de longo prazo é impossível de prever. A componente especulativa da valorização capitalista que era apenas residual, autonomiza-se em relação às condições de valorização produtiva.

As formas de valorização do capital passam a ser predominantemente especulativas e *"dadas a desorganização do padrão monetário e cambial não encontram repouso em qualquer ativo particular. O caráter rentista da riqueza capitalista prevalece sobre seu caráter produtivo, fazendo com que uma parte substancial dos "custos de produção" devam ser estimados com uma enorme margem de segurança"* (Tavares e Belluzzo, 1984:10)<sup>136</sup>.

Assim, a partir das inovações financeiras lançadas no mercado americano nos anos 60, o modelo tradicional de se pensar o financiamento<sup>137</sup> não pode ser mais aceito (Minsky, 1986).

É possível verificar este movimento ao se constatar, a partir da década de 70, a existência de grande leque de instrumentos financeiros apresentados como fontes alternativas de valorização, com elevado grau de liquidez. Além do mais, existe grande flexibilidade para as margens de segurança bancárias, posto que os bancos conseguem gerar fluxos monetários líquidos através de operações passivas, existindo também várias instituições capazes de socorrê-los em sua necessidade de liquidez<sup>138</sup>. Os balanços bancários refletem claramente a profunda alteração na lógica das operações bancárias, destacando-se, por exemplo, a acentuada queda na participação de caixa e reservas sobre o total do ativo e o grande crescimento dos depósitos a prazo e do crédito vis-à-vis ao crescimento (sempre menor) das reservas.

Na verdade, dado o grande número de instrumentos financeiros criados e aperfeiçoados, os agentes econômicos em geral e não só os bancos passam a ter maior facilidade de levantar cash, fazendo com que o sistema bancário<sup>139</sup> perca o monopólio do crédito e do sistema de pagamentos. Em primeiro lugar, o próprio conceito divisor de águas entre sistema financeiro

<sup>136</sup> - Para uma discussão acerca da especificidade desta dinâmica vide Braga, 1991

<sup>137</sup> - À la Gurley and Shaw

<sup>138</sup> - Este é o caso do mercado interbancário e do acesso aos fundos do Banco Central, que aliás exerce o papel essencial de prestador de última instância.

<sup>139</sup> - Autoridades monetárias e bancos comerciais

bancário e não-bancário deixa de ter sentido<sup>140</sup>. Na estrutura de financiamento norte-americana, por exemplo, os bancos de investimento e as *securities houses* passam a ofertar crédito para as organizações financeiras e não-financeiras, levando a não sustentação da segmentação do sistema de crédito<sup>141</sup>. Em segundo lugar, as corporações passam a lançar títulos de dívida, criando moeda privada garantida pelo sistema bancário, de forma que a divisão clara entre mercado de crédito e de capitais - característica do mercado financeiro depois do *crash* de 29 - vai deixando de ter sentido, sendo que os próprios bancos comerciais americanos ingleses e japoneses passam a operar no negócio de "securities" pressionando para a queda das barreiras legais que separam as duas atividades<sup>142</sup>.

Estas considerações são suficientes para mostrar que o próprio mercado de dinheiro e a estrutura de financiamento implícita à formulação keynesiana não mais funcionam da maneira prevista pelo autor e que, além do mais, há necessidade de requalificação de conceitos. Nestes termos, formulamos algumas conclusões acerca desta discussão, enfatizando os principais pontos que nos interessam.

a) Dado o grande leque de instrumentos financeiros que se apresentam, bem como das demais observações acima, o próprio conceito de dinheiro e liquidez utilizado por Keynes precisa ser devidamente contextualizado.

É possível observar que já na Teoria Geral está explícita a idéia de que o **conceito de dinheiro** não pode ter uma definição estanque. O autor ressalta que se pode traçar uma linha entre dinheiro e débito, "de acordo com a conveniência do estudo a ser desenvolvido". Por isto mesmo, pode-se considerar que o **conceito de demanda de liquidez** não se circunscreve ao de demanda por moeda, na medida em que, segundo o próprio autor, "não há necessidade de se conservar dinheiro ocioso para assegurar os intervalos se se pode obtê-lo sem dificuldade no momento oportuno" (1982:157). No mesmo sentido, também na Teoria Geral, está explícito que "não existe um padrão de liquidez absoluto, mas simplesmente uma escala de liquidez - um prêmio variável que se tem de levar em conta, além do rendimento, do uso e dos custos

<sup>140</sup> - Devemos observar que no caso da Alemanha, o mercado de crédito sempre funcionou com bancos múltiplos, que além do mais, têm estreita relação com o mercado de capitais.

<sup>141</sup> - A destruição das barreiras legais existentes entre os intermediários financeiros veio também acompanhada da eliminação das restrições territoriais, tanto nacionais, quanto internacionais.

<sup>142</sup> - A última barreira para se chegar definitivamente ao intermediário financeiro único no mercado financeiro norte americano é o *Steagall Act*.

*de manutenção, ao calcular o atrativo de conservar diversas formas de riqueza"* (Keynes, 1982:187).

Consideramos que, especialmente no contexto das modificações sofridas pelo capitalismo a partir da década de 60, os conceitos de dinheiro e liquidez devem seguir a interpretação acima, que se abre para o conceito de "flexibilidade". O objetivo desta leitura específica é enfatizar que **liquidez** e **flexibilidade** são conceitos que se complementam, pois os detentores de capital podem estar numa posição quase tão líquida quanto a da manutenção da própria moeda, se possuírem ativos facilmente negociáveis em mercados secundários próprios, organizados e com baixo custo de transferência. Nestes termos, a busca de encurtamento de prazos liga-se à demanda por ativos flexíveis que não são, necessariamente, *securities* de curto prazo.

A idéia que pretendemos destacar é a de que esta qualificação é compatível com a discussão apresentada por Keynes e que o desejo de liquidez, tal como construído pelo autor, não se reflete numa única escolha, mas num espectro de escolhas, sendo que a liquidez está intimamente ligada à "flexibilidade" do ativo em questão.

Mesmo considerando que estas qualificações estão presentes na Teoria Geral, queremos observar que a articulação entre moeda, crédito e patrimônio, implicitamente considerada no "modelo Keynesiano", é menos complexa do que a atual e que a idéia de preferência pela liquidez perde sua simplicidade originária.

De fato, a grande gama de instrumentos financeiros líquidos somada às desvalorizações sucessivas das várias moedas e a inexistência de um padrão monetário estável levam as moedas nacionais a perderem a função de reserva de valor<sup>143</sup> e que o conceito de dinheiro passe a ser cada vez mais aberto, abarcando uma grande quantidade de ativos. Ademais, a própria determinação da taxa de juros leva em conta outros elementos, sendo que sua elevação "*não corresponde mais a uma elevação do prêmio à renúncia da liquidez, mas a um prêmio de risco sobre a desvalorização provável da riqueza passada*" (Tavares e Belluzzo, 1984:13).

<sup>143</sup> - Com exceção, talvez, do Yen e do Marco, que continuam sendo moedas fortes, haja vista que o Japão e a Alemanha são países superavitários, detentores das reservas internacionais. De qualquer forma, não existe UMA moeda internacional e sim uma "coordenação monetária forçada" (Braga, 1991:19), da qual participam, de forma privilegiada, as grandes corporações e os países capitalistas com economias dominantes. Ademais, cabe colocar a dificuldade e os limites desta coordenação, pelo fato de que a moeda hegemônica ainda é a americana.

b) Existem vários instrumentos financeiros quase tão líquidos como a moeda, que podem ser adquiridos e retidos sem que se passe pelo sistema bancário, levando à necessidade de se repensar a capacidade que este sistema tem de restaurar a sua liquidez.

Em primeiro lugar, é preciso observar que a perda do mercado cativo de dinheiro não afeta a capacidade de criação de moeda e o poder do *finance* bancário. Estes continuam se mantendo, só que por novas modalidades, posto que os bancos passam a ter grande capacidade de geração de liquidez<sup>144</sup>, que ademais é implicitamente coberta pelas autoridades monetárias. A perda do mercado cativo deve ser entendida num contexto em que não só estão se rompendo as barreiras entre o mercado de crédito e de capitais mas também em que começa a se apresentar a mudança da estrutura das grandes corporações, com o desenvolvimento da fusão de várias formas de riqueza<sup>145</sup>.

Este movimento pode ser observado a partir do momento em que "*as organizações comerciais e manufatureiras começam a ser proprietárias de companhias de seguros, de companhias emissoras de vários tipos de títulos, de instituições de poupança e de non-bank banks*" (Braga, 1991:13). Nos Estados Unidos, estes detêm 45,6% do sistema de serviços financeiros, enquanto que os bancos propriamente ditos participam com 54,4% (idem, ibidem). Como pode-se detectar por estes números, estas grandes corporações tornam-se organizações que oferecem serviços financeiros em geral, passando a ofertar empréstimos, diretamente a seus clientes inclusive, bem como a seus próprios segmentos empresariais<sup>146</sup>.

Nestes termos, dada a demanda de *finance* para o investimento, quando se analisa a capacidade de resposta da estrutura de financiamento de um determinado país capitalista, não se pode mais dizer que os bancos detêm a "posição chave" na determinação do crescimento do nível de atividade. Hoje, é preciso levar em consideração o conjunto da estrutura financeira que, além do mais, é "global" no sentido de fundir várias formas de riqueza e de desconsiderar os limites nacionais e de ser tão interligado internacionalmente a ponto de que as transações não precisam parar. Da mesma forma, a consideração da existência de um fundo rotativo, continuamente reestabelecido constituindo-se no próprio *finance*, deve ser requalificada na medida em que

<sup>144</sup> - A flexibilidade das relações débito/crédito é outro elemento fundamental que deve ser acoplado à discussão de liquidez.

<sup>145</sup> - O sentido é o de que estes se tornam corporações financeiras e industriais globais.

<sup>146</sup> - É o caso de corporações japonesas que, graças à sua posição líquida, conseguem ofertar financiamentos a custos menores do que os oferecidos pelos próprios bancos.

aqui também se deve levar em conta o conjunto da estrutura financeira e não apenas o conjunto do sistema bancário.

c) Dada a ampla gama de exposições financeiras que se apresenta, a forma específica por que o financiamento ao investimento pode se efetivar passa por inúmeras possibilidades de combinações possíveis que não envolvem, necessariamente, a sequência interligada de *finance/funding*.

Observamos que tanto Keynes quanto Hilferding chamam a atenção para a complexidade do financiamento ao investimento e mostram que, quando se financia a compra de capital fixo, o longo prazo está envolvido, posto que fluxos de renda de curto prazo advindos da produção não são capazes de levantar o montante para saldar a dívida contraída.

Mostramos que, a partir da discussão apresentada pelos referidos autores, é possível detectar que a efetiva necessidade de alargamento de prazos coloca-se ao tratarmos de financiamentos que envolvem enormes magnitudes e grandes indivisibilidades. O *finance*, nestes casos, pode ser feito de distintas formas a depender da estrutura financeira e das condições de estabilidade assumidas: pode se efetivar via bancos de investimento diretamente ligados ao mercado de capitais e suportados, em última instância, pelo Estado (como no caso alemão) ou mesmo através de crédito de curto prazo, seguido de algum esquema de *funding*, como assumido por Keynes<sup>147</sup>.

Como observamos anteriormente, já nestes autores, fica claro que investimentos do tipo considerado requerem financiamentos externos à firma em questão. O *finance*, nestes casos, necessariamente envolve posições financeiras especulativas, no sentido de que descasamentos de prazos entre as contas ativas e passivas são inevitáveis.

No caso em que o *finance* efetiva-se via concessão de crédito de longo prazo oferecido por um banco de investimento, este banco estará assumindo o risco de conversão dos débitos e, portanto, numa postura especulativa, enquanto que o investidor poderá efetivar o investimento continuando numa posição coberta, desde que as receitas esperadas sejam suficientes para cobrir o débito em questão. Por outro lado, no caso em que o *finance* efetiva-se via crédito de curto prazo, o próprio investidor estará

<sup>147</sup> - Na abordagem Keynesiana, não está descartada a possibilidade de que o esquema *finance/funding* seja simultâneo, mas de qualquer forma está implícito que o *finance* é efetivado essencialmente via mercado de crédito.

assumindo uma postura especulativa, pois não terá condições, a curto prazo, de pagar seus débitos com o fluxo de rendimentos esperado após um período de produção. Neste sentido, é requerido algum esquema de alargamento de prazos (*funding*) ou mesmo de repactuação de débitos que, no entanto, não estão garantidos. Mesmo no caso do banco, apesar de a estrutura temporal de ativos e passivos estar casada, prevalece o risco de crédito e flutuação de taxas (risco de conjuntura).

Na forma típica de financiamento apontada por Keynes, apesar do demandador do crédito estar numa posição especulativa por estar tomando um financiamento de curto prazo para cobrir uma posição de longo prazo, a lógica de manutenção de operações financeiras sólidas não é de todo descartada. Isto é possível nesse modelo porque, conforme já observamos, o autor leva implicitamente em consideração certas condições de estabilidade, ligadas a uma determinada estrutura de financiamento, com instituições que apresentam mecanismos de consolidação financeira, o que leva os investidores e banqueiros a esperarem a continuidade daquele estado de negócios, advindo daí a expectativa positiva quanto à efetivação de operações de alargamento de prazos.

Justamente por isto, apesar de estar indicada a complexidade do financiamento ao investimento e de estar implicitamente destacada a posição especulativa assumida tanto pelo banco como pelo investidor<sup>148</sup>, o modelo típico apresentado por Keynes conecta o *finance* ao *funding*, dando ênfase especial ao primeiro, sem no entanto dar o devido destaque à possibilidade de que o último não se efetive na magnitude requerida.

No entanto, como já constatamos, a partir da década de 60 as condições de estabilidade e a estrutura financeira implícitas ao modelo não mais se mantêm, e a partir daí é necessário aprofundar tanto a questão da possibilidade de que haja problemas quanto à compatibilidade entre as estruturas passivas e ativas escolhidas pelos investidores, quanto à análise dos rebatimentos desta situação sobre a economia como um todo.

O modelo de fragilidade financeira de Minsky (1986), que destaca 3 posturas financeiras básicas frente a uma situação de endividamento, pode ser entendido como um aprofundamento justamente nesta senda não analisada por Keynes, constituindo-se por isto, enquanto um avanço na compreensão do

---

<sup>148</sup> - Para o limite do financiamento ao investimento é levantada a questão do *borrower's risk* e do *lender's risk*, além de ser citada a discussão do risco crescente desenvolvida por Kalecki na mesma época.

processo de financiamento. O sentido é de avanço porque, na verdade, os fundamentos de uma teoria da instabilidade financeira podem ser derivados da Teoria Geral. Keynes avançou para uma teoria do investimento que destaca o fato de a economia capitalista ser suscetível a flutuações e, assim, podemos dizer que desenvolveu uma teoria financeira do investimento, que é especialmente relevante<sup>149</sup>. Segundo Minsky, Keynes nunca articulou um modelo acerca da forma como evolui a estrutura de passivo das empresas, dos bancos e de outras instituições financeiras, bem como a forma como se estabelece a geração endógena de dinheiro e de seus substitutos. Mas, mesmo não entrando em detalhes sobre o modo como as firmas afetavam o comportamento do sistema, sublinhou o papel fundamental das finanças na economia capitalista.

Em sua argumentação, Minsky mostra que quando se vai desenvolver uma discussão acerca do financiamento ao investimento é preciso perceber, como aliás já é enfatizado por Keynes, que a decisão especulativa fundamental a ser tomada por uma empresa se refere à forma pela qual financiará o controle sobre os bens de capital de que necessita. Seguindo a formulação de Keynes, mostra que, na decisão de investimento, a disponibilidade de financiamento externo é um elemento essencial e que, portanto, o investimento é um fenômeno financeiro. Minsky vai mais além e destaca que na análise da forma específica de financiamento de determinado investimento, há necessidade de se considerarem as estruturas econômicas implícitas à análise em questão e de verificar as consequências de modificações que venham a ocorrer.

Neste contexto, o autor busca as mudanças financeiras ocorridas a partir da década de 60, para mostrar que em uma economia capitalista avançada<sup>150</sup>, mesmo partindo-se de uma estrutura financeira sólida (como a do pós-guerra), forças endógenas levam à sua fragilização (Minsky, 1986:213).

Seguindo os passos apontados por Keynes, retoma-se a análise da complexidade do financiamento ao investimento que envolve a compra de ativos de capital altamente indivisíveis e complexos, para mostrar a adoção inexorável de posturas financeiras especulativas<sup>151</sup>. Utiliza o *approach* dos *cash flows* e mostra que se apresenta uma dicotomia quanto às possíveis posturas financeiras. De um lado, a postura *hedge*, em que o devedor só toma

<sup>149</sup> - Esquecida pela ortodoxia keynesiana: Kicks, Hansen, Samuelson.

<sup>150</sup> - Com complexos instrumentos financeiros e em que os ativos de capital têm um longo período de gestação

<sup>151</sup> - É bem verdade que o investidor, dependendo da estrutura de financiamento considerada, pode conseguir levantar o montante requerido para o *finance*, via crédito de longo prazo, concedido por um banco de investimento e que neste caso não estará assumindo uma postura especulativa. O banco, no entanto, estará acolhendo os riscos do descasamento de prazos. Como já discutimos, justamente devido às características técnicas do capital fixo, o descasamento é inexorável.

débitos com maturidade compatível à do ativo financiado e, de outro, a especulativa e a Ponzi.

Segundo nossa interpretação, estas duas últimas posturas devem ser tomadas em conjunto como oposição à primeira, pois estão ligadas ao financiamento de posições de longo prazo a partir de passivos de curto prazo implicando, portanto, numa dessincronização temporal dos balanços. A diferenciação essencial entre a postura especulativa e Ponzi está no grau da exposição financeira. Enquanto na primeira postura o devedor tem o prazo de sua estrutura de passivo menor do que a de seus ativos, mas consegue pagar o custo dos juros<sup>152</sup>, o devedor com uma postura Ponzi não consegue sequer pagar o serviço da dívida e, por isto, tem que fazer um apelo aos bancos no sentido de rolar a dívida, mas aumentando o débito em questão. Cardim de Carvalho (1990:139) resume bem as implicações da adoção deste tipo de postura ao colocar que:

*"For this kind of agent to remain solvent is necessary that expected yields from assets to be sufficient to compensate for a rising debt. Of course, this position is even riskier than the speculative posture, since unexpectedly intense rises interest rates may lead the investor to insolvency".*

De qualquer forma, deve ser observado que são assumidas posturas financeiras menos cobertas, na expectativa de que os pagamentos possam ser efetivados. Minsky destaca que grande parte da evolução financeira de uma economia está centrada no desenvolvimento de mercados e instrumentos que possibilitem o financiamento de maiores níveis de atividade. Este desenvolvimento financeiro, por sua vez, tem a ver com a estrutura institucional que se desenvolveu sem uma coordenação explícita, contrariamente ao que ocorreu no período anterior com a institucionalidade organizada a partir de Bretton Woods. Na verdade, para o autor, a institucionalidade analisada induz a adoção de posturas mais especulativas e vulneráveis. São criados instrumentos que parecem assegurar a existência de dinheiro (*cash*) disponível no momento necessário, desde que sejam detidos os ativos apropriados, ou desde que se tenha lucratividade suficiente (Minsky, 1986:218). No entanto, esta "segurança" depende de que os mercados financeiros funcionem "normalmente", no sentido de que o refinanciamento dos débitos de curto prazo possam ser disponíveis. A partir deste referencial, Minsky mostra, através da análise das modificações na Estrutura de Financiamento Americana, que posições em ativos de capital e ativos financeiros são financiadas e

---

<sup>152</sup> - tendo que, eventualmente, rolar o principal.

refinanciadas. Analisa, então, como estas posturas especulativas vão ficando endogenamente mais complexas e como, paulatinamente, as autoridades monetárias vão perdendo o controle da criação de moeda privada.

Na medida em que existe grande capacidade de geração de liquidez e em que a atividade de *position making* pode se efetivar, via operações passivas<sup>153</sup>; na medida em que o setor financeiro não-bancário concorre com os bancos no oferecimento de crédito e desde que podem ser emitidos títulos de dívida direta com grande aceitação e facilmente negociáveis, destaca-se o crescimento da capacidade de criação endógena de moeda. As autoridades monetárias vêem seu poder diminuído e vão perdendo a condição de impor limites à expansão monetária de forma que, contrariamente ao que afirma Keynes, os instrumentos de política monetária passam a não funcionar, também neste caso.

Uma perspectiva que se abre a partir deste referencial apontado por Minsky e que procuramos destacar até aqui é a de que, dada a grande capacidade de criação de moeda privada, uma política contracionista, no controle de  $M_1$ , não é mais suficiente. Seria preciso controlar a liquidez em termos amplos, sendo que neste caso os mecanismos adotados não deveriam atingir apenas ao setor bancário. Este controle, no entanto, é virtualmente impossível, vista a ampla capacidade de geração de liquidez, via instrumentos financeiros diversificados que, ademais, também estão relacionados com a operação de mercados financeiros internacionais.

Na verdade, as autoridades monetárias não conseguem sequer controlar o  $M_1$  com os instrumentos usuais. O estabelecimento de margens de reservas e de taxa de redesconto não mais surte o efeito desejado, pois como observamos, os bancos têm a capacidade de realizar a sua atividade de *position making* pelo lado do passivo e podem aumentar o crédito mesmo quando os requerimentos de reservas e os tetos de redesconto são aumentados.

Podemos afirmar com esta discussão que, se já em Keynes a política monetária é considerada ineficaz para casos de retomada de crescimento, tendo apenas validade enquanto política contracionista, hoje ela não funciona sequer nesta situação. Mesmo se requalificarmos o conceito de política monetária estendendo-o para o de política de liquidez, tal dificuldade persistirá, haja vista o elevado grau de endogeneidade da moeda.

---

<sup>153</sup> - Ou mesmo de operações ativa, mas com títulos privados.

Minsky destaca que, ao invés da ação regulatória de efetiva influência sobre os juros e a moeda, as Autoridades Monetárias tornam-se coadjuvantes das formas por que as instituições financeiras vão bancando suas posições, financiando-as<sup>154</sup>. Por isto mesmo, apesar de a questão da instabilidade estar continuamente posta, a EFETIVIDADE de grandes crises acaba não se verificando, justamente devido à ação direta do Estado, que assume do ônus do desajuste.

A instabilidade de um "regime financeiro" (Minsky, 1986:214) resultante da possibilidade de variações profundas e inesperadas nas taxas de juros está, para o autor, intrinsecamente relacionada a forças desequilibradoras endógenas, que têm a ver com as estruturas institucionais existentes, sendo que estas forças se tornam cada vez maiores à medida que aumenta o peso da adoção de posturas financeiras especulativas, o que passa a ocorrer a partir da década de 60. Minsky mostra que as significantes transformações por que passou o Sistema Financeiro nos anos 60, que tornaram as finanças mais especulativas, aceleraram a tendência à fragilidade financeira, de forma que a performance da economia capitalista a partir daí é mais instável do que no imediato pós guerra, com tendências a taxas de inflação e desemprego mais altos (Minsky, 1986:85). Algumas inovações institucionais também afetaram a transformação da estrutura de financiamento, como é o caso da instituição de relações bancárias hierarquizadas, que poderiam ser tomadas como uma fonte de fraqueza para o sistema financeiro como um todo. A existência de pequenos bancos (fringe banks), garantidos por grandes bancos que se tornam emprestadores dos mesmos, leva a que estes últimos<sup>155</sup> sofram as consequências de eventuais fraquezas que se explicitem para o mercado. Uma sucessão de episódios como estes leva a uma debilidade cumulativa dos grandes bancos, o que gera, para o autor, o potencial de um efeito "dominó", que pode causar uma séria disruptura financeira.

Assim, o destaque de Minsky é realizado para o movimento de "fragilização financeira" e tendência para sérias crises, mostrando que, ao mesmo tempo em que as relações especulativas levam a um rápido crescimento da capacidade produtiva, podem também levar à uma rápida quebra do boom. A efetividade da ocorrência de crises, por outro lado, depende das condições de

<sup>154</sup> - Braga (1991) assume que se estabelece forte relação entre Estado-Mercado, que se torna explícita na medida em que os Estados nacionais dos países avançados bancam a sua moeda, o seu sistema financeiro e as suas corporações, evitando que se repitam colapsos, desvalorizações e desacelerações bruscas no investimento. Haja vista o déficit eminentemente financeiro do Estado. Podemos observar que a política de *open market* tem que levar em consideração outros elementos, que não os meramente referentes aos de ajustes da quantidade de moeda.

<sup>155</sup> - Detentores de ativos relativos aos primeiros.

liquidez da economia, do tamanho relativo do setor Governo e da ação do Banco Central, enquanto prestador de última instância.

*" The proportion between hedge, speculative and Ponzi operations will determine the degree of macroeconomic financial fragility of an economy. The higher the weight of speculative and Ponzi investors, the more vulnerable the economy is to changes in financial markets. Conversely, the higher the weight of hedgers the safer the economy is, at least with respect to financial problems" (Cardim de Carvalho, 1990:139).*

A análise da especificidade das estruturas de financiamento, bem como das possíveis formas de financiamento à compra de ativos de capital e da necessidade de mecanismos de alargamento de prazos para a efetivação do investimento deve encampar este avanço destacado por Minsky e ainda ir adiante na requalificação de conceitos, incorporando prosseguimento às modificações estruturais ocorridas.

Seguindo esta concepção, é preciso retomar a relação *finance/funding* e analisá-la à luz do processo de surgimento de inúmeras inovações financeiras, a partir da década de 80, cujos movimentos vão no sentido de busca de divisão de riscos e de coberturas financeiras paralelas, no intuito de consolidar estruturas financeiras mais cobertas. Nesta perspectiva, a própria questão da "fragilidade financeira" apontada por Minsky deve ser atualizada.

Como analisamos, são criados mecanismos de *"hedge finance"*, que buscam contrabalançar a instabilidade econômica advinda de posições especulativas, possibilitando endividamentos que envolvem prazos mais alongados. Por outro lado, mesmo considerando que tais inovações possibilitam que se trabalhe com horizontes mais largos, outros elementos reforçam a instabilidade, como é o caso da adoção de posições financeiras que envolvem operações com mercados entrelaçados, da componente financeira do déficit público e das dificuldades de coordenação de política econômica.

A análise deve incorporar a complexidade de se trabalhar com estruturas de financiamento vinculadas a mercados globais que nunca param e que, ademais, encampam também uma dimensão "virtual". É preciso considerar que o Sistema Financeiro passa a assumir funções complementares que acentuam a interrelação entre o mercado de créditos e de capitais, inclusive. Nesta configuração, os intermediários financeiros que atuam no mercado de crédito passam a:

i) enfatizar a sua função de garantir a liquidez dos contratos lançados pelos devedores como títulos de dívida direta, no mercado de capitais;

ii) participar diretamente do processo de securitização, quer garantindo títulos comprados por terceiros, quer comprando estes títulos como forma de aplicação, quer lançando eles próprios, títulos de dívidas que têm como contrapartida um conjunto de seus ativos "empacotados";

iii) atuar diretamente nos mercados futuros, o que pressupõe a existência de um "hedger" e um especulador que banca parte do risco de conjuntura com o intuito de ganho com tal transação. Os bancos, por seu conhecimento privilegiado dos mercados financeiros, passam a assumir esta última função buscando novas fontes de ganhos especulativos. Assim, como resultado da situação em que os intermediários financeiros<sup>156</sup> não conseguem mais trabalhar da forma tradicional, passam a desenvolver um novo padrão de atuação, em detrimento da atividade de intermediação. Fortalecem sua carteira de ativos, oferecem serviços financeiros, procuram formas alternativas de captação. Para além disto, passam a exercer novas funções, sendo de vital importância o seu papel na atividade de cobertura de riscos de flutuação e/ou conjuntura, pois a grande volatilidade dos juros e do câmbio verificada na década de 70 enfatiza estes riscos e dá impulso ao movimento de busca de instrumentos de *hedge*.

Nesta situação, a referida relação *finance/funding* precisa ser requalificada, tanto porque a questão dos riscos associados ao financiamento pode ser contrabalançada com mecanismos de *hedge* e seguros, como porque está posta a possibilidade de uma alavancagem multifuncional de recursos, envolvendo captações com prazos e objetivos diferenciados. A idéia a abordar na requalificação é a de que existem inúmeras combinações possíveis e não uma única "forma típica" de financiamento ao investimento, mesmo no interior de uma determinada estrutura de financiamento. É preciso considerar que a atividade de *finance* não é mais feita essencialmente pelo sistema de crédito e que ela pode se efetivar através da utilização conjunta de distintas modalidades, inclusive.

Tanto o avanço da securitização, quanto o desenvolvimento de mercados futuros e operações *swaps* modificaram o próprio papel dos intermediários financeiros e acabaram por confundir a linha divisória entre o mercado de créditos e de capitais, verificando-se novos fluxos de

---

<sup>156</sup> - Em especial os bancos internacionais.

endividamento de empresas não financeiras à margem do crédito bancário tradicional. A segmentação clássica dos mercados praticamente desapareceu a nível das instituições financeiras, como o dos contratos, e o caminho do mercado de capitais é cada vez mais utilizado para o próprio *finance*. Os intermediários financeiros hoje são instituições multioperacionais que passaram a desenvolver um novo padrão de atuação, sendo que outra questão importante se refere ao papel crescente dos investidores institucionais, principalmente Fundos de Pensão e Seguradoras, como potenciais aplicadores em títulos com períodos mais alongados.

Nesta configuração, se entrelaçam o processo de securitização, possibilidades de mecanismos de *hedge* com contratos futuros e operações *swaps*. Assim, a discussão do financiamento ao investimento deve incorporar não só a existência desta nova interrelação entre o mercado de créditos e de capitais, como também a existência de um mercado de resseguros de riscos comandados por *dealers/especuladores* (geralmente um banco), que garante a liquidez dos contratos e banca parte do risco de conjuntura com intuito de ganho. Aí, por exemplo, parte do *finance* pode ser efetivado via crédito bancário e parte via lançamento de títulos de dívida direta, como demonstra o processo de securitização. Pode ser levantado também, unicamente via utilização simples deste último mecanismo, numa operação em que os bancos atuam com bancadores, garantindo o título em questão e não como intermediadores.

A incorporação destes elementos à análise do financiamento não pode ser desconsiderada devendo-se observar que a combinação escolhida tem consequências macroeconómicas distintas, pois como sabemos, o poder de multiplicação monetária resultante do ato de criação de moeda privada é tanto maior, quanto maior o envolvimento direto do sistema bancário no oferecimento do *finance* via crédito.

A incorporação destes elementos deve ser ainda capaz de destacar que a instabilidade hoje traz mais elementos do que aquela destacada por Minsky (decorrente, por exemplo, do fato de as corporações se endividarem frente ao Sistema Bancário ou emitirem *Commercial Papers*). Ela decorre de uma articulação que envolve grandes corporações, Estados Nacionais, mercados financeiros globalizados, investidores institucionais em busca de aplicações flexíveis, mercados virtuais etc. *"Esta instabilidade é de outro tipo, não é do tipo que Minsky acusava. As corporações reduzem a taxa de endividamento com bancos e aumentam o auto financiamento com lucros financeiros, além de dinamizarem, como um fim em si mesmo, as aplicações financeiras (papers*

*transactions*). A instabilidade financeira a nível micro, depende de situações patrimoniais especulativas, resultantes de operações em mercados entrelaçados, como os de Tokio, Nova Iorque, Londres." (Braga, 1991: 15).

Além da questão de se requalificar a própria instabilidade, as operações simultâneas e/ou sequenciais ao *finance* (*funding* ou repactuação de dívidas) também precisam ser requalificadas, pois dadas as inúmeras possibilidades financeiras de levantar "cash", as operações de pagamento das dívidas constituídas para financiar o investimento também podem ser efetuadas de múltiplas formas, envolvendo posturas financeiras diversas<sup>157</sup>.

Não só o esquema de *finance* pode abranger o mercado de créditos e de capitais exclusiva ou simultaneamente, como também pode envolver instrumentos de dívida com variedades de prazo, seja não apenas instrumentos de curto prazo. Enquanto que na forma "típica" de financiamento ao investimento apontada por Keynes, o *finance* é feito via crédito de curto prazo, na estrutura de financiamento moderna é possível utilizar conjuntamente vários instrumentos para levantar o capital necessário à efetivação da inversão, sendo que estes instrumentos já podem ser diretamente de longo prazo.

Como já observamos, a possibilidade de variações bruscas e profundas nas taxas de câmbio e juros leva à viabilidade esquema de prazos alongados só se houver alguma cláusula contratual ou artifício financeiro que garanta um mínimo de estabilidade para os referidos contratos. Isto pode ocorrer, por exemplo, se um (ou mais) agente (geralmente um banco) bancar ou dividir o risco de variação das taxas (de juros e/ou câmbio), ou mesmo se houver a possibilidade de alguma operação paralela de hedge.

Na medida em que foram desenvolvidas inovações financeiras que vão no sentido considerado (em especial o mercado de resseguros), tem-se notado que a multiplicidade de instrumentos financeiros existentes propiciadores do levantamento de "cash", com mercados secundários organizados e ágeis, somados a esquemas de cobertura financeira, facilitam a adoção de esquemas conjugados:

- *finance* via crédito de curto prazo com repactuação, mais instrumentos de longo prazo com cobertura de risco;
- *finance* via instrumentos de curto prazo com esquemas múltiplos de repactuação;

---

<sup>157</sup> - Na verdade, o investidor individual poderá estarem condições de combinar as 3 posturas, inclusive, na medida em que adote distintas estratégias financeiras para diferentes grupos de ativos em seu portfólio (Cardim de Carvalho, 1990:139).

- finance via crédito de curto prazo seguido de funding (lançamento de títulos de dívida de longo prazo).

Estes esquemas conjugados têm aparecido mais do que o esquema de finance puro ou finance/funding puro.

Conforme já observamos, a demanda por alargamentos de prazo não se prende apenas ao financiamento de ativos de capital e que envolvam grandes indivisibilidades. Pode também estar relacionada a compras que abranjam grandes somas, ou mesmo a quantias vultosas que não possam ser levantadas a curto prazo pelo devedor. O alargamento de prazos não seria aí necessário, mas poderia ser implementado dependendo da estrutura de financiamento em questão. Poderíamos afirmar que as modalidades mistas de financiamento citadas logo acima se adequam a este tipo de demanda. Cabe, no entanto, questionar até que ponto este tipo de estrutura prescinde de esquemas mais efetivos de alargamento de prazos para casos de investimentos relacionados a consideráveis indivisibilidades técnicas e enormes magnitudes de capital para a sua efetivação.

Esta é uma questão que permanece em aberto, pois apesar da velocidade de inovações técnico/produtivas, os investimentos que têm se realizado a nível dos referidos países têm relação, ou com um ciclo tecnológico *"com desdobramentos curtos e rápidos sobre segmentos importantes do complexo eletro-eletrônico e do complexo metal-mecânico"* (Braga, 1991:19), ou com a modernização e crescimento de setores tradicionais. Não se têm financiado, nos países avançados, projetos industriais da magnitude dos vinculados à II Revolução industrial. Mesmo os projetos de infra-estrutura são mais reduzidos. Resta saber se estes tipos de investimentos, que envolvem enormes magnitudes de capital, dado o vulto do negócio em questão, continuam necessitando de mecanismos de "financiamento definitivo" ou se a adoção de estratégias mistas de financiamento e repactuação de dívidas, somadas a operações de hedge são suficientes para a efetivação de investimentos deste porte.

Na verdade, a indicação é a de que não se pode descartar a importância de instituições especiais de crédito, em geral públicas, que atuam dando suporte a setores ou segmentos determinados. A questão do financiamento de projetos de grande porte e em setores que não apresentem grande lucratividade, talvez ainda não prescindam de suporte que envolvem instrumentos de "endividamento definitivo".

## 1.6- A organização institucional e os principais determinantes das estruturas de financiamento.

Com o que desenvolvemos até aqui procuramos destacar a complexidade envolvida no financiamento do investimento e a importância de se verificar a forma pela qual é possível dar conta desta demanda específica. Esta perspectiva, por sua vez, nos encaminha à análise das estruturas concretas de financiamento e ao fato de que a conformação institucional das mesmas depende, em primeira instância, dos requerimentos quanto ao volume mínimo de recursos demandados pelo crescimento a cada momento do desenvolvimento, aspecto relacionado à estrutura técnica do capital.

Neste capítulo observamos, por exemplo, que as estruturas financeiras implícitas em Keynes e Hilferding dão conta do aporte de enormes montantes de capital demandados por empresas que são essencialmente Sociedades anônimas, que trabalham com grandes plantas, a partir de um tipo de capital fixo altamente integrado e indivisível, vinculado à tecnologia da II Revolução Industrial. Estes aspectos nos remetem a condicionantes referentes ao padrão de industrialização dos países sob estudo e portanto à análise da demanda de financiamento que esta estrutura deve dar conta, bem como da forma como esta resposta é efetivada. Seguindo a indicação desta abordagem, observamos que o estudo da conformação específica da estrutura de financiamento de países capitalistas depende do padrão de industrialização<sup>158</sup> do país analisado, sendo esta questão uma parte indissociável da análise.

No caso de países de industrialização atrasada, o momento em que o processo de industrialização se realiza - a "etapa concorrencial" - define requerimentos técnico-financeiros do capital bem específicos para a efetivação deste processo e para a organização da compatível estrutura de financiamento. Aliás, é a partir da industrialização que se verifica a montagem de uma estrutura econômica ampla, sustentada em 4 pilares articulados: as estruturas de investimento, distribuição, financiamento e a inserção internacional (Almeida Filho, 1994). No caso ora citado, apesar destes países não terem enfrentado barreiras tecnológicas ao processo de industrialização, existiram limites financeiros relacionados à centralização de capitais necessária ao salto industrializante (Barbosa de Oliveira, 1985). Aí o papel do Estado foi fundamental, sendo que o grau de sua ação dependeu do nível da acumulação de

---

<sup>158</sup> - Barbosa de Oliveira (1985), seguindo Cardoso de Mello (1982) observa que é possível isolar mediações comuns a processos sociais concretos, reduzindo o movimento da constituição do capitalismo a certos padrões. São os chamados padrões de inindustrialização (atrasado, tardio, etc), que são essencialmente determinados: i) pelo momento em que este processo se realiza e ii) pela estrutura econômica vigente nos momentos que antecedem a industrialização.

cada país, quando do referido processo. Mesmo que em maior ou menor medida, esta atuação foi comum aos países de industrialização atrasada e podemos dizer que estes conseguiram constituir estruturas de financiamento capazes de dar resposta aos requerimentos da acumulação de forma autônoma (não dependente). Por outro lado, traços característicos da estrutura de financiamento brasileira se devem à sua industrialização tardia.

Não queremos afirmar que a forma institucional concreta das estruturas de financiamento dos países que passam pelo mesmo padrão de industrialização seja a mesma<sup>159</sup>. Quando analisamos, por exemplo, o caso Alemão, verificamos que o Estado utilizou uma conjugação de vários instrumentos para incentivar a industrialização como a importação de capitais, o estímulo à formação de sociedades por ações e de bancos de investimento, o apoio creditício via bancos públicos (Barbosa de Oliveira, 1.985). O interessante a observar que a sua forte ação na centralização de capitais, no campo dos investimentos industriais, reflete o atraso relativo deste país frente aos Estados Unidos.

Neste último, o papel do Estado no financiamento aos investimentos industriais foi muito menor, sendo que sua atuação se destacou essencialmente na montagem da infraestrutura, tanto é assim que os Bancos de Investimento americanos foram organizados essencialmente para o financiamento das estradas de ferro. Graças ao desenvolvimento relativo de sua acumulação, quando de seu processo de industrialização os Estados Unidos puderam organizar uma estrutura de financiamento nos moldes da inglesa: na qual a intervenção do Estado é muito menor, na qual os bancos privados aglutinam capital ofertando essencialmente crédito de curto prazo para o finance e na qual, dada a existência de grandes aplicadores (os investidores institucionais), foi possível desenvolver "a partir do mercado" um mercado de capitais forte e atuante. Por outro lado, o atraso relativo da Alemanha explica a maior intervenção do Estado tanto na oferta de financiamento ao investimento, quanto na organização do mercado de capitais.

---

<sup>159</sup> - Zysman (1983) analisa os formatos dos Sistemas Monetários e Financeiros dos países desenvolvidos, organizando-os a partir de 2 tipologias básicas: a primeiro modelo é o "baseado no mercado de capitais" (anglo Saxão), com baixa intervenção do Estado e o segundo refere-se aos mercados financeiros "baseados no crédito". Apesar de considerarmos esta fonte como ponto de partida para a reflexão acerca das distintas institucionalidades existentes na organização das estruturas de financiamento de países capitalistas, não iremos utilizar esta tipologia. Ela é de certa forma restritiva na medida que considera que estas conformações básicas seriam essencialmente imutáveis. Não só este fato precisa ser questionado pelas transformações recentes dos mercados internacionais de capitais e portanto pelo próprio movimento de globalização financeira, como também por que achamos importante destacar que precisam ser esmiuçados novos condicionantes (citados a seguir) quando vamos analisar os condicionantes da conformação de uma determinada estrutura de financiamento.

O que estamos querendo enfatizar é que a perspectiva da análise do padrão de industrialização nos permite apreender estes elementos, traçando determinantes comuns para a conformação das estruturas de financiamento de países que têm padrões de industrialização semelhantes. Estas características gerais, ademais, definem os limites e as possibilidades da acumulação que se seguirá à industrialização, como também certas especificidades da estrutura econômica que se monta, da qual faz parte a estrutura de financiamento. Além desta questão fundamental, a perspectiva que estamos levantando é a de que o estudo da configuração das estruturas concretas de financiamento precisa abarcar outros elementos explicativos que não podem ser esclarecidos apenas a partir da análise do padrão de industrialização dos países em questão.

O fato da estrutura de financiamento americana ser diferente da alemã e da japonesa, por exemplo, não pode apenas ser explicado pelo atraso relativo dos dois últimos frente aos Estados Unidos quando de seu processo de industrialização. Para nós, as instituições que surgem e a articulação das mesmas na conformação concreta da estrutura de financiamento de um determinado país dependem, não apenas de condicionantes da acumulação (que se enquadram no âmbito da relação Estado x Economia), mas também de elementos que só são passíveis de entendimento se adentrarmos no âmbito da relação Estado x Sociedade<sup>160</sup>. No caso que estamos investigando - a estrutura de financiamento - não se pode deixar de considerar este âmbito de análise, que incorpora a perspectiva da especificidade da relação Público x Privado existente.

Para nós este é um condicionante essencial na definição da configuração da organização institucional que prevalecerá. A especificidade desta relação tem a ver com a forma como se dá a atuação do Estado, sua interrelação com os detentores de capital e a influência dos mesmos, a existência ou não de grupos dominantes, a existência de projetos nacionais capitaneados pelo Estado e suas particularidades etc. São elementos que tem relação com o "estilo de desenvolvimento" adotado e que, em nossa concepção, dizem respeito à análise do padrão de desenvolvimento do país em questão.

Dessa forma, tanto para analisar a forma concreta de organização de uma determinada estrutura de financiamento (que tem uma organização institucional específica), quanto para verificar os posteriores desdobramentos desta mesma estrutura, é necessário apreender elementos vinculados a um novo plano de análise (relação Estado x Sociedade). Neste contexto, mesmo

---

<sup>160</sup> - Ou que levemos em consideração aspectos de "sociologia econômica", ( termo utilizado por Tavares :1993)

considerando que os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão são países de industrialização atrasada e que muitas das determinações da conformação básica de suas estruturas de financiamento podem ser apreendidas a partir desta questão, não se pode deixar de lado, quando analisamos a configuração concreta de suas estruturas de financiamento, que a postura do Estado Alemão, do Estado japonês são completamente distintas das do Estado americano<sup>161</sup>. A própria estrutura de financiamento americana que estivemos descrevendo ao longo deste capítulo e seus desdobramento tem íntima relação com o fato de estarmos tratando de um país em que a Relação dos detentores de capital com o Estado é muito específica, destacando-se uma forte liderança das empresas na definição dos rumos do desenvolvimento econômico e uma menor intervenção do Estado quanto à articulação de políticas de longo prazo.

No caso da Alemanha e do Japão por outro lado, a configuração do financiamento é completamente distinta da americana, havendo forte intervenção do Estado. Como vimos, a maior atuação do mesmo, nestes casos, é explicada pelo atraso relativo destes países com relação aos Estados Unidos quando de sua industrialização, sendo este um aspecto fundamental na distinção da conformação destas estruturas de financiamento vis a vis à americana. É preciso partir deste aspecto, mas é necessário levantar outros mais para compreender as configurações institucionais específicas que surgem. Assim, para a análise do financiamento na Alemanha e do Japão se deve levar em conta a própria atuação específica do Estado em cada um destes países, de seu projeto de desenvolvimento, de sua relação com os detentores de capital.

Quando da conformação de sua estrutura de financiamento, durante o processo de industrialização, o Estado alemão utilizou vários instrumentos, sendo que nos setores considerados estratégicos, que exigem grande aporte de capital, estimulou a formação de companhias por ações e garantiu a rentabilidade de investimentos, forneceu crédito via bancos públicos, estabeleceu um Plano Nacional de Transportes e atuou diretamente na implantação da grande indústria de base. Na estrutura que se montou, coube aos Bancos de Investimento (na verdade bancos múltiplos) o fornecimento de crédito

---

<sup>161</sup> - Não pretendemos aqui fazer uma análise pormenorizada acerca desta questão, nem muito menos quanto às formas específicas de financiamento, quer da Alemanha, quer do Japão. A idéia aqui é indicar que esta perspectiva é fundamental, quando se pretende estudar a especificidade de conformações concretas de estruturas de financiamento. Nestes termos, estamos levantando estes aspectos, de forma geral, tanto para detectar os diferentes arranjos institucionais, quanto para observar a importância de se analisar os padrões de desenvolvimento dos países em questão, para poder explicar o por que desta, ou daquela organização institucional. Seguindo esta perspectiva, a partir do próximo capítulo estaremos analisando a estrutura de financiamento brasileira e, ai sim, tocaremos nesta questão. Destacaremos especialmente a forte solidariedade existente entre o Estado e os grandes detentores de capital e os reflexos desta relação sobre a conformação da estrutura de financiamento nacional.

de capital (de longo prazo), em condições vantajosas às sociedades anônimas, bem como a organização da integralização de capitais para investimentos estratégicos. Este papel, antes de ser uma opção voluntária dos bancos privados, determinada "pelo mercado", foi resultado de um Plano Nacional em prol da industrialização e da construção de um Estado Nacional como potência. A estrutura que se estabeleceu a partir daí, aparece dominada por bancos múltiplos, que ofertam financiamento de longo prazo, que atuam diretamente no sentido de abrir o capital das empresas. Esta atuação, por sua vez, estabelece íntima relação entre banco e indústria, com forte influência dos primeiros, na medida em que os grandes bancos, fornecedores de crédito de capital também se tornam donos de parte das ações das empresas financiadas.

No caso do Japão, por outro lado, também se verifica forte participação cruzada entre empresas e bancos, sendo que o Estado se configura como um ator central na alocação de recursos. No entanto, contrariamente ao que ocorre na Alemanha, foi definido um determinado esquema de segmentação no mercado de créditos (bancos comerciais/bancos de investimento; bancos regionais/city banks) e foi inibido o surgimento do mercado interbancário. No arranjo institucional que se montou, não há uma gestão financeira mais sofisticada, sendo que o ajuste das posições de liquidez cabe essencialmente ao Banco Central, que, por esta via atua no direcionamento do financiamento<sup>162</sup>. O esquema de descasamento de prazos envolvido no financiamento do investimento é equacionado nesta estrutura, via repactuação de créditos de curto prazo (pelos city banks) e também pela emissão dos títulos de longo prazo feita pelos bancos ofertadores de créditos mais alongados. Por fim, é destinado ao mercado de capitais o papel de organizar as relações patrimoniais entre bancos e empresas, em torno dos grandes conglomerados financeiros.

Com estes dois exemplos podemos mostrar que existe a possibilidade de distintos arranjos institucionais, mesmo considerando países que têm o mesmo padrão de industrialização e em que há um atraso relativo em termos de acumulação de capital, quando do processo de industrialização. O que queremos destacar é que a especificidade de uma determinada estrutura de financiamento é determinada, em primeira instância, pelos próprios condicionantes da acumulação, pelo padrão de industrialização do país em questão e, em segunda instância, por aspectos ligados ao padrão de desenvolvimento do país (que englobam a atuação do Estado e a especificidade

---

<sup>162</sup> - Via taxas de juros administradas, via racionamento de liquidez.

da relação Público x Privado). Finalmente, outro elemento a ser considerado são as condições de estabilidade que afetam, sem dúvida, a conformação institucional da estrutura de financiamento.

Outro aspecto fundamental que queremos destacar, refere-se à possibilidade de modificação destas estruturas, que devem ser vistas como essencialmente dinâmicas. Nestes termos é que salientamos a paulatina modificação da estrutura de financiamento norte americana na direção de uma atuação muito mais especulativa. Mesmo considerando que no caso alemão e Japonês a possibilidade de desenvolvimento de ativos financeiros alternativos, surgidos "a partir do mercado", seja muito menor do que no caso americano, isto não quer dizer que estas estruturas de financiamento não tenham sido afetadas pelas inovações financeiras que emergiram a partir da década de 60. Apesar de não ser o nosso objetivo desenvolver aqui esta questão, é importante destacar que estas inovações trouxeram impactos institucionais diferenciados também sobre a estrutura de financiamento destes países.

No Japão houve mudanças institucionais que afetaram o arranjo institucional existente até então. Estes impactos deram-se no sentido da diversificação de ativos financeiros (processo de securitização) e de liberalização das práticas financeiras, havendo um certo desvio em direção do modelo da estrutura de financiamento norte-americana. Por outro lado, na Alemanha praticamente não houve alteração substantiva na conformação de sua estrutura de financiamento, sendo que continuou predominando o *finance* via crédito, com ausência de um ciclo especulativo mais profundo. De qualquer forma, o interessante a observar é que o fato de que a estrutura de financiamento alemã não tenha sofrido modificações, não indica que esta não tenha sido afetada pelo movimento de globalização, pois o que se percebe é que surgem fortes pressões para a criação de fundos de curto prazo e de outras inovações que afetarão diretamente a forma do financiamento produtivo.

Assim, estamos querendo enfatizar que o financiamento em economias capitalistas pode envolver distintos arranjos institucionais que estão atrelados a cada caso histórico/concreto analisado e que as estruturas de financiamento não devem ser vistas estaticamente pois podem mudar ao longo do tempo. Para nós, qualquer análise que queira levantar as especificidades do financiamento em um determinado país ou que pretenda indicar novos caminhos não pode deixar de considerar esta perspectiva, especialmente tendo em vista o movimento de globalização financeira e suas consequências sobre as estruturas de financiamento nacionais e gestão de políticas públicas.

## CAPÍTULO 2

### O Padrão de desenvolvimento e a conformação da estrutura de financiamento brasileira

Neste capítulo buscaremos destacar os principais aspectos determinantes da conformação de nossa estrutura de financiamento e da especificidade do crédito ao investimento ofertado pelo Sistema Financeiro Nacional.

Seguindo a perspectiva apontada no capítulo anterior, o marco para nosso estudo é a retomada das questões relativas à análise do processo de industrialização do Brasil enfatizando a idéia de que o modo de reprodução de uma economia subdesenvolvida é radicalmente diferente desde a sua constituição. Trata-se de partir da problemática da "industrialização retardatária", que destaca o fato de a industrialização capitalista na América Latina ter características particulares e de que *"sua especificidade está duplamente determinada: por seu ponto de partida, as economias exportadoras capitalistas nacionais, e por seu momento, o momento em que o capitalismo monopolista se torna dominante em escala mundial, isto é, em que a economia mundial capitalista já está constituída."* (Cardoso de Mello, 1982:93)

Conforme já observamos, a especificidade do padrão de industrialização do país em estudo é elemento fundamental para a compreensão do arranjo institucional básico de uma determinada estrutura de financiamento, sendo que a partir desta análise, é possível levantar a conformação dos elementos estruturais que caracterizam e governam o processo de acumulação de capital. Aliás, é com a industrialização que se monta uma estrutura econômica ampla, sustentada em 4 pilares: o tipo de inserção internacional do país e as estruturas de investimento, distribuição e financiamento (Almeida Filho, 1994).

Desta forma, a análise do padrão de industrialização é o ponto de partida para o estudo da conformação das estruturas de financiamento. Por outro lado, conforme afirmamos no capítulo anterior, a análise da especificidade das estruturas de financiamento necessita também de outras mediações capazes de destacar aspectos relacionados ao âmbito Estado-

Sociedade. Para nós, o conceito capaz de abarcar tais aspectos é o de padrão de desenvolvimento. Este conceito apresenta algumas diferenças na forma como aparece em vários autores brasileiros<sup>1</sup>, não havendo ainda uma precisão na sua definição. De qualquer forma, o importante a considerar é que há uma tradição de análise estrutural, muito assentada hoje na idéia de desenvolvimento, sendo que o conceito em questão aponta para aspectos relativos aos planos Estado-Sociedade e Estado-Economia.

Apesar de o conceito ser levantado por Economistas (Tavares, 1975; Cardoso de Mello, 1982), Sociólogos (Fernandes, 1987) e Cientistas Políticos (Martins, 1985; Fiori, 1990), ele acaba sendo utilizado para explicitar preocupações e objetos de investigação distintas, sem que sejam apresentadas mediações entre os planos que acabamos de citar. Para se ter idéia, muitas vezes em estudos relativos à área econômica, os conceitos de padrão de desenvolvimento/padrão de industrialização/padrão de acumulação são utilizados indistintamente. O que queremos destacar é que, em nossa perspectiva, o primeiro destes 3 conceitos é capaz de apreender a natureza do desenvolvimento capitalista desde a sua conformação, como também na fase que se segue à industrialização.

Além do mais, existe outra questão fundamental que explica o seu maior potencial de alcance. A análise de padrões (de industrialização, de acumulação e de desenvolvimento) nos permite destacar que, para países de industrialização atrasada (especialmente de industrialização tardia), não é possível abordar a questão do "desenvolvimento" abstraindo-se ou pressupondo o Estado. Consequentemente, no estudo do processo de desenvolvimento há a necessidade da recuperação do processo de constituição do Estado para a compreensão do funcionamento estrutural da economia. Para nós, o conceito de padrão de desenvolvimento se diferencia dos outros dois, justamente por poder incorporar a ação concreta do Estado e, a partir do plano de análise colocado por tal conceito, pode-se apreender esta ação e destacar a qualidade constitutiva do Estado enquanto sustentador do sistema, bem como sua função coordenadora, articuladora e empreendedora da acumulação de capital.

A maneira específica de apreender a ação do Estado é um dos pontos mais complexos do conceito de padrão de desenvolvimento, sendo que o entendimento dos canais de ligação entre o Estado e a Economia passa pela construção de mediações entre os planos Estado-Sociedade e Estado-Economia. Apesar de termos esta perspectiva, nosso propósito não é, absolutamente, o de

---

<sup>1</sup> - Tavares (1986), Cardoso de Mello (1982), Silva (1981), Draibe (1985), Furtado (1992), Lessa e Dain (1983).

construir tal mediação, mas sim o de apontar a sua necessidade. De qualquer forma, podemos destacar que a nível da análise da estrutura económica<sup>2</sup>, uma forma (parcial) de mediação entre os planos está na investigação e identificação dos canais institucionais do aparelho de Estado que determinam e limitam as decisões sociais no que diz respeito à economia e que mostram uma determinada "lógica" para a sua ação. Seguindo esta concepção, ao invés de estudar diretamente a estrutura de financiamento a partir da plena conformação do padrão de acumulação especificamente capitalista, indicamos a necessidade de retroceder para mostrar que a conformação básica desta estrutura se dá na fase de transição para a acumulação capitalista avançada.

Para nós, o atual padrão de desenvolvimento começou a ser engendrado durante o período de transição (Cardoso de Mello, 1991), pelo pacto entre as forças agrárias e urbano industrial que não dispunham de condições de, sozinhas, definirem a direção do desenvolvimento social. Isto conferiu ao Estado certo grau de autonomia, sendo que em termos das instituições políticas verifica-se a gênese de um modelo político centralizador e interventor que criou a direção do desenvolvimento económico no sentido da industrialização (Fiori, 1990).

No que se refere à estrutura económica, neste período, são estabelecidas as bases para o desenvolvimento de uma política económica voltada para a acumulação urbana<sup>3</sup>, como também para uma participação efetiva do Estado - particularmente na infraestrutura. Para nós, é também neste período que são delineados os traços da conformação específica da estrutura de financiamento nacional<sup>4</sup> organizada a partir de um determinado arranjo institucional que não é consequência apenas dos determinantes económicos do padrão de industrialização<sup>5</sup>. O aspecto a destacar nesta tese é que a conformação específica desta estrutura que se gesta nesta fase é também resultado da particular relação Público x Privado que se apresenta em nosso padrão de desenvolvimento.

A idéia então, é buscar a conformação das características definidoras do padrão de desenvolvimento, dentre as quais as que delineiam a

---

<sup>2</sup> - É preciso destacar que a natureza do desenvolvimento pode ser apreendida em dois planos diferentes: o da estrutura económica e do da ação política, sendo que estamos trabalhando com o conceito de padrão de desenvolvimento no primeiro destes planos.

<sup>3</sup> - Referimo-nos àquela que vai além da preservação dos interesses agrários.

<sup>4</sup> - Além disso citamos também as estruturas de investimento e distribuição, visto que, juntas, determinam a base estrutural do padrão de desenvolvimento que se gesta a partir daí.

<sup>5</sup> - Portanto, dos requerimentos técnico/financeiros do capital e de seus limites.

nossa estrutura de financiamento. Assim, a perspectiva considerada é a de que a percepção da especificidade da mesma não pode ser desagregada da lógica de funcionamento do padrão de desenvolvimento que está se constituindo. Neste sentido, detectamos as características **CONSTITUTIVAS** fundamentais de nossa estrutura de financiamento, que se mantêm essencialmente até o momento.

Em nossa perspectiva, a fase que compreende o pós anos 30 até a plena constituição do modo de produção especificamente capitalista, se refere ao período de conformação do padrão de desenvolvimento. Seus traços definitivos, por outro lado, começam a se consolidar a partir do "salto qualitativo" do Plano de Metas apresentado pela modificação da estrutura de investimento. A partir daí, queremos indicar que:

i) Tal movimento, que significa a conformação de um novo padrão de acumulação, não modifica a natureza do Estado e se efetiva sem alterações nas estruturas de financiamento e distribuição.

ii) As não modificações estruturais, por seu turno, limitam a própria continuidade do padrão de acumulação, sendo que indicamos que a conformação definitiva do padrão de desenvolvimento se dá com a Reforma da estrutura de financiamento, que a compatibiliza aos novos requerimentos da acumulação, tendo impactos sobre a estrutura de distribuição.

Neste capítulo, trataremos desta problemática destacando as características **CONSTITUTIVAS** da nossa estrutura de financiamento, seus determinantes fundamentais e sua conformação institucional básica. No bojo desta análise, então, é que se desenha a especificidade do financiamento ao investimento em nossa economia.

## **2.1 - A estrutura de financiamento no período de transição**

### **2.1.1- A estrutura básica do sistema financeiro na fase de transição**

Entre 1930 e 1956, fase em que a indústria passa a comandar o processo de acumulação na economia brasileira, a estrutura de financiamento é pouco desenvolvida e está assentada, basicamente, sobre o sistema bancário nacional, ofertador de crédito de curto prazo. Para se ter uma idéia, em 1956, o sistema bancário é responsável por 65,56% do total dos empréstimos oferecidos (TABELA II-1. Além dos bancos comerciais e autoridades monetárias,

o sistema financeiro brasileiro é integrado pelo: Banco Nacional de crédito Cooperativo, Banco Nacional de desenvolvimento, Companhias de Seguros e Instituto de Resseguros do Brasil, Companhias de Capitalização, Financeiras, Caixas econômicas Estaduais e Institutos de Previdência Privada.

Tabela II-1

**Balancete consolidado do Sistema Financeiro - Ativo**  
**Participação das Contas sobre o Total**

Cr\$ 1.000.000

itens períodos	empréstimos, financiamentos e créditos especiais			investimen. mobiliários	demais contas
	sist.banc.	sist.não banc.	total		
1956	65,56	10,02	75,58	2,88	21,54
1957	67,43	9,99	77,42	2,47	20,11
1958	66,39	9,81	76,20	2,66	21,14
1959	66,81	9,78	76,59	2,34	21,08
1960	69,79	8,86	78,65	0,86	19,20
1961	75,47	7,66	83,13	1,95	14,92
1962	71,22	7,55	78,77	2,82	18,41
1963	71,96	6,76	78,72	2,38	19,00
1964	71,01	5,13	76,14	2,38	21,40

fonte: boletim do BACEN, 1965. Elaborado a partir de Boletim do BACEN, 1965 (dados em final de período)

Em termos do controle do sistema, a partir do início da década de 30, o Banco do Brasil passa a exercer este papel, até a criação da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito), em 1945<sup>6</sup>. Mesmo aí, o Banco do Brasil continua a ser considerado Autoridade Monetária, cabendo também a ele a tarefa de ser o agente fiscal da União e de fazer empréstimos ao Governo em suas esferas estadual, federal e municipal.

Tabela II-2

**Balancete Consolidado do Sistema Financeiro - Passivo**  
**Participação das Contas sobre o Total**

em percentagens

itens\ períodos	depósitos no Sistema Bancário <sup>1</sup>	depósitos no setor não bancário	total dos depósitos	obrigações da Carteira de Câmbio BB	recursos externos
1956	36,3	7,2	43,5	0,3	1,9
1957	39,6	7,5	47,1	0,3	1,9
1958	37,8	7,6	45,4	0,3	2,3
1959	42,5	7,2	49,7	0,3	2,5
1960	43,7	6,2	49,9	1,3	2,6
1961	42,7	5,2	47,9	5,3	1,5
1962	45,4	4,9	50,3	6,0	0,0
1963	46,0	4,4	50,4	3,6	0,8
1964	46,4	3,8	50,2	5,0	1,0

fonte: Boletim do Bacen, 1965

O Sistema Bancário inclui bancos comerciais e autoridades monetárias.

1. os Depósitos no Sistema Bancário incluem depósitos à vista, a prazo e compulsório.

<sup>6</sup> - Esta é criada com o objetivo de exercer o controle monetário e preparar a organização do BACEN.

Como se percebe, o alargamento de prazos de financiamento é feito essencialmente via crédito<sup>7</sup>, sendo o mercado de capitais incipiente. São pouquíssimos os títulos financeiros existentes, concentrados essencialmente nos títulos oficiais que, por sinal, são à época totalmente desacreditados e utilizados de forma compulsória pelo Governo para alguns de seus pagamentos.

Resta saber se este sistema financeiro "pouco desenvolvido" estava obstaculizando a acumulação, se as atividades financeiras de oferecimento de crédito e de oportunidades de aplicação estavam em desacordo com esta "etapa de transição"<sup>8</sup>.

### **2.1.2 - Questões sobre a demanda de financiamento por parte do setor privado**

Em termos da procura por financiamento, temos a demanda de crédito para comércio e para particulares, suprida pelo crédito de curto prazo. Do lado da demanda de crédito para a indústria destacam-se, da parte do setor privado, algumas filiais estrangeiras que já tinham sido implantadas no setor industrial na década de 20 e na primeira metade da década de 30, não necessitando de capitais de terceiros<sup>9</sup>. De outro lado, aparece o capital industrial nacional, com uma performance semelhante à das empresas estrangeiras que aqui haviam se instalado.

A alta lucratividade por parte das grandes empresas privadas não descarta a existência de demanda por financiamento para capital de giro, e até para investimento, por parte de algumas empresas. A primeira demanda é respondida pelo sistema bancário comercial, via oferecimento de crédito de curto prazo. Quanto à segunda, é importante destacar que "não se requer um sistema financeiro especializado para financiar a ampliação da capacidade produtiva das empresas que operam em setores onde as indivisibilidades técnicas não estão presentes e os prazos de maturação de investimentos são

---

<sup>7</sup> - As financeiras, neste período, ainda não respondiam pelo crédito a médio prazo. Originaram-se na década de 40, mas não tinham característica precisa e especializaram-se em aplicações diversas como operações de underwriting, administração de fundos de investimentos e aplicação de recursos em carteiras de títulos.

<sup>8</sup> - Para a discussão da periodização adotada, vide Maria da Conceição Tavares (1986) e João Manuel Cardoso de Mello (1982)

<sup>9</sup> - De acordo com Maria da Conceição Tavares (1986:108) "(...) estas não necessitavam de capital externo proveniente de suas matrizes, dada a alta taxa de investimento dos lucros que já lhes havia permitido ampliar anteriormente sua capacidade produtiva e, inclusive modernizar parcialmente suas instalações. Algumas das filiais estrangeiras mais tradicionais, como as da indústrias de alimentos e de certas matérias primas, tiveram lucros internos suficientes para diversificar suas aplicações de capital e integrar-se verticalmente, transformando-se em monopólios de compra, para trás."

relativamente curtos. É perfeitamente possível financiar as inversões através da ampliação e renovação contínua da dívida de curto prazo, cuja solvabilidade é garantida nas etapas de expansão pelo rápido crescimento da produção e crescente retenção de lucros" (Tavares, 1983:110)).

Na medida em que, à época, as empresas privadas nacionais concentravam-se nas indústrias tradicionais, como a têxtil e algumas das mecânicas originárias que não necessitavam de grandes escalas de produção, não há a necessidade de financiamento de longo prazo para a efetivação deste tipo de investimento. Neste caso também, as possíveis demandas de financiamento podem ser respondidas pelo sistema bancário comercial, via crédito de curto prazo.

Sendo assim, pode-se constatar que os bancos comerciais expandem-se sobremaneira no referido período, e este crescimento está essencialmente relacionado a bancos nacionais que passam a dominar o cenário do financiamento. Este movimento ascendente é facilitado pela inexistência de limites impostos às operações ativas dos bancos e pelo fato de que, até 1944, tampouco havia qualquer restrição sobre a abertura de novas matrizes. Podemos dizer que estes intermediários financeiros trabalham aqui da forma tradicionalmente advogada, ou seja, tendo nas operações de empréstimos a sua principal atividade. Assim, em 1952, a participação dessas sobre o total do ativo dos Bancos Comerciais é de 69% e os encaixes participam com 16,9% (tabela II-3).

Tabela II-3

**Balancete consolidado dos Bancos Comerciais - Ativo**  
**Participação das contas sobre o total**

em porcentagens

itens anos	encaixe			empréstimos			invest. em títulos		
	em moeda	dep. Aut.M	total	emp. Set.Pub	emp. Set.Pr.	total	do Governo	particular es	total
1952	5,42	11,41	16,83	3,35	66,54	69,89	1,96	0,95	2,91
1953	5,28	10,24	15,52	3,91	68,71	72,62	1,65	1,07	2,72
1954	5,09	10,29	15,38	3,20	67,67	70,87	1,53	0,95	2,48
1955	5,18	10,97	16,15	2,58	66,98	69,57	1,48	0,84	2,32
1956	5,29	10,69	15,98	1,98	67,42	69,40	1,25	0,91	2,16
1957	4,61	15,60	20,22	2,15	63,68	65,83	0,86	0,83	1,69
1958	4,95	12,82	17,77	4,55	62,15	66,70	1,22	1,01	2,23
1959	4,89	15,14	20,03	5,13	60,78	65,91	0,63	0,92	1,55
1960	4,61	15,49	20,10	4,36	62,64	67,00	0,50	1,18	1,68
1961	4,69	16,11	20,80	3,47	59,06	62,53	0,40	1,31	1,71
1962	5,78	17,48	23,26	4,34	59,58	63,92	0,36	1,06	1,42
1963	5,94	20,09	26,03	3,71	52,24	55,95	0,29	0,94	1,23
1964	5,27	19,03	24,30	1,64	50,50	52,14	0,21	0,88	1,09

fonte: Boletins do BACEN - vários anos

1. encaixes em moeda corrente;

2. depósito junto às Autoridades Monetárias. Compreendem depósitos voluntários no Banco do Brasil e depósitos obrigatórios por ordem da SUMOC;

3. neste balancete não constam os encaixes obrigatórios em títulos.

Esta é uma *performance* em que os ativos de CAIXA são mantidos bastante baixos, denotando que as Autoridades Monetárias exercem baixa pressão sobre o sistema no que tange à exigência de limites de segurança para operação. É interessante observar que, se formos considerar a participação das margens de reserva sobre o total do ativo, encontraremos uma situação semelhante à apresentada pelo sistema bancário americano no final da década de 30<sup>10</sup>. Só que, no caso dos bancos brasileiros, a participação do item investimentos em títulos mobiliários é incrivelmente baixa (2,9%).

Nas operações de captação, por outro lado, constata-se (Tabela II-4) forte predomínio de depósitos (75,6%) e esta alta participação é explicada pelo movimento de crescimento do sistema bancário que se verificou no período considerado.

Tabela II-4

**Balancete Consolidado dos Bancos Comerciais - Passivo**  
**Participação das Contas sobre o total**  
em porcentagens

itens períodos	recursos próprios	depósitos à vista e à curto prazo			depósitos à prazo	total dos depósitos
		setor públ.	setor pr.	total		
1952	12,43	3,72	55,41	59,12	16,53	75,64
1953	10,66	2,82	58,41	61,23	15,20	76,43
1954	11,63	2,75	57,84	60,59	14,52	75,11
1955	11,73	3,32	61,07	64,39	12,48	76,87
1956	12,57	5,15	60,11	65,26	10,86	76,12
1957	11,38	5,36	63,53	68,89	9,51	78,40
1958	11,20	5,05	63,65	68,70	8,18	76,88
1959	10,10	6,06	67,29	73,35	7,01	80,36
1960	10,02	5,02	66,77	71,79	7,76	79,55
1961	10,06	4,67	67,24	71,91	6,49	78,40
1962	13,17	5,48	68,48	73,96	4,01	77,97
1963	8,45	5,04	68,69	73,73	3,87	77,60
1964	13,17	6,74	62,84	69,58	3,36	72,94

fonte: Boletins do BACEN - vários anos

A *performance* descrita acima apresenta características bastante peculiares, que mostram sua relevância se observarmos que este comportamento operacional também é acompanhado pelo sistema financeiro tomado em seu conjunto (Tabela II-2). Em primeiro lugar, há que se destacar a grande facilidade de abertura de matrizes até 1944 e, posteriormente, mesmo com a emergência de uma legislação mais restritiva, a continuidade na liberalização em termos da abertura de agências. Quando somamos este fato ao baixo controle sobre as operações ativas dos bancos comerciais, podemos ter um quadro da

<sup>10</sup> - De acordo com a Tabela I-1, do capítulo 1, em 1929 os encaixes representavam 14,4% dos ativos.

facilidade de criação de moeda existente no sistema financeiro brasileiro, fato de especial importância em uma economia que apresenta já um movimento inflacionário ascendente e em que a urbanização é crescente, elementos que levam a um crescimento da demanda por crédito.

O interessante a salientar é que, a par de ser este um período de crescimento da indústria, a expansão bancária da década de 40/50 esteve ligada a motivos essencialmente especulativos, frente ao movimento inflacionário que se verificará no período. Como os bancos comerciais possuem aí o mercado cativo de receptores de depósitos à vista sem remuneração, e suas demais aplicações são essencialmente remuneradas, o crescimento dos preços dá grandes ganhos aos bancos, aumentando sobremaneira o seu *spread*, fato que leva a uma forte concorrência por depósitos gratuitos, primeiramente via aumento do número de matrizes (1940-46) e depois (2ª metade dos anos 50) via crescimento de agências (Carvalho, 1976; Corrêa, 1985). Em momentos de ascensão inflacionária, este tipo de estrutura operacional leva a uma crescente lucratividade para o setor bancário, o que não se verifica em momentos de queda da inflação, haja vista o alto custo operacional envolvido no funcionamento de um grande número de agências<sup>11</sup>.

Outra questão a ser levantada é a concentração das aplicações bancárias no curto prazo e a baixíssima participação das aplicações em títulos e valores mobiliários. Como já observamos, à época, o sistema bancário brasileiro age da forma tradicionalmente esperada, ou seja, captando depósitos e tendo na base de suas aplicações a concessão de empréstimos. Esta organização, no entanto, esconde especificidades, posto que envolve, na verdade, altos ganhos inflacionários que levam a que os bancos continuem operando essencialmente no curto prazo, captando novos depósitos, sem necessidade de buscar formas alternativas de aplicação e sem que tenham que se preocupar com controles quantitativos de crédito.

O baixo nível de aplicação em títulos e valores mobiliários demonstra o parco desenvolvimento das relações financeiras o que, aliás, é próprio deste período de transição em que as empresas privadas operam essencialmente em setores tradicionais, que não exigem grandes montantes de capital acumulado, essencialmente individuais.

Além do mais, a especificidade do caso brasileiro vai para além deste aspecto técnico/financeiro, observando-se que, dada a organização da

---

<sup>11</sup> - Para analisar a questão da lucratividade, não se pode apenas levar em consideração os *spreads*, é preciso considerar também os custos envolvidos. (Sochacevsky, 1980)

estrutura de investimento, as empresas privadas nacionais têm condições especiais que lhes permitem auferir elevada lucratividade sem grandes riscos, levando-as a um baixo grau de endividamento. De outra parte, do lado do sistema financeiro, temos o fato de que os bancos não necessitam buscar novas fontes de aplicação para fugir de limites impostos ao crédito. Podem carregar fortemente nas operações de empréstimo como sua fonte primordial de aplicação, sem a obrigatoriedade de trabalharem com exigências de níveis mínimos de margens de segurança.

Conforme demonstramos no capítulo I, em fase de ascensão da economia, a tendência dos bancos é a de aumentar seus empréstimos e a de reduzir as margens de segurança. Como o período considerado é de crescimento e dados os baixos controles existentes, os bancos nacionais agem efetivamente desta forma, auxiliados ainda pela facilidade de captação de depósitos à vista que lhes permite obter ganhos inflacionários. A atividade de *position making* assume um papel secundário e a liquidez bancária é obtida, através de reservas, da forma mais elementar possível e, no caso, não sofrem grande controle da autoridade monetária.

### **2.1.3- Considerações sobre as opções de aplicação para o setor privado**

No período considerado, tanto as empresas industriais nacionais quanto as estrangeiras conseguem grandes lucros, cabendo colocar que o capital industrial dispunha de oportunidades lucrativas de investimento "*com um risco baixo, na medida em que percorresse seu 'caminho natural', afrontando sempre as 'linhas de menor resistência'*" (Mello, 1982:112, grifos nossos). Podemos considerar que esta é uma característica constitutiva da estrutura de investimento.

À época, a linha que garantia grande lucratividade, era a expansão da indústria existente e a promoção de uma limitada diferenciação vertical e horizontal, circunscrita a poucos ramos de produção (em especial o de bens salário). A opção por este caminho fica clara quando destacamos três questões: i) estes ramos apresentavam tecnologia relativamente simples, relativamente estável, sem necessitar de grandes escalas e com investimento inicial acessível; ii) o sistema industrial nacional, por sua baixa competitividade e alto grau de proteção, possibilitava a elevação das margens de lucro e o repasse para os preços das pressões existentes sobre os custos;

iii) graças à abundância de mão-de-obra e à ação do Estado, que tinha finalidade de garantir a estabilidade desta condição.

Mesmo inexistindo de forma desenvolvida o oferecimento de um leque de aplicações financeiras que se apresentassem como lucrativas aos detentores de capital, havia a possibilidade de outras aplicações alternativas. O capital industrial podia invadir o ramo de comercialização de produtos agrícolas que, graças à consolidação de oligopsônios mercantis aproveitavam-se justamente da situação de fragilidade de financiamento dos produtos e do aumento da demanda para elevar seus preços. Outra possibilidade de aplicação é o ramo imobiliário urbano, sendo que este aparece como "*frente de operações de transmutação e valorização dos lucros dos capitais nacionais.*" (Lessa e Dain, 1984:226)

Devemos observar que estas alternativas de aplicação também poderiam ser adotadas pelo capital bancário, bem como pelos demais capitais da órbita não industrial<sup>12</sup>. Inexiste, na verdade, uma clara hegemonia de qualquer bloco de capital (Draibe, 1985) sendo criados mecanismos que garantem uma certa equalização de rentabilidades entre as várias órbitas (Lessa e Dain, 1984). No caso do referido circuito imobiliário, isto transparece na concessão de licenças para construção, na troca de regulamentos de edificação e mesmo na definição de frentes de desenvolvimento urbano. Aliás, talvez a busca da legitimação da cobrança de juros reais sobre os empréstimos, sem considerar a especificidade do "negócio bancário", que não necessita de que os juros cobrados sejam maiores que a inflação para obter alta lucratividade, venha justamente calcada nesta busca de equalização de rentabilidades.

Queremos salientar então que, em termos de oportunidades alternativas de aplicação, podemos perceber que o parco leque de títulos financeiros não é um elemento que "impeça" a acumulação. Antes, é o retrato da própria estrutura econômica vigente nesta etapa de transição, em que encontramos as empresas privadas nacionais numa situação superavitária. Na verdade, existem canais de aplicações alternativas que não passam pelo sistema financeiro, mas que também podem ter elevado grau de especulação<sup>13</sup>.

<sup>12</sup>- Sulamis Dain e Carlos Lessa (1984:224), quando tratam desta questão, colocam que "*os economistas têm estado sumamente obcecados pela industrialização e sabem muito pouco sobre o que ocorreu com as demais órbitas de capital - bancárias, comerciais, agrárias, etc. -, como se movem ao longo da transição, como se situam nos poucos casos em que a industrialização se constitui no novo padrão de desenvolvimento*".

<sup>13</sup>- Sulamis e Lessa (1984) colocam ainda que o circuito imobiliário pode ser indentificado como uma frente de valorização fictícia.

### **2.1.4 - A demanda de crédito de longo prazo e a estrutura de financiamento**

Da discussão desenvolvida até o presente momento, pode-se perceber que a estrutura de financiamento existente no período analisado é compatível com as demandas advindas do setor privado, não apresentando impedimento à continuidade da acumulação, cuja dinâmica está assentada ainda no setor de bens de consumo salário .

Devemos considerar que neste período de transição foram implantadas precocemente algumas indústrias (essencialmente nos ramos tradicionais), sem que se tivesse ainda apresentado o conjunto das condições para a industrialização. Como já foi amplamente discutido pelos teóricos do capitalismo tardio, os países de industrialização retardatária<sup>14</sup> não percorrem as mesmas etapas seguidas pela Inglaterra, país em que a acumulação primitiva gerou, em seu próprio movimento, as condições para a industrialização. Na verdade, nos países de industrialização retardatária pode haver a implantação da grande indústria em poucos ramos, sem que isto fosse capaz de revolucionar a estrutura produtiva em seu conjunto.

No contexto de uma economia de capitalismo tardio, a análise da implantação de indústrias pesadas que exigem grandes plantas e elevado aporte de capital para o *finance* leva à constatação de uma situação muito particular, que é distinta da apresentada pelas decisões de investimento nos setores tradicionais. De fato, as indústrias pesadas requerem elevados montantes de capital centralizados para sua efetivação, que demandam mecanismos específicos de financiamento de longo prazo.

De acordo com o que foi apresentado na primeira parte deste trabalho, as operações de longo prazo envolvem o futuro e, por isso, só serão voluntariamente enfrentadas pelo banco se houver a perspectiva de uma alta rentabilidade. Desde que a economia em questão esteja em uma senda de crescimento e havendo a perspectiva de manutenção das condições vigentes (condições de estabilidade estrutural), o banco poderá oferecer financiamento de longo prazo exigindo taxas maiores que as cobradas nas operações à vista. Assim, se a demanda por financiamento de longo prazo estiver vinculada a aplicações que não envolvam nem grandes montantes, nem grandes

---

<sup>14</sup> - Ai estão incluídos os países de industrialização atrasada, como a Alemanha e o Japão e os de industrialização tardia, como o Brasil.

indivisibilidades<sup>15</sup> e se houver condições de estabilidade que estabeleçam a perspectiva de que haja um baixo risco de crédito e de preço, os bancos poderão estar dispostos a emprestar a longo prazo, mesmo que inexistam mecanismos institucionais que possibilitem a conversão de prazos.

Já observamos também que o banco pode emprestar com prazos maiores que a média de suas captações a partir da análise da magnitude do fundo que permanece estruturalmente em seu passivo. Neste caso estará, necessariamente, em uma condição especulativa<sup>16</sup>, trabalhando com a perspectiva de que as condições vigentes permaneçam. Os bancos que trabalham a partir de passivos de curto prazo<sup>17</sup> só ofertarão crédito de longo prazo se os montantes envolvidos nos financiamentos em questão não forem de grandes magnitudes<sup>18</sup> e se houver a perspectiva de grande rentabilidade

Por outro lado, quando as magnitudes de capital demandadas para financiamento não envolvem grandes montantes e as plantas industriais não são altamente indivisíveis, é possível oferecer crédito de curto prazo com posterior repactuação (mesmo sem mecanismos de *funding*), sem que isto obstaculize a acumulação não havendo, assim, a **necessidade** de financiamentos de longo prazo.

O caso que estamos ora considerando - investimento em indústrias pesadas - não é, no entanto, este. Ele se refere a financiamentos que envolvem enormes montantes, demandando necessariamente certo grau de centralização de capitais e mecanismos de alargamento de prazos de financiamento para a efetivação do investimento. O oferecimento de crédito de longo prazo por parte dos bancos, neste caso, não é efetuado voluntariamente, a não ser se houver mecanismos de consolidação financeira, ou mesmo alguma instituição capaz de assumir eventuais perdas. Mesmo neste caso é preciso considerar que:

- Vista a necessidade de montantes de capitais centralizados a serem oferecidos a um único devedor, a tendência é a de não oferecer crédito de capital acima do montante do capital circulante, ao capital individual. A concessão de créditos que envolvam grandes montantes direcionam-se a

---

<sup>15</sup> - Neste caso, conforme discussão desenvolvida na primeira parte do trabalho, o financiamento de longo prazo não é *necessário*.

<sup>16</sup> - O banco também poderá fazer empréstimo de longo prazo, se puder compatibilizar o prazo de suas aplicações ativas e passivas.

<sup>17</sup> - Sem mecanismos que possibilitem a consolidação financeira - seja por parte do ofertador do crédito ou do demandador.

<sup>18</sup> - Esta é a questão do *borrower's risk*. De acordo com Hilferding, neste caso, a tendência é emprestar ao capital individual apenas montantes que vão até o limite de seu capital circulante.

Sociedades Anônimas ou a empresas que vão abrir o seu capital, pois estas têm mais flexibilidade para levantar os montantes requeridos ao pagamento da dívida. No caso delas, os créditos podem ser cobertos com aumentos de capital<sup>19</sup> e, por isto, o banco pode lhes conceder, com maior segurança, um crédito de maior magnitude<sup>20</sup>.

- Em economias periféricas, lideradas pelo setor de bens de consumo salário, a estrutura industrial existente se circunscreve, essencialmente, a plantas que não exigem escalas mínimas muito grandes; são dominadas, predominantemente, por empresas individuais, sendo as demandas para a compra de máquinas equipamentos respondidas pela importação. Desta forma, o próprio movimento de centralização e concentração de capitais é limitado, também restritas as possibilidades de oferecimento de capitais centralizados para financiamento de longo prazo.

Na verdade, deve-se entender que a constituição das Sociedades Anônimas e logicamente do mercado de capitais está vinculada ao próprio desenvolvimento das forças produtivas capitalistas, que relacionam a necessária imbricação do movimento de concentração e centralização de capitais com o advento e disseminação de técnicas produtivas avançadas que exigem plantas de grandes dimensões. Estes empreendimentos não são enfrentados pelo capital individual sendo que aí, a dinâmica da concorrência é particular o advento e crescimento do mercado de capitais estão intrinsecamente vinculados a ela. A luta competitiva entre grandes empresas, que atuam em empreendimentos envolvendo grandes aportes de capital e trabalham com grandes indivisibilidades, dá vantagens relativas às que tiverem melhores condições de levantar os montantes exigidos, o que passa por mecanismos de financiamento de longo prazo<sup>21</sup>. Seguindo esta argumentação, queremos observar que no tipo de concorrência apontado acima, o enfrentamento dinâmico intercapitalista da superioridade à sociedade anônima por sua maior capacidade de resistência, o que está ligado à maior facilidade de levantar financiamentos. Encontramos aí a base essencial para o dinamismo do mercado de capitais ligada à importância de seu papel enquanto mecanismo de *funding*.

---

<sup>19</sup> - Aí há uma instituição específica - o mercado de capitais - que permite o *funding*. Isto é especialmente importante num período como o analisado, em que os instrumentos de *position making* são ainda reduzidos.

<sup>20</sup> - Segundo Hilferding, no caso das sociedades anônimas, o tamanho da empresa independe da magnitude da riqueza já acumulada em uma só mão. Não depende da magnitude do capital individual, que tem que ser reunido numa só mão para poder funcionar como capital industrial - o que importa é a dimensão do capital social.

<sup>21</sup> - Estes podem se dar via oferecimento de crédito de curto prazo com mecanismos paralelos de *funding* (abertura de capital por exemplo), via crédito de longo prazo ofertados por bancos de investimentos que são responsáveis pela abertura de capital da empresa ou mesmo via bancos de desenvolvimento estatais que assumem o risco do alargamento de prazos e ofertam créditos em condições vantajosas para setores considerados prioritários.

Nestes termos, também a partir desta discussão, podemos observar que as economias de capitalismo tardio, no início do processo de industrialização (fase de transição), são incompatíveis com um mercado de capitais efetivamente dinâmico. Nesta fase, as empresas privadas operam nos setores tradicionais e são essencialmente individuais. Levando-se em consideração as características técnicas e financeiras destes capitais, podemos perceber que não há a necessidade de mecanismos de *funding*. Essas indústrias podem se implantar precocemente sem que existam mecanismos de financiamento de longo prazo; podem iniciar sua operação sem uma indústria de base constituída, pois importam os bens de capitais necessários, sendo que estes não envolvem grandes indivisibilidades nem grandes montantes para serem comprados. Logo, no início do processo de industrialização nestes países, prescinde-se da implantação das indústrias de base e mais do que isto, não existem estímulos sequer para a sua efetivação, via investimento direto das empresas estrangeiras. De fato, estes investimentos envolvem a colocação de plantas com capacidade muito à frente da demanda existente e, como se pode inferir, não se implantarão voluntariamente em economias lideradas pelo setor de bens de consumo não-duráveis, cujo restrito dinamismo depende da expansão do mercado urbano.

Desta forma, historicamente, *"a maioria dos países chamados de 'industrialização retardatária', vale dizer, aqueles que não participaram da primeira revolução industrial, implantaram sua indústria pesada, seja com o apoio do Estado Nacional, seja em aliança com o grande capital financeiro internacional, como parte de um esquema de sua expansão à escala mundial"* (Tavares, 1986:109).

Em termos da constituição da indústria pesada de bens de produção, que não envolve descontinuidade tecnológica, cabe ao Estado Nacional papel chave. A implantação da grande indústria de base com o apoio do Estado é assim uma característica fundamental da maioria dos países de industrialização retardatária, sendo que esta perspectiva se circunscreve ao plano de análise do padrão de industrialização. Queremos destacar que estas são características comuns dos processos de industrialização destes países e que para todos eles existem limites financeiros à plena conformação da industrialização, sendo fundamental o papel do Estado na centralização de capitais.

Quando vamos analisar o caso concreto do Brasil, consideramos que este é um país de industrialização tardia e que, por isto, o momento de sua industrialização determina a existência de sérias barreiras tecnológicas e de

limites financeiros mais complexos. Além do mais, destacamos também que algumas características particulares, próprias ao plano mais concreto de análise<sup>22</sup>, devem ser observadas quando se quer analisar a questão da demanda de crédito de longo prazo e a adequação da estrutura de financiamento a esta fase de transição.

Como já apontamos anteriormente, a indústria nacional é bastante protegida no referido período, e a diversificação horizontal e vertical de ramos já existente apresenta perspectiva de alta e segura rentabilidade ao capital industrial.

*"A retenção interna de lucros para reinvestimentos por parte das filiais estrangeiras já instaladas de longa data, bem como seu maior acesso ao endividamento interempresas e com o setor financeiro privado, era suficiente para manter a sua liderança naqueles setores em que se constituíam na cabeça visível de um oligopólio competitivo. Isso dava margem à expansão absoluta do capital nacional industrial e a sua diferenciação em setores de bens de produção nos quais já estavam instalados com escalas reduzidas de produção, há muito tempo" (Tavares, 1986:112).*

Como se vê, no caso do Brasil, os investimentos em indústrias que requeressem grandes economias de escala, maciço investimento inicial (como a indústria pesada de bens de produção) não estavam sequer nos horizontes do capital industrial, que não precisava enfrentar grandes riscos para garantir uma altíssima rentabilidade. Por outro lado, a atuação do banco de investimento não estava também no horizonte do setor bancário nacional, que auferia grandes lucros especulativos por trabalhar no curto prazo, em uma situação inflacionária. A específica relação estabelecida entre Estado e capital privado determina, desde já, a contínua composição com interesses dos grandes capitais privados (embora não exista um bloco hegemônico). Desta forma, são as empresas estatais que entrarão pioneiramente nas indústrias de base, assim como será um banco do Governo que direcionará o montante necessário à efetivação desses investimentos. As empresas privadas nacionais, por seu turno, continuam essencialmente estabelecidas nos setores tradicionais, com as mesmas características que operavam anteriormente, e o sistema financeiro privado continua ancorado nas operações de curto prazo<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> - Este plano pode ser captado pela análise do padrão de desenvolvimento.

<sup>23</sup> - Como a centralização e o direcionamento de capital para empreendimentos industriais que envolvem grandes montantes fica com os bancos estatais e como são as empresas públicas que entram nas indústrias de base, não há como falar em desenvolvimento de "finanças industrializantes" (Braga, 1992 e 1994). Na verdade até aqui o Estado assume o papel de entrar nos setores que envolvem um financiamento mais complexo, tanto como empregador, quanto como investidor.

Então, as demandas de financiamento do setor privado podem ser respondidas pela concessão de crédito de curto prazo e a demanda de financiamento que efetivamente necessita de mecanismos de longo prazo é aquela advinda do Estado, para a implementação de infra-estrutura e das indústrias de base. Estas demandas são atendidas essencialmente pelo BNDE (banco público), cabendo observar que o esforço de oferecimento de créditos por este banco esteve articulado à política fiscal e a importantes elementos da política cambial e monetária (Viana, 1981)<sup>24</sup>.

## **2.2- O BNDE e seu papel no período de transição - a especificidade de sua conformação inicial.**

O BNDE é criado no segundo Governo Vargas para se tornar gestor dos recursos necessários à realização do programa econômico preconizado pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU). Esta, como conclusão de seus estudos, determina a necessidade de se iniciar um amplo programa de investimentos de infra-estrutura (necessidade já detectada pelo plano SALTE) para o qual é acertado um empréstimo internacional de US\$ 500 milhões (Cr\$ 10 bilhões) a serem empregados nos projetos estabelecidos como prioritários, sendo exigido pelo Banco Mundial e o Eximbank um comprometimento de recursos internos equivalentes ao aporte em moeda estrangeira.

Como resultado concreto das recomendações da Comissão Mista, é instituído o Programa de Reparcelamento Econômico (PRE), em novembro de 1951 pela lei 1.474, que tem por objetivo a melhoria na rede de portos e ferrovias, o aumento da capacidade de armazenamento, a elevação do potencial de energia elétrica e o desenvolvimento das indústrias básicas e da agricultura. Os recursos resultantes das negociações previstas pela Comissão Mista são acertados para a execução do referido programa, sendo que o BNDE inicia sua atuação em junho de 1952 pela lei 1628, como executor e agente financeiro da União nas operações do PRE.

As fontes previstas de recursos são os empréstimos externos acordados e o equivalente aporte em moeda nacional que deveria ser levantado internamente, sendo que uma das cláusulas do acordo é a de que estes recursos deveriam ser implementados sem que se recorresse à emissão de moeda. Para seguir esta recomendação os aportes nacionais de capital colocados à

---

<sup>24</sup> - Esta articulação nos mostra que, na década de 50, é preciso aliar os fundos fiscais direcionados ao BNDE à política cambial de manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada, que facilitou a importação de equipamentos. A criação de novos fundos, por outro lado, deve ser analisada em simultâneo com a reforma de política cambial, via instrução 70 da SUMOC, de outubro de 1953.

disposição do Banco são obtidos pela criação de fundos de natureza fiscal<sup>25</sup>. Através deste mecanismo são criados adicionais e quotas sobre impostos ou sobre tarifas de serviços prestados pelos órgãos públicos, que servirão de base para a captação do BNDE. Desta forma, seis fundos dotam o Banco de recursos no período considerado (1952/56): o Fundo de Reparcelamento Econômico, o Fundo Federal de Eletrificação, o Fundo de Renovação e Melhoramento das Ferrovias, o Fundo de Pavimentação, o Fundo da Marinha Mercante e o Fundo Portuário Nacional.

O Fundo de Reparcelamento Econômico (FRE) é o mais importante e é instituído pela lei 1.474 de 26/11/51. É um fundo sem especificação e sua fonte de recursos básica vem da cobrança de um adicional do imposto de renda (15%) sobre pessoas físicas e jurídicas que pagassem mais de Cr\$10.000 deste tributo. Estes recursos são ainda acrescidos de uma taxa adicional incidente sobre as pessoas jurídicas: 3% sobre as reservas e lucros em suspenso ou não-distribuídos. Posteriormente, pela lei 1.628 de 2 de junho de 1952, o referido fundo passa a poder contar, desde que o ministro da fazenda julgue necessário, com 4% dos depósitos das caixas econômicas, 25% das reservas técnicas das Cias de seguros e 3% da receita anual da Previdência social.

Cabe observar que a cobrança dos adicionais ao IR foi autorizado pela referida lei, durante o quinquênio 52/56, sendo que também as demais fontes de recursos estão obrigadas a reforçar as disponibilidades financeiras do banco pelo mesmo período. A lei 2.973, de novembro de 56, modifica o citado dispositivo autorizando a cobrança do adicional, até 1966 (inclusive) e determinando novos patamares para a cobrança do adicional<sup>26</sup>. Outra questão a ser destacada é que os referidos recursos entram no banco como empréstimos compulsórios, pois deveriam ser devolvidos ao contribuinte sob a forma de títulos especiais da dívida pública no decurso do 6º exercício após o recolhimento.

Os demais fundos são direcionados e foram instituídos como reforço à aplicação financeira em infra-estrutura, transporte e energia, permitindo liberar parte do FRE para aplicações em indústrias básicas<sup>27</sup>. Fazem

<sup>25</sup> - Esta fórmula já fora utilizada anteriormente. Segundo observa Viana (1981:32) já na década de 40 tinham sido criados três fundos de destinação específica, observando que *"o que muda, o que permite um salto de qualidade na máquina financeira do Estado, é a formação deste Banco como locus coordenados desses recursos, a partir de 1952, aliado ao reforço quantitativo dos fundos (aumento da base de incidência de alguns Fundos e criação de outros)"*.

<sup>26</sup> - Para maiores detalhes, vide Viana (1981:38-39).

<sup>27</sup> - Estes são considerados recursos vinculados do banco, pois têm aplicação definida em lei e são recolhidos ao BNDE em depósito, até a sua utilização, não cabendo ao banco responsabilidade pelo uso e emprego desses montantes, a não ser sobre o Fundo Federal de Eletrificação. Seguindo essa definição, são ainda considerados recursos vinculados, a quota dos estados e municípios, que consiste em montantes advindos do imposto único cobrado sobre a energia elétrica e cobrados

ainda parte das fontes captadas pelo banco os chamados recursos especiais, incluídos aí todos os valores captados pelos bancos de origem outra que não o FRE e os demais fundos de destinação prevista no PRE.

Dentre estes recursos, vale mencionar primeiramente os provenientes do chamado "acordo do trigo" (acordo de excedentes agrícolas, resultante da abertura dada pela lei 480, norte-americana) que permitia que os produtos agrícolas adquiridos via referido acordo pudessem ser pagos a longo prazo (até 31/12/61 são assinados 3 acordos). Como no Brasil grande parte dos recursos levantados com a venda do trigo foram emprestados ao Governo Federal via representação do BNDE, estes montantes passam a fazer parte do passivo do banco. Em segundo lugar, devemos considerar os empréstimos em moeda estrangeira obtidos via acordos com organismos financeiros no exterior, com destino a empreendimentos estabelecidos pelo acordo firmado. Neste caso, o banco está agindo na transferência destes recursos aos interessados, de acordo com as condições contratuais. A colaboração real do banco se dá, na verdade, pela concessão de aval ou garantia a estes créditos, estendida às entidades financeiras ou a fornecedores.

### **2.2.1- Análise das fontes e aplicações de recursos<sup>28</sup>**

Ao analisarmos a atividade de captação (tabela II-5) do BNDE nestes anos verificamos que, a par da participação de capitais e reservas ter-se mantido abaixo de 15%, a participação dos recursos próprios predomina no período considerado, tendo o FRE representado a fonte básica de recursos.

Os recursos fiscais são a principal fonte de captação, sendo que a exceção deste período deve ser feita para o ano de 54, em que a participação do capital externo foi expressiva. A elevação desta participação é explicada pelo empréstimo feito pelo BIRD e EXIMBANK ao próprio Banco e em 56, pela entrada dos recursos provenientes do Acordo do Trigo. Na verdade, a queda aqui verificada na participação do FRE e, mais do que isto, a queda no valor real das captações pode ser explicada pelo atraso no recebimento do imposto de renda, que afetou o repasse do adicional ao banco (quadro II-1).

---

pela União. O banco, neste caso, é o depositário legal do produto da cobrança do referido imposto, ficando as estações arrecadoras, obrigadas a efetuar seus recolhimentos mensalmente.

<sup>28</sup> - Os levantamentos são feitos a partir de dados pesquisados por Viana (1981) e Martins (1985). Alguns dados foram conferidos nos relatórios do BNDE.

Tabela II-5

**Fontes de Recursos do BNDE**  
**Participação dos itens sobre o total**  
em percentagens

itens períodos	Recursos Próprios					Recur. Espec.: emp. moeda	Recur. Vincul.	TOTAL
	capital\ reservas	FRE	dep. compul.	bonif.	total			
1952	17,6	82,4	-	-	100	-	-	100
1953	0,5	90,3	9,2	-	100	-	-	100
1954	6,8	22,8	9,2	-	38,8	61,2	-	100
1955	3,3	73,1	2,5	9,5	33,4	-*	6,6	100
1956	0,6	59,6	0,9	5,5	66,6	16,2	17,2	100
1957	10,2	79,1	1,9	8,8	100,0	-*	-*	100
1958	13,4	53,8	0,3	8,2	75,7	1,2	23,1	100
1959	13,8	31,9	0,2	10,6	56,5	17,6	25,9	100
1960	16,9	36,6	0,2	5,6	59,3	33,6	7,5	100
1961	29,1	60,1	0,3	6,7	36,2	1,4	2,4	100

fonte: elaborado a partir de Balanços Anuais do BNDE (1952-1961).

1. Recursos Especiais: empréstimos em moeda estrangeira e Acordo do Trigo.

a. os baixos valores captados em 1953 são explicados pelo atraso no recebimento do adicional do Imposto de Renda e devido ao fato de que o recolhimento das reservas técnicas das companhias de seguro e capitalização veio parcelado.

b. o crescimento significativo do FRE de 1954 e 1955 é explicado pela elevação do Adicional de Imposto de Renda, devido a alterações no IR.

\*. Tiveram saldo negativo no ano. Os saldos negativos em Recursos especiais explicam-se pela amortização de empréstimos anteriores. O saldo negativo de 1957 em recursos vinculados deve-se a que as devoluções excederam os depósitos.

Quadro II-1

**Taxas de Crescimento Real das Fontes de Recursos do BNDE**

anos	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
tx cres. anual	-	1270,7	-64,3	409,2	20,0	-16,3	8,9	33,3	13,1	-30,8

fonte: Relatórios do BNDE - vários anos.

\*. valor real: base 1993. índice utilizado IGP-DI (FGV).

Quanto à composição dos fundos fiscais, cabe a observação de que a partir de 55 passam a integrar estes recursos, além do FRE, os fundos vinculados. Notamos então que as possibilidades financeiras foram reforçadas com a criação de outros fundos que cobriram o decréscimo em participação, no total de recursos, do FRE<sup>29</sup>. Na verdade, o ano de 56 apresenta-se, de certa forma como um marco, pois a própria criação destes fundos está vinculada à integração do Banco com o Plano de Metas.

No que tange as aplicações de recursos, consideramos esta fase como correspondente à primeira etapa de existência do banco e os investimentos em serviços públicos, área de transporte e energia, armazenagem e silos como o objeto do grosso de suas aplicações, seguindo os objetivos do FRE.

<sup>29</sup> - Os valores negativos apresentados na tabela para os recursos especiais nos anos de 55 e 57 são explicados pela amortização do empréstimo de 1954 e os dos recursos vinculados em 57, pelo fato de que as devoluções excederam os depósitos.

Verificamos esta performance levantando os financiamentos aprovados em moeda nacional<sup>30</sup> e também dos avais em moeda estrangeira (Tabela II-8).

Tabela II-6

**Operações em Moeda Nacional - por  
Modalidade de Colaboração**

itens\períodos	em percentagens			
	empréstimos reembolsáveis	participação societária e underwriting	inversão direta das Cias de Seguro e Cap.	número de projetos
1952	100,0	-	-	1
1953	100,0	-	-	7
1954	100,0	-	-	26
1955	100,0	-	-	25
1956	90,7	9,1	0,2	36
1957	92,1	4,7	3,2	49
1958	88,1	6,9	5,0	53
1959	79,7	16,3	4,0	48
1960	51,5	42,2	6,7	24
1961	74,8	24,8	0,4	28
<b>nº proj. por modalidade</b>	<b>237</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>297</b>

fonte: dados compilados de Vianna (1981:106).  
1. medida por valor real/número de projetos.

Até 1955, apesar de haverem sido aprovados 64 projetos, alguns deles de pequeno porte, apenas 6 projetos<sup>31</sup> são reponsáveis por 47% do total aprovado<sup>32</sup>. Estes dados nos dão idéia do porte de alguns projetos individuais, especialmente no ramo ferroviário e, secundariamente, no de energia, o que corrobora a discussão desenvolvida anteriormente, pois estes grandes projetos são todos enfrentados por empresas do Governo. Na verdade, nesta primeira fase, as colaborações aprovadas têm como público alvo, essencialmente o Setor Público.

Em 1956<sup>33</sup>, começa a ser utilizada a modalidade de participação societária (financiamento indireto, via subscrição de ações de empresas) e esta operação faz parte de um empréstimo a uma única empresa, a Cia Nacional de Alcalis.

<sup>30</sup> - Para contabilizar estes recursos, é levantado o montante total que o Banco se comprometeu para a aplicação., não sendo incorporados os valores das comissões e das taxas, agregados ao principal. Os financiamentos sacados, por outro lado, envolvem os recursos que o banco entregou no ano indicado, deduzidos das amortizações recebidas dos mutuários.

<sup>31</sup> - Destacam-se aí os projetos ferroviários, com valores médios aprovados muito acima dos demais ramos.

<sup>32</sup> - Os valores aprovados destes 6 projetos correspondem a 4,9% do valor médio da Formação Bruta de Capital Fixo pelo Governo, nos referidos anos.

<sup>33</sup> - Mais à frente, veremos que a partir de 59, aumenta o peso da participação societária no total financiado.

A análise do período considerado mostra-nos que nestes anos o financiamento a transportes<sup>34</sup> é claramente majoritário, sendo que o item energia é o responsável por 51% dos projetos aprovados. A participação do financiamento a indústrias básicas é relativamente baixo cabendo destaque especial aos financiamentos efetuados em 54 à indústria automobilística (Fábrica Nacional de Motores) e em 56 à indústria química. Os financiamentos aprovados em moeda nacional até 61 foram dominantes (60%), sendo que até 1956 só haviam sido concedidos 39 avais. Ainda quanto aos referidos dados, é interessante observar que 75% das empresas que obtiveram aval do Banco receberam empréstimos em moeda nacional, sendo que este "crédito duplo" deve ser visto como parte de um pacote de inversões (Viana, 1981:220) a partir do qual o financiamento em moeda nacional cabe ao próprio Banco e os gastos em moeda estrangeira ficam intimamente relacionados ao ENDE, via concessão de aval.

Tabela II-7

Participação das Operações Aprovadas pelo BNDE em  
Moeda Nacional

em porcentagens

itens períodos	Transporte				Energia	Indúst. Trans.	agropec.	TOTAL
	ferrovia	port/nav	outros	total				
1952	100,0	-	-	100,0	-	-	-	100,0
1953	50,1	7,6	-	57,7	25,0	15,5	1,8	100,0
1954	77,7	-	-	77,7	12,9	7,8	1,6	100,0
1955	39,2	-	-	39,2	51,5	7,5	1,8	100,0
1956	67,3	0,5	-	67,8	12,4	14,3	5,5	100,0
1957	18,2	1,0	-	19,3	55,2	21,9	3,6	100,0
1958	-	3,6	1,6	5,3	45,1	46,5	3,0	100,0
1959	13,7	7,1	-	20,8	34,4	37,0	1,8	100,0
1960	0,3	1,4	-	1,7	11,2	86,7	0,4	100,0
1961	0,9	-	-	0,9	65,8	30,1	3,2	100,0

fonte: Relatórios do BNDE.

Podemos dizer que até 55 o Banco segue o direcionamento ditado pela CMBEU, sendo que até o fim deste ano o BNDE atende praticamente à totalidade dos projetos recomendados pela referida comissão, aprovando financiamentos que chegam a 75% dos valores constantes nos projetos<sup>35</sup>. Para se ter uma idéia da diretriz adotada pelo banco, dos montantes aprovados até 56, 70% foram financiamentos oriundos da CMBEU.

Isso exprime o predomínio do investimento em transporte, e menos intensamente em energia, pois 85% dos 42 projetos aprovados pela referida Comissão pertencem à área de transportes. Cabe salientar que este é um desempenho que já estava previsto na formulação do órgão quando, por lei,

<sup>34</sup> - Dentro do item transportes, o transporte ferroviário recebe a quase totalidade de recursos.

<sup>35</sup> - Segundo Viana (1981), o BNDE não atende a totalidade dos valores constantes nos projetos, de um lado porque não foi procurado por todos os interessados e, de outro lado, por questões operacionais externas ao Banco.

foram definidas 4 áreas de atuação para o mesmo: transporte, armazenagem energia elétrica, indústrias básicas e agricultura.

Mesmo nesta primeira fase, em que é predominante o financiamento dos transportes, a preocupação do BNDE com a indústria básica é constante. Nesse contexto deve ser destacada a política industrial do Governo Vargas, que reforça a empresa estatal no ramo de material de transporte (Fábrica Nacional de Motores) e propõe a Eletrobrás como a responsável pela produção de material elétrico, reafirmando no setor de insumos básicos, a presença de empresas públicas (Petrobrás). Nestes termos, o plano de Metas reforça uma linha de atuação que já estava explicitada ao nível interno do banco.

O ano de 56, como já observamos no levantamento das fontes de recursos, apesar de os financiamentos em energia e transportes continuarem majoritários, apresenta uma certa inflexão, pois a partir daí inicia-se um processo, que se configurará como contínuo, de paulatino crescimento da participação das indústrias de transformação no total financiado.

Tabela II-8

## Operações Aprovadas em Moeda Nacional e Estrangeira

Cr\$ 1.000.000

itens\ anos	financ. moeda nacional (1)	avais (2)	total (1+2)	participação de (1) no total	participação de (2) no total
1952	1.181,0	833,0	2.014,0	58,7	41,3
1953	1.485,6	3.079,3	4.564,9	32,6	67,4
1954	2.974,3	866,9	3.841,0	77,5	22,5
1955	2.592,4	1.078,9	3.671,3	70,7	29,3
1956	6.625,0	2.108,0	8.733,0	75,9	24,1
1957	8.455,2	5.769,5	14.224,7	59,4	40,6
1958	12.180,7	14.073,3	26.254,0	46,4	53,6
1959	10.432,0	15.247,6	25.679,6	40,6	59,4
1960	13.737,8	7.356,1	21.093,9	65,1	34,9
1961	23.872,4	4.134,5	28.006,9	85,2	14,8

fonte: Relatórios do BNDE, de 1956 a 1961. (Vianna1981:224)

## Quadro II-2

Operações de  
Aval do BNDE

itens/periodos	número de projetos avalisados
1952	3
1953	9
1954	4
1955	9
1956	14
1957	24
1958	28
1959	16
1960	15
1961	12
total	134

fonte: Relatórios do BNDE, de 1952 a 1961. Vianna (1981:198).

## 2.2.2 - Levantamento das condições de financiamento

Para a análise das condições de financiamento, levantamos tanto as taxas de juros cobradas, quanto os prazos de carência e amortização levando em consideração ainda os encargos do Banco. Pudemos perceber (Tabela II-9) que os contratos são firmados com taxas de juros muito abaixo da inflação, inferiores à taxa efetiva prevalescente no mercado de capitais e abaixo do nível médio de benefícios das empresas.

Tabela II-9

## Taxas de Juros Cobradas pelo BNDE em Operações de Financiamento

periodos/itens	ferrovias	rodovias	portos e nav.	armazenag.	energia ele.	ind. básica
1952	6,0	-	-	-	-	-
1953	6,0	-	-	-	-	8,0
1954	6,0	-	-	-	-	8,0
1955	6,0	-	-	-	-	8,0
1956	7,5	8,0	8,0	8,7	8,2	9,2
1957	8,0	8,0	9,0	9,0	9,0	11,0
1958	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
1959	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
1960	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5

fonte: compilado de Vianna (1981:227). Relatórios do BNDE, de 1952 a 1961.

Na verdade, as taxas de juros cobradas e as condições de financiamento se diferem, dependendo da destinação do benefício. As taxas médias cobradas aos financiamentos industriais até 55 são de 8% ao ano, sendo que os contratos têm um prazo médio de amortização de 7 anos. Para transportes, item a que se destinou a maioria dos recursos do banco nos

referidos anos, a taxa cobrada é de 6% a.a., enquanto que o prazo de amortização é de 20 anos<sup>36</sup>.

O referencial para as taxas de juros cobradas no período analisado é o dos encargos do Banco. Como já observamos anteriormente, a sua captação estava essencialmente vinculada a recursos fiscais que eram recebidos na forma de empréstimos compulsórios (adicionais do IR), com juros de 6% a.a. e de depósitos compulsórios à taxa de 5% a.a. Como podemos perceber, grande parte dos recursos emprestados foi remunerado com taxas exatamente iguais às devidas pelo banco, sem considerar despesas e, muito menos, os riscos de crédito envolvidos em financiamentos com prazos mais alongados. Tentando corrigir isto, em 57 o banco estipula a taxa de juros mínima em 9,5% a.a. Calcula juros de 5%, referentes a seus encargos, 0,5% para despesas, 1% para riscos dos créditos de longo prazo, 2,5% para inércia dos encaixes e despesas administrativas e 0,5% como fundos para reforço do capital próprio do Banco. Mesmo esta mudança, no entanto, não será suficiente para equacionar a questão das perdas potenciais assumidas pelo banco quando da concessão de um financiamento, como veremos mais adiante.

Por estes dados, já podemos perceber que o BNDE institui-se, nestes anos, como um banco de fomento, oferecendo a seus devedores financiamentos a juros negativos. Na verdade, para avaliar o subsídio implícito nas operações efetuadas, devem ainda ser consideradas condições especiais expressas nos contratos, sendo a mais importante delas a referente ao oferecimento de prazos de carência. Através deste item contratual<sup>37</sup>, o devedor teria um prazo antes do início da amortização do principal, que corresponderia ao "tempo necessário para que a empresa começasse a funcionar em condições normais". Este período variava, de acordo com o contrato, de 6 meses a 2 anos e funcionava, de fato, como um canal de redução do custo real das inversões, dada a ascensão inflacionária. Isto porque, seguindo o disposto no decreto 23.501 de 1933, os pagamentos eram estabelecidos no contrato, em moeda nacional corrente, acrescida dos juros ali estipulados. Só a partir de 56, o banco encontra um dispositivo legal passando a adotar a cláusula da "escala móvel", uma espécie de correção monetária sobre o montante da dívida contratada<sup>38</sup>.

<sup>36</sup> - Se formos analisar as taxas cobradas até 56 veremos que elas recebem maior detalhamento, havendo um ligeiro acréscimo em seus valores. De qualquer forma, mesmo aí a diferença da taxa cobrada a projetos de ferroviários e à indústria permanece de dois pontos percentuais.

<sup>37</sup> - Nos contratos aprovados pelo banco constam 3 prazos essenciais. Há o prazo para a execução do projeto, em seguida vem um prazo de carência, que difere de financiamento a financiamento e, por fim, o prazo de amortização que, nos anos considerados varia de um mínimo de 5 anos, a um máximo de 20 anos.

<sup>38</sup> - Através deste mecanismo, o Banco pode também lançar títulos protegidos contra a perda do valor aquisitivo da moeda.

### **2.2.3 - Análise da operação do BNDE para estes anos**

Como já observamos anteriormente, os recursos do Banco vieram essencialmente de fontes internas. Dos US\$ 500 milhões (Cr\$ 10 bilhões no câmbio da época) previstos na forma de financiamentos externos, pouco mais de 1/3 chegou ao banco, tendo se destinado, basicamente, para cobrir inversões no setor de transporte e ferroviários<sup>39</sup>. Os financiamentos internacionais reduzem-se, entre 52 e 54, a menos de 1/3 do prometido para, em seguida, serem totalmente suspensos até 58. Desta forma, em 55 o BNDE cumpre o programa de inversões previstas pela Comissão Mista, contando apenas com os referidos recursos internos.

Conforme comentário anterior, estas captações não são resultantes de aplicações voluntárias. A cobrança de adicionais sobre o IR e de depósitos obrigatórios sobre algumas instituições financeiras (Caixas Econômicas, Cias de Seguros, Previdência Social) implica numa forma de aglutinação de capitais que não é utilizada pelo sistema financeiro privado. Podemos dizer que os detentores de capital são obrigados a fazer uma aplicação de prazo mais alongado (5 anos) na forma de empréstimo compulsório. A partir deste tipo de mecanismo é que o BNDE consegue captações de longo prazo, permitindo que a estrutura temporal de seu passivo seja mais alongada.

Assim, a utilização de captação compulsória já é aqui utilizada, só que neste período de transição os referidos mecanismos têm um prazo estipulado de vigência: no caso, de 5 anos. Tanto é que em 56 o Banco precisa se lançar na campanha política para a renovação de suas fontes de recursos, propondo a extensão do prazo de validade das mesmas por outros 10 anos. Nesta campanha, além de manter o Adicional do Imposto de Renda, pretendia-se tornar compulsórias e não-dependentes do arbítrio do ministro da fazenda, as parcelas dos depósitos das Caixas Econômicas e das reservas técnicas das Companhias de seguros. Estes objetivos são alcançados em meados de 56, através da votação pelo congresso da lei 2.973, que estende os prazos da vigência dos referidos mecanismos até 1.966.

Da análise apresentada até o momento, já se pode inferir que se formos analisar o BNDE enquanto uma estrutura organizada de oferecimento de crédito de longo prazo, perceberemos uma forte contradição. Se de um lado monta-se um banco de desenvolvimento estatal, que tem a sua fonte interna de

---

<sup>39</sup> - Uma análise acerca dos motivos que teriam levado a que não se implementasse a totalidade de financiamentos previstos é feita por Luciano Martins (1985:85-86).

recursos formada por mecanismos compulsórios de captação de longo prazo de outro lado, não se organiza estruturalmente o aspecto operacional da temporalidade do passivo. Ou seja, seria necessária a construção de fontes estáveis de captação ou pelo menos a indicação de um projeto que determine as bases sobre as quais esta questão seria enfrentada a longo prazo. Note-se que o prazo mínimo de amortização dos contratos de longo prazo aprovados pelo BNDE é de 5 anos, justamente o período de vigência inicial das fontes internas de captação. Se somarmos 2 anos de carência, veremos que esta temporalidade já supera o período de vigência inicial dos mecanismos estipulados. Se formos pensar então nos projetos ferroviários que têm um prazo de amortização de 20 anos, podemos perceber a referida contradição.

Na verdade, pela forma organizacional adotada inicialmente infere-se que a expectativa era a de que o forte dos recursos viesse do exterior, conforme os acordos firmados. De qualquer forma, isto demonstra uma visão temporalmente limitada, se e que vamos pensar no BNDE enquanto uma estrutura organizada para o oferecimento de crédito de longo prazo, que continuaria operando mesmo depois que os projetos indicados pelo PRE tivessem se encerrado.

Poder-se-ia argumentar que os mecanismos adotados já foram tomados como transitórios por pensar-se que o Banco iria desenvolver mecanismos próprios de captação e ser capaz de auto-gerar recursos. Mais uma vez, se formos analisar a estrutura operacional do Banco, poderemos perceber que isto não é verdade. O BNDE tem nesta fase características próprias de um banco de fomento estatal que procura financiar investimentos em áreas consideradas prioritárias, cobrando para isto taxas de juros abaixo das vigentes no mercado. Como já salientamos, as taxas cobradas seguem as taxas dos encargos e, mesmo posteriormente, quando são pretensamente inseridos percentuais relativos a gastos administrativos e ao risco de crédito, percebe-se que estas taxas continuam baixas.

É interessante verificar que estas são taxas cobradas sobre projetos que duram até 20 anos, num contexto inflacionário, sendo que os mecanismos de captação têm prazos pré-estabelecidos de vigência. Podemos, portanto, perceber que o mecanismo de auto-geração não pode ser tomado como capaz de sustentar a estrutura do banco a longo prazo. Por outro lado, quanto à pretensão de conseguir uma captação voluntária de longo prazo, voltamos à argumentação já desenvolvida anteriormente que destaca as várias possibilidades de aplicações alternativas que se apresentam extremamente rentáveis. Nestes termos, os juros pagos pelos papéis em questão deveriam

estar à altura das demais aplicações. Neste caso, é claro que o spread do banco seria negativo, o que inviabilizaria a sua operação a longo prazo.

Mesmo se considerássemos a possibilidade de a cobrança de adicionais sobre o IR ser instituída de forma definitiva como fonte de captação, o que jamais foi aventado pelo Governo, podemos destacar a fragilidade deste mecanismo, pois aí a dependência da máquina arrecadadora do Estado é muito forte. De um lado, a cobrança de adicionais tem um limite até por questões políticas e de outro lado, a liberação dos recursos depende da cobrança do IR e da liberação do Tesouro, o que, ano a ano, apresenta descontinuidades nos prazos de liberação, tornando difícil o trabalho do Banco.

Da análise empreendida fica claro que, nesta fase, o Banco mostra-se essencialmente um gestor do PRE, razão enfim de sua criação, e, dentro desta perspectiva, a expectativa era a de que grande parte dos recursos necessários fossem cobertos com créditos externos, o que não se efetivou, em verdade. Na medida em que a organização do Banco foi montada sobre estes mecanismos transitórios podemos ter uma idéia da dificuldade enfrentada por ele na continuidade de sua operação. Dessa forma, enfatizamos não só que os eventuais desajustes na estrutura operacional do banco seriam arcados pelo Estado, como também que a par de ter sido um mecanismos que corroborou de forma decisiva na montagem da infra-estrutura, o Banco não pode ser tomado aí como uma instituição organizada de oferecimento de crédito de Longo Prazo.

Estes são elementos específicos de nossa estrutura de financiamento, em período de configuração. Estes dois aspectos levantados para a instituição fornecedora de crédito de capital já mostra tanto o papel do Estado enquanto bancador destes créditos, como também o aspecto transitório da conformação desse banco, ligado essencialmente à gestão do PRE.

Com isso não queremos dizer que não haja um movimento efetivo em direção do objetivo da industrialização, pelo contrário, o Banco tem um papel importante nesta estratégia, participando dela diretamente, em termos de decisão, inclusive, o que no entanto, não exclui o caráter transitório das engenharias financeiras adotadas.

## 2.3 - A adequação do sistema financeiro vigente a esta fase de transição e suas características fundamentais

Quando desenvolvemos a discussão no capítulo I, destacamos que o financiamento em economias capitalistas pode envolver distintos arranjos institucionais, a depender do caso analisado. Conforme mostramos, estes arranjos estão intrinsecamente ligados aos requisitos mínimos de recursos demandados pelo crescimento a cada momento do desenvolvimento industrial, às condições de estabilidade estrutural existentes, assim como à especificidade do padrão de industrialização em questão e a relação Público X Privado que estabelece uma determinada configuração.

No caso brasileiro, no período de transição pós 30, correspondente à fase de conformação do atual padrão de desenvolvimento, podemos perceber, pela análise da estrutura de financiamento vigente, que esta apresenta duas características fundamentais: i) os intermediários financeiros privados trabalham com grande lucratividade e baixo risco, garantidos por uma forte solidariedade entre Estado e capital privado, tanto em termos dos que demandam financiamento quanto dos que o oferecem e ii) surge a "funcionalidade" da inflação como mecanismo capaz de gerar grandes ganhos. Desenvolveremos estes pontos, logo a seguir, buscando demonstrar que estas características, além de exclusivas à estrutura de financiamento vigente, são próprias da lógica do padrão de desenvolvimento que se conforma e que traz consigo uma relação entre Estado e capital privado - relação público-privado - que lhe é específica.

### 2.3.1- A solidariedade entre Estado e capital privado

Conforme observamos anteriormente, este foi um período de expansão industrial em que tanto as indústrias privadas nacionais, quanto as estrangeiras que aqui se instalaram, conseguiram grande lucratividade. A alta proteção interna à indústria e a construção de uma infra-estrutura mínima são elementos estabilizadores que permitem alta rentabilidade<sup>40</sup>. São elementos que se delineiam a partir da atuação do Estado que age no sentido de "*garantir forte proteção contra as importações concorrentes, impedir o fortalecimento do poder de barganha dos trabalhadores, que poderia surgir com um sindicalismo independente, e realizar investimentos em infra-estrutura, assegurando economias externas baratas ao capital industrial*"(Cardoso de Mello, 1982:114).

<sup>40</sup> - Esses elementos estão intimamente ligados à capacidade de financiamento destas empresas. Conforme já observamos anteriormente, a indústria nacional se circunscreve essencialmente aos setores tradicionais, que não necessitam de grandes montantes acumulados para o *finance*. Na medida em que são auferidos grandes lucros há a possibilidade de que elas próprias financiem sua expansão.

Assim, o Estado dá condições de alta rentabilidade ao capital privado nacional, de bases técnicas estreitas. Este é um esquema de "solidariedade" em que prevalece a ótica de privatização do Estado, cujo pressuposto implícito é que, dentro da referida "associação", este último deve assumir o ônus de eventuais desajustes.

No período analisado, que marca as linhas de conformação do padrão de desenvolvimento, é possível detectar claramente esta questão que envolve aspectos históricos/concretos. É sabido que aí o setor público aumentou crescentemente sua participação no dispêndio global da economia, sendo que sua ação não se ateve a incentivos e proteções mas, em grande parte, deu-se diretamente através de investimentos maciços em infra-estrutura; através da entrada de empresas estatais nas indústrias de base e via agências financeiras estatais em áreas em que os intermediários financeiros privados não tinham interesse em atuar, como o crédito rural, suprido em grande parte pelo Banco do Brasil e o crédito com prazos mais alongados. No entanto, apesar dos enormes gastos envolvidos, também devido ao referido esquema de "solidariedade", sua ação esteve amparada por frágeis alicerces tributários, sendo que a ampliação do gasto público deu-se basicamente por emissões e por confisco cambial, até 1959. O referido ônus fica especialmente claro quando analisamos a atuação dos intermediários financeiros, pois uma das características que sobressai na estrutura de financiamento é o crescimento gradual do papel do Estado sobre o sistema de crédito, sendo sua atuação caracterizada pelo oferecimento de créditos com juros negativos, que muitas vezes não podem ser suportados por estes intermediários. Vimos isto com relação ao BNDE, nos anos analisados. Podemos mencionar o Banco do Brasil, que passa a ser o banco comercial líder do sistema, devendo ser destacado que grande parte do financiamento rural cabe, desde aí, a este banco, via juros subsidiados.

### **2.3.2 - A relação inflação/lucratividade**

Do lado do capital industrial, a elasticidade para cima das margens de lucro, vinculada à baixa competição e à alta proteção, possibilitava que a pressão dos custos advinda da subida dos preços de importação dos bens de produção fosse transferida aos preços internos<sup>41</sup>. Nesses termos, a inflação garantia a manutenção e o crescimento das referidas margens, sendo um importante elemento no financiamento das empresas<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> - Devemos observar que mesmo nos demais setores a discussão da possibilidade do repasse da inflação aos preços é válida.

<sup>42</sup> - O ônus do ajuste recai aqui sobre os assalariados que, dado seu baixo poder de barganha, garantido pelo Estado, viam seu salário real diminuído.

Do lado do sistema financeiro, detectam-se os grandes ganhos especulativos advindos do movimento inflacionário, o que explica a própria estrutura do sistema bancário. O setor financeiro privado permaneceu basicamente vinculado aos bancos comerciais, especialistas em captar depósitos à vista não remunerados e em oferecer créditos de curto prazo, sendo que a sua tática, à época, foi a de aumentar os depósitos gratuitos via crescimento das matrizes e, posteriormente, do número de agências.

A inflação mostrava-se capaz de propiciar brechas e canais subterrâneos para a transferência intersetorial de recursos entre as unidades, de forma que ela não obstaculiza a acumulação; é antes sua aliada e fonte de grandes lucros. Ela aparece como mecanismo de financiamento, devendo ser observado que o sistema ajusta-se e beneficia-se da situação inflacionária vigente, sendo aí entendido por que os bancos comerciais dominavam o setor financeiro, concentrando suas operações eminentemente no curto prazo.

Afirmamos que o padrão de desenvolvimento conforma-se baseado neste esquema de "solidariedade" determinante de uma certa relação público-privado consubstanciada numa lógica de privatização do Estado, sendo que as duas características levantadas estão intimamente ligadas a ela. São características CONSTITUTIVAS por estarem em consonância com a lógica do padrão de desenvolvimento brasileiro, que se institui baseado numa determinada associação entre Estado e Capital privado permitindo ao último a obtenção de grandes lucros sem grandes riscos, transferindo ao primeiro, além das garantias deste processo, o próprio ônus dos ajustes necessários<sup>43</sup>. De outro lado, permite ainda que os capitais nacionais obtenham massas de lucros que ultrapassam suas órbitas, conseguindo fazer operações especulativas, estando aí embutidos, ganhos inflacionários. A estrutura de financiamento é parte integrante e indissolúvel deste contexto e apresenta estas mesmas características, sendo a sua lógica, a lógica do padrão de desenvolvimento não podendo jamais ser vista separadamente.

Seguindo a argumentação de que a forma institucional da estrutura de financiamento deve ser considerada à luz dos requerimentos financeiros demandados para o crescimento, a análise da adequação da estrutura de financiamento deve ser qualificada. Com a discussão desenvolvida até aqui, buscamos mostrar que o sistema financeiro existente, apesar de não-desenvolvido, não cria obstáculos à acumulação, na medida em que:

---

<sup>43</sup> - Na verdade, o ônus recai também sobre os assalariados e o pequeno capital.

a) As demandas advindas do setor privado podem ser respondidas pelo oferecimento de crédito de curto prazo a cargo do setor bancário comercial;

b) não existem entraves à acumulação pelo lado do limitado leque de aplicações oferecidas pelo sistema financeiro, posto que existem alternativas extremamente rentáveis, dentre as quais a própria diversificação produtiva nos ramos tradicionais;

c) a demanda de financiamento de longo prazo que necessita obter resposta é a que advém do Estado em sua ação direta na implantação da indústria de base e organização da infra-estrutura. O BNDE encarrega-se desses financiamentos, devendo ser considerados também os mecanismos complementares da política cambial e monetária;

d) apesar de não existir uma estrutura organizada de financiamento estatal, o Estado consegue esticar seus gastos via financiamento inflacionário<sup>44</sup>.

Assim, o sistema financeiro existente, apesar de não-desenvolvido, é compatível com os requerimentos do período de transição e trabalha seguindo a lógica do padrão de desenvolvimento que se conforma aí. A questão dos limites financeiros à industrialização - referente à II revolução industrial - e a capacidade de resposta do sistema financeiro nacional, não pode pois ser atribuída a uma inadequação do sistema; não é questão que envolva "inexistência de poupança" nem "desajustes" acarretados pela inflação. Envolve, antes, uma impossibilidade endógena de resposta, que não pode, por isto, ser superada meramente via uma ação normativa do Estado.

A questão fundamental é que os requerimentos técnico- financeiros dos novos capitais são incompatíveis com as condições internas de acumulação, sendo que inexiste um tal enfrentamento intercapitalista que pressione em direção a um movimento de concentração e centralização de capitais nos moldes requeridos.

Na medida em que a estrutura técnica-financeira dos novos capitais é completamente diferente e não pode ser obtida a partir da simples expansão e diversificação da estrutura produtiva existente<sup>45</sup>; na medida em que o processo de industrialização dos países de capitalismo tardio se dá em um momento em que o capitalismo já está constituído a nível mundial, a finalização do referido processo requer um "salto qualitativo", com um bloco

<sup>44</sup> - Devemos considerar, no entanto, que esta é uma questão que limita, é claro, a sua ação, conforme veremos adiante.

<sup>45</sup> - Seguindo a terminologia de Tavares (1986) e Cardoso de Mello (1982), a industrialização permanece "restringida".

de investimentos maciço e concentrado no tempo, sendo que o Estado tem um papel fundamental na conformação da infra-estrutura e na implantação das indústrias de base.

No entanto, mesmo considerando o crescimento do setor de produção em todo o período e o papel do Estado em sua implantação dando resposta à questão da necessária centralização de capitais para atuar nestes setores, deve-se observar que ele *"não é ainda o setor dominante do processo de acumulação industrial, porque sua capacidade produtiva, nos principais ramos de bens de produção é insuficiente para atender sequer às necessidades correntes de funcionamento da economia a uma taxa de acumulação mais alta. Muito menos é capaz de manter a capacidade produtiva crescendo a um ritmo sustentado à frente da demanda final. A dinâmica do crescimento continua, pois, a depender, basicamente, do crescimento do setor de bens de consumo assalariado previamente instalado e estende-se daí para o setor de bens de produção, ambos devidamente protegidos da competição externa pelo estancamento da capacidade para importar que se manteve até o fim da Segunda Guerra mundial."* (Tavares, 1986: 104)

Na verdade, se estamos analisando países de industrialização tardia, devemos considerar que o "salto qualitativo" em questão requer capitais centralizados não apenas para a implantação de indústrias de base, mas também para a implantação de indústrias que utilizam tecnologia de ponta, que trabalham com grandes indivisibilidades e tecnologia não acessível. Para ultrapassar as barreiras tecnológicas e financeiras envolvidas na implantação dos novos setores é necessária não só a articulação com o Estado, como também com o Capital estrangeiro<sup>46</sup>.

Em síntese, podemos afirmar que:

a) As características técnico-financeiras do capital limitam o potencial interno de acumulação e diversificação da economia e, assim, a impossibilidade de resposta do sistema financeiro não envolve meramente uma questão de desajuste, perspectiva esta que pode ser apreendida no âmbito da análise do padrão de industrialização/padrão de acumulação;

b) A especificidade da estrutura de financiamento brasileira no período de transição apresenta características próprias à lógica do padrão de desenvolvimento que se conforma e, portanto, deste plano de análise que é mais

---

<sup>46</sup> - No caso dos países de industrialização atrasada, basta a articulação com o Estado, pois conforme observamos, o período considerado é aquele em que ainda não se generalizou a segunda revolução industrial.

amplo do que o indicado no item a). Estas são características constitutivas e se manterão mesmo quando a estrutura de financiamento sofre modificações com a reforma financeira do final da década de 60.

## **2.4 - O "salto qualitativo"- a mudança da estrutura de investimento sem a modificação nas estruturas de financiamento e distribuição**

### **2.4.1 - A modificação da estrutura de investimento**

A mudança da estrutura de investimento é associada à implementação do Plano de Metas e marca a passagem à etapa especificamente capitalista no Brasil, podendo-se dizer que aí se completa o processo de industrialização (relativo à II Revolução Industrial).

A idéia é que, a partir daí, o processo de acumulação está determinado endogenamente pela expansão e diversificação do setor produtivo industrial, evidenciando a configuração de uma estrutura capaz de determinar o caráter da acumulação através do estabelecimento de relações entre os setores produtores de bens de produção e bens de consumo duráveis e não-duráveis.

Cabe observar que em países de industrialização retardatária, dada a articulação entre Estado, capital privado nacional e internacional, a reprodução ampliada "interna" não pode ser analisada fora dos marcos da expansão do capitalismo internacional e da intervenção do Estado (Tavares, 1975:47). A análise do Plano de Metas e da modificação da estrutura de investimento mostra-nos esta imbricação. A partir da implementação do referido plano, o "salto qualitativo" rumo à industrialização avançada é explicado pela modificação da estrutura de investimento, via entrada de empresas multinacionais (Sociedades Anônimas), que se estabeleceram nos setores de ponta, antecipando demanda e com capital próprio.

As empresas estrangeiras preparam-se para financiar suas próprias importações e posteriormente forçam a diversificação do consumo; têm vantagens relativas devidas à obtenção, a custo ínfimo, de marcas, patentes tecnológicas, assistência técnica e marketing, bem como à possibilidade de utilizarem estas vantagens. Neste contexto, a introdução do progresso técnico é específica: existe uma concorrência capitalista assimétrica que tende a introduzir o progresso técnico em forma restringida e desigual para aumentar as margens de lucros das empresas oligopólicas. Isto é particularmente

favorável às multinacionais, que têm o controle e o domínio da tecnologia avançada.

Nesta estrutura, cabe ao Estado tanto a montagem da infraestrutura e a organização da entrada dessas empresas, quanto o papel de garantir as condições de acumulação do capital privado nacional. A modificação da estrutura de investimento se dá essencialmente pela entrada das multinacionais, sendo que o capital privado nacional continua respondendo pelos setores tradicionais, dependendo da expansão da demanda corrente. Esse capital continua ademais com grande lucratividade pois, além de não concorrer com as empresas estrangeiras que aqui se estabelecem, consegue manter as condições de baixa competitividade em seu próprio setor, que lhes dá condições de impor preços.

Na estrutura que se estabelece, as empresas estatais e as multinacionais jogam um componente autônomo do investimento em curso<sup>47</sup>, no sentido de que ambas apostam num crescimento que são capazes de garantir até certos limites, na medida em que levam à prática as suas decisões de investir<sup>48</sup>. Vale dizer que, para estes agentes econômicos, o investimento é até certo ponto autônomo e não induzido pelo comportamento da demanda corrente.

Como resultado da modificação da estrutura de investimento, a acumulação passa a ser liderada pelo setor produtor de bens de consumo duráveis, podendo-se dizer que se inicia a consolidação da estrutura econômica do padrão de desenvolvimento (Almeida Filho, 1994) no sentido de que se estabelece uma forma de acumulação especificamente capitalista. A modificação estrutural a que nos referimos acima diz respeito essencialmente à implementação de um "salto qualitativo" na estrutura de investimento que, graças a seu caráter específico, passa ao largo de qualquer mudança na estrutura de financiamento e distribuição, o que comprometerá, imediatamente a seguir, a continuidade da acumulação, que agora passa a ser liderada pelo setor de bens de consumo duráveis.

#### **2.4.2 - A não-modificação da estrutura de financiamento**

A partir da efetivação do Plano, foram criadas novas necessidades de capital de empréstimo. Com as mudanças rápidas e profundas que se

<sup>47</sup> - Isso não significa que não haja problemas de demanda efetiva e de realização dos lucros ao nível do mercado interno

<sup>48</sup> - Na verdade, no caso do Estado, esta autonomia está limitada por sua forma de financiamento.

implementam e a diversificação processada na estrutura industrial, através da implantação de setores produtores de meios de produção e de bens de consumo duráveis pesados, houve um forte rebatimento sobre o sistema de financiamento das empresas, ensejando uma substancial elevação da demanda por recursos financeiros de curto, médio e longo prazo.

Com o Plano não se verifica, no entanto, qualquer modificação substantiva no sistema financeiro. Mantem-se o largo predomínio das instituições financeiras do sistema bancário tradicional, que operava fundamentalmente no curto prazo, demonstrando pouca vontade de expandi-lo além de certo limite. Este predomínio pode ser percebido pela análise da tabela II-5, que mostra a continuidade da liderança dos empréstimos do sistema bancário sobre o total do ativo do sistema financeiro.

Outro elemento que demonstra a não-modificação da referida estrutura é o fato de que os bancos comerciais operam da mesma forma que no período anterior. Para ganhar ainda mais com a inflação, continuaram expandindo sua rede de agências, buscando depósitos não-remunerados. Com isto, o número de agências bancárias multiplicou-se extraordinariamente entre 55 e 65<sup>49</sup> e a captação bancária continuou atrelada basicamente aos depósitos à vista.

Se formos analisar a composição do passivo dos bancos comerciais (Tabela II-4), veremos que a participação dos depósitos permanece relativamente estável, com um pequeno acréscimo na participação dos depósitos à vista, a partir de 58. O interessante é que a performance do consolidado do sistema financeiro (tabela II-2) é semelhante, sendo que a captação por depósitos é dominante (acima de 40%) e permanece relativamente estável desde 56, o que demonstra o limitado leque de títulos financeiros.

Quanto às aplicações, podemos também ver que os bancos continuam funcionando aí da forma tradicionalmente advogada, ou seja, concentrando suas aplicações em empréstimos. No entanto, deve-se notar que os mesmos não apresentaram crescimento em termos de sua relação com o PIB (Tabela II-10).

<sup>49</sup> - A expansão dos serviços financeiros, no entanto não foi muito grande. Temos que os ativos financeiros do setor cresceram em média 3.6% aa entre 51 e 65, enquanto que no mesmo período, as taxas do investimento devem ter crescido de 5 a 6% aa. Queremos enfatizar que a composição dos ativos mudou, acentuadamente, em favor do curto prazo e que temos, já nesta época, a redução dos prazos dos instrumentos financeiros criados, o que corresponde a um aumento considerável da velocidade de rotação dos recursos a disposição do sistema financeiro (Tavares, 1979:146).

Tabela II-10

## Empréstimos do Sistema Bancário em Relação ao PIB

itens\anos	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959
emp/PIB	0,23	0,29	0,32	0,30	0,27	0,27	0,27	0,28	0,25
períodos	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
emp/PIB	0,26	0,28	0,28	0,26	0,24	0,21	0,21	0,23	0,23

fonte: Sochacevsky (1980: 63).

A elevada taxa de lucros do sistema bancário e a demanda crescente por recursos financeiros adicionais por parte das empresas, em condições de oferta restrita do crédito bancário, estimularam o desenvolvimento de instituições financeiras extrabancárias privadas. O comércio e a indústria começaram a articular seções de financiamento de vendas a prazo no interior das próprias empresas e a organizar Companhias de Crédito e Financiamento, além dos próprios bancos e empresários independentes que também se organizaram no sentido de formar financeiras. Estas instituições, que tiveram origem na década de 40, passaram a efetuar financiamentos de médio prazo, para atender a demanda de financiamento para a compra e venda de mercadorias, em especial de bens de consumo duráveis.

Este segmento passa a operar com prazos mais dilatados do que os bancos comerciais, a partir de recursos mobilizados principalmente via um novo título financeiro, as **letras de câmbio**<sup>50</sup>, vendidas com deságio correspondente a uma correção monetária pré-fixada. Na verdade, a instituição da operação das financeiras via aceite cambial foi um artifício usado para burlar a lei da usura contribuindo para que estas pudessem auferir grandes lucros com a efetivação destes financiamentos (Almeida, 1980).

Assim, dada a possibilidade de estenderem-se os prazos do financiamento e visto os diversos projetos industriais que intensificaram a demanda de crédito para o financiamento de vendas, com o intuito de ocupar a capacidade instalada, houve um crescimento das financeiras na segunda metade dos anos 50 e no início dos 60. No entanto, a despeito desta expansão, foi pequena a participação relativa dos empréstimos concedidos pelas financeiras em todo o período.

<sup>50</sup> - Num primeiro momento, as financeiras trabalhavam essencialmente de forma distinta, através da organização de fundos, mediante os quais eram coletados recursos e utilizados para efetuarem financiamentos mediante a aquisição de duplicatas referentes a vendas a prazo. Para maiores detalhes a este respeito e para perceber como este mecanismo burlava a lei da usura, vide Almeida (1980).

Queremos destacar que diversificação ocorrida no sistema financeiro foi extremamente limitada e que, mesmo no segmento de crédito de longo prazo, não existe modificação no arranjo institucional básico. Aqui devemos então abrir um parêntesis para analisar o BNDE, sua integração com o Plano de Metas e sua atuação imediatamente posterior, pois queremos enfatizar que também este segmento de crédito de longo prazo não sofre mudanças substantivas, apesar de ser largamente utilizado para a efetivação do Plano.

## **2.5 - O BNDE e a integração com o Plano de Metas**

### **2.5.1 - Análise das fontes e aplicações de recursos**

Se formos analisar a taxa de crescimento anual do total das fontes de recursos do BNDE (Quadro II-1), veremos que no período 52/56, a variação nos recursos à disposição do Banco sofre bruscas modificações denotando a dificuldade de se trabalhar com uma estrutura de captação fortemente dependente de recursos fiscais. Já de 57 a 61, as variações não são tão bruscas, mas podemos perceber que não é possível detectar substancial acréscimo de recursos de um ano para outro, como seria de se esperar pela vinculação do BNDE com o Plano de Metas. Na verdade, a ausência de modificações importantes em termos da captação de recursos podem ser analisadas em dois níveis; do lado da composição das captações e do lado dos montantes arrecadados.

Quanto ao primeiro nível levantado, pudemos observar, ao analisarmos a estrutura operacional do banco, que não houve mudança substantiva nas fontes de captação. Assim como no período anterior, os Recursos Próprios foram dominantes, sendo<sup>51</sup> que sua participação manteve-se sempre acima de 56% (Tabela II-6) e o FRE continuou sendo a fonte de captação mais importante. Apesar de haver uma queda relativa na sua participação, esta foi compensada pela entrada dos Recursos Vinculados. Nestes termos, se somarmos estes dois itens, veremos que os recursos fiscais continuam dominando o total da captação do BNDE.

Quanto à análise dos montantes captados (Quadro II-1), apesar da criação dos fundos vinculados e da relação do Banco com o Plano de Metas, o

---

<sup>51</sup> - Cabe observar que estamos utilizando o ano de 55 para fazer a comparação porque, nos primeiros anos de funcionamento, o BNDE apresentou uma discrepância muito grande na captação, ano a ano. Por isto, para analisar o esforço de crescimento da captação de recursos via criação dos Fundos Vinculados, consideramos equivocado comparar a média de recursos captados entre 52 e 56, com a de 57/71. Optamos por destacar o ano de 1955, em que está posto o potencial de captação via recursos próprios e aí então verificar se houve, efetivamente, uma modificação substantiva com as inovações introduzidas.

crescimento das fontes de recursos não demonstrou grandes saltos. Não denotou também grande diferenciação com 1955, ano em que 93,4% das fontes de captação são de recursos próprios (Tabela II-5).

Nos anos de 58 e 59, período em que é maior a participação dos Recursos Vinculados (23,1% e 25,9%), o total de valores captados não apresenta grande diferenciação com o ano de 55. Podemos verificar que em 58, apesar de os recursos à disposição do Banco sofrerem acréscimo, os valores arrecadados estão pouco acima dos captados em 55. Os anos de 59/60 são os únicos que apresentam um crescimento mais efetivo na captação.

A conclusão a que se chega com a análise destes dados é a de que, mesmo considerando a criação dos Fundos Vinculados, não se apresenta uma nova estrutura de captação. Sem dúvida, pudemos constatar um crescimento da captação<sup>52</sup>, o que demonstra o esforço na busca de mais recursos pela vinculação com o Plano de Metas. No entanto, como se pode observar pelos dados, o aumento de arrecadação não chega a indicar uma mudança de rumos, não só em termos de volume, como também de busca de fontes alternativas, pois os recursos de origem fiscal continuam dominantes. Com isto mantém-se a mesma problemática do período anterior, que diz respeito à dificuldade de se trabalhar com recursos que mantêm forte relação com a máquina arrecadadora do Estado, sendo que praticamente em todos os anos houve problemas na captação dos referidos fundos. Senão vejamos:

- em 56 houve atraso no recebimento dos fundos, em especial do Fundo Federal de Eletrificação;
- em 57, mais uma vez, houve atraso nos recebimentos e com isto as restituições excederam os depósitos dos recursos vinculados;
- em 59 e 61, cai significativamente a participação dos Recursos Vinculados devido em grande parte ao saldo negativo do Fundo da Marinha Mercante e do Fundo Federal de Eletrificação.

Por outro lado, os anos analisados apresentam uma nova fase em termos da aplicação de recursos. Domina aí o financiamento a indústrias básicas, fruto da integração com o Plano de Metas e o financiamento ao setor de energia elétrica, fundamental para a consolidação dos investimentos em infra-estrutura, iniciados no período anterior.

---

<sup>52</sup> - Exceção do ano de 57, em que há uma queda de 16,3%.

Tabela II-11

## Participação das Operações Aprovadas pelo BNDE em Moeda Nacional

períodos	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
ind.transf.	-	15,5	7,8	7,5	14,3	21,9	46,5	37,0	86,7	30,1
1.Metalg.	-	3,4	0,8	2,0	0,8	12,8	34,8	13,6	83,6	26,8
1.1.Sider.	-	-	-	0,9	-	7,0	33,1	3,9	83,6	25,7
1.2.m.fer.	-	3,4	0,8	-	-	5,7	1,7	9,6	-	1,1
1.3.m.div.	-	-	-	1,1	0,8	0,1	-	0,1	-	-
2.Mecân.	-	-	0,8	0,2	-	0,3	4,3	8,4	1,2	0,3
3.M.Ferr.	-	-	1,6	-	-	-	-	0,8	0,2	-
4.Autom.	-	-	3,9	-	-	2,2	1,6	10,2	-	-
5.C.Civil	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,8
6.M.Elet.	-	-	-	-	1,8	0,9	0,7	0,4	1,2	-
7.C.Papel	-	-	0,7	2,6	0,5	1,8	2,9	2,6	-	0,3
8.Quím.	-	12,1	-	2,7	10,7	3,8	0,5	6,8	-	-
9.P.Alim.	-	-	-	-	-	-	1,6	-	-	0,1
10.Outras	-	-	-	-	0,3	-	-	-	0,1	1,7

Fonte: construída a partir de relatórios do BNDE de 1952 a 1961.

Há um aumento da participação de projetos industriais no total aprovado e uma maior diversificação no financiamento industrial. As indústrias que receberam recursos preferenciais do BNDE foram a siderurgia e a metalurgia (COSIPA E USIMINAS, empresas estatais, sob a forma de participação societária), vindo a seguir a indústria química (56/61 - Cia Nacional de Alcalis), com valores bem abaixo dos reservados aos setores acima mencionados, fato explicado pela relação de complementariedade que esta apresenta com a produção de bens de consumo duráveis.

Houve um significativo decréscimo na participação do item "transportes" sobre o total financiado, sendo que o aumento dos empréstimos concedidos no ano de 59 aos empreendimentos ferroviários são uma exceção ao período<sup>53</sup>. A queda na participação deste setor é a regra, explicada pelo fato de que já haviam acabado os Investimentos em transporte ferroviário induzidos pela CMBEU e pela ênfase dada no Plano de Metas ao transporte rodoviário. De qualquer forma, os financiamentos em transporte que se efetivaram, mesmo considerando a redução em seus montantes, induziram 10% dos financiamentos à indústria, graças às suas demandas à indústria de material elétrico, de material ferroviário e de construção naval.

Nos anos iniciais de implantação do Plano foram comprometidos vultosos recursos com empréstimos de grande porte. Em 1957, dos Cr\$ 3.4

<sup>53</sup> - Na verdade, eles não são novos empreendimentos e sim suplementações feitas a empréstimos contratados anteriormente, com o intuito de garantir a conclusão dos projetos.

milhões financiados, Cr\$ 2.6 milhões foram alocados a apenas um projeto de energia elétrica vinculado à Comissão do Vale do São Francisco. No ano seguinte, verifica-se grande crescimento na participação das indústrias de transformação sobre o total de recursos. Para se ter uma idéia dos grandes montantes envolvidos, apenas duas companhias respondem por 76% dos valores aprovados: só a Usiminas fica com Cr\$ 2.9 milhões e a Centrais elétricas de Furnas, com Cr\$ 3.3 milhões.

Estes grandes projetos, por sua vez, comprometeram os financiamentos nos anos posteriores. Em 1959, o crédito concedido pelo Banco cai, em termos reais (Quadro 5) pela conjução entre o acúmulo de projetos de grande porte nestes anos e a crescente insuficiência de recursos apresentada pela captação nos anos em questão.

### Quadro II-3

#### Taxas de Crescimento anual das Operações Aprovadas pelo BNDE e Participação dos Setores Público e Privado

períodos	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961
cres.anual	-	4,37	59,07	-22,28	105,18	19,32	15,81	-38,58	0,94	17,58
% S.Púb.	100,0	89,0	82,8	73,7	93,2	76,1	79,5	65,3	91,0	83,2
% S.Priv.	-	11,0	17,2	26,3	6,8	23,9	20,5	34,7	9,0	16,8

fonte: Quadro elaborado a partir de dados de Vianna (1981).

Também em 1960, a despeito da queda real na aprovação de recursos apresentada no ano anterior, o valor aprovado praticamente não cresce, ficando bem abaixo do aprovado em 56, 57 e 58 (Quadro 3)<sup>54</sup>. Em 61, há um crescimento nos recursos aprovados (17%), só que estes são apenas suficientes para retomar os patamares de recursos de 1956. Destaca-se aí o financiamento ao item Energia elétrica que deve o domínio de sua participação, neste ano, ao crescimento dos recursos públicos para aplicação neste setor, devido à modificação na legislação do imposto único sobre energia elétrica.

No conjunto, podemos perceber que houve um redirecionamento dos setores beneficiados pelos financiamentos do banco, o que é explicado essencialmente pela vinculação com o Plano de Metas. Analisado nestes termos, podemos dizer que o BNDE consegue cumprir, nos anos considerados, o papel que lhe é determinado, o de dar resposta às demandas de financiamento vinculadas

<sup>54</sup> - As grandes empresas desse setor são estatais, daí o grande peso do Setor Público neste ano.

a grandes projetos ligados à montagem da infra-estrutura e de implementação das indústrias de base, que devem ser atendidas necessariamente com financiamentos de longo prazo. Justamente devido a esta sua característica fundamental, que determina um alto peso no financiamento à siderurgia, à metalurgia e às empresas de energia elétrica, vemos o Setor Público como principal beneficiário da ação do Banco, nos anos ora em estudo.

### **2.5.2 - Análise da operação do Banco no período considerado**

Um aspecto importante é que o período de implementação do Plano de Metas está relacionado a uma fase áurea do BNDE em que no interior desta instituição, gestam-se importantes decisões a nível da política econômica nacional. O projeto que resulta no Plano de Metas tem ampla participação do Banco e é consequência de uma importante articulação de forças em prol da industrialização. Esta articulação passa:

- pela visão modernizante do grande empresariado, que quer ter acesso às técnicas do capitalismo moderno;

- pela postura de "técnicos" com uma visão de abertura internacional (grupo do Itamarati) e que são a favor da autonomia e poder nacionais num projeto de desenvolvimento,

- por um grupo de "economistas progressistas" que têm uma visão mais global do processo e que defendem a consolidação da indústria e do capital nacional nacionais.

Pode-se dizer que é um conjunto de "forças modernizantes" contra uma ideologia reacionária consubstanciada na "visão agrária" e na perspectiva liberal que tinham se encastelado na FGV e no Banco Central<sup>55</sup>.

Assim, este é um período em que o Banco atua efetivamente como agência de desenvolvimento, justamente por congregar e expressar esta articulação de forças e por ser uma instituição que se consubstancia enquanto centro de discussões que refletem na participação direta nas decisões da política econômico/financeira, da política cambial, de crédito, de financiamentos externos, de juros.

De qualquer forma, é preciso considerar que a articulação de forças acima citadas, apesar de apresentar visões convergentes para um projeto

---

<sup>55</sup> - Esta correlação de forças é apresentada por Maria da Conceição Tavares em entrevista concedida quando da montagem do "Projeto Memória do BNDE".

de desenvolvimento, está relacionada a distintas tendências ideológicas, estando aí implícito um conflito latente. No período em questão, a negociação de projetos passava sempre pelo debate dos três grupos, com a hegemonia ideológica dos desenvolvimentistas. Este não tinham um projeto de substituição de importações, mas sim uma proposta que indica a necessidade de montagem de infraestrutura, conjugada a setores líderes, com destaque para os *linkages* "acia-atras e acia-adelante"<sup>56</sup>.

Mesmo considerando a efetiva imbricação do Banco com o Plano de Metas, não podemos dizer que o "salto" dado pela estrutura de investimento possa ter sido correspondido por uma modificação paralela na estrutura de financiamento. No que tange ao BNDE, não houve, em verdade, uma mudança substantiva em termos da estrutura operacional do banco. Tanto é verdade, que a referida vinculação com o Plano de Metas foi feita essencialmente com o redirecionamento dos recursos aprovados pelo Banco e com implementação dos Fundos Vinculados, fatos que não representam propriamente uma modificação estrutural. Isso transparece claramente na análise das operações aprovadas com a verificação de que não houve grande modificação no volume de recursos contratados; na análise das fontes de recursos, com a percepção de que os recursos fiscais continuam predominantes, o que traz consigo toda a problemática da forte vinculação com a máquina arrecadadora do Estado; na análise das condições de financiamento, com a conticuação da validade das mesmas questões levantadas na avaliação do período anterior.

Apesar de não ter havido efetivamente uma mudança estrutural importante, é interessante notar que, nestes anos, o Banco já começa a ter uma série de ações que indicam o papel que ele passará a assumir posteriormente e que diz respeito à sustentação do Capital Privado Nacional. De um lado, verifica-se um crescimento no financiamento<sup>57</sup> ao setor privado (ainda que pequeno), mesmo para projetos que não envolvem grandes magnitudes e que, por isto, poderiam ser supridos por créditos de curto prazo repactuados.

---

<sup>56</sup> - Mesmo considerando esta hegemonia, a perspectiva adotada não envolve a preocupação de um desenvolvimento amplamente pensado, tanto é que o Banco não se preocupa, de fato, com o desenvolvimento social.

<sup>57</sup> - Para efetivar a vinculação entre o Plano de Metas e o BNDE, estavam previstos quatro tipos de investimento com a sua participação (Viana, 1985): investimento financiado em moeda nacional e aval do BNDE, investimento financiado via empréstimo em moeda nacional pelo BNDE e entrada de capital de risco pela instrução 113 da SUMOC, investimento financiado via aval do BNDE para gastos externos e outras fontes para gastos em moeda nacional e por último, investimento financiado em moeda nacional pelo BNDE combinado a outras fontes de financiamento externo.

Tabela II-12

**Comparação das Taxas de Juros dos Bancos Oficiais e Privados**

itens\anos	taxas anuais				
	B. do Brasil (1)	b. comerciais (2)	BNDE (3)	IGP-DI anual	(2) - (3)
1956	6,9	15,1	9,2	24,6	5,9
1957	8,6	16,0	11,0	6,96	5,0
1958	8,4	16,1	9,5	24,3	6,6
1959	9,0	17,8	9,5	39,4	8,3
1960	9,3	19,1	9,5	30,5	9,6
1961	14,7	18,5	9,5	47,8	9,0

fonte: (1) e (2) Sochaczsky (1980), (3) Relatórios do BNDE.

obs: As taxas cobradas pelo BNDE são taxas de longo prazo e as dos bancos comerciais de curto prazo.

De outro lado, são lançadas pelo Banco novas linhas de crédito: empréstimos de curto prazo e a COFIVE - um embrião do FINAME - (Coordenação das Operações Especiais de Financiamento de Vendas), com o intuito de financiar as vendas de bens de capitais nacionais.

## 2.6 - A "inadequação" da estrutura de financiamento aos novos requerimentos da acumulação

Apesar da mudança na estrutura de investimento e a despeito dos novos requerimentos para financiamentos e aplicações, o que se verificou foi que a estrutura do sistema financeiro permaneceu basicamente inalterada. O sistema bancário comercial continuou liderando o setor, sendo que sua resposta ao aumento de demanda por empréstimo deu-se em duas frentes. De um lado, exacerbou as operações de captação de curto prazo, via mecanismo de abertura de agências e, de outro, aumentou gradualmente as taxas de juros e manteve constante os créditos oferecidos (em termos reais).

O argumento utilizado pelos bancos privados para o aumento gradual nas taxas de juros para empréstimos foi de que este seria resultante da escalada da inflação. É possível rechaçar o argumento, pois se pode verificar que as taxas pagas aos depósitos decresceram continuamente a partir de 55<sup>58</sup>, enquanto as taxas cobradas, que permaneciam estáveis até 55, crescem a partir daí (acima de 15% a.a.)<sup>59</sup>. Se adicionarmos a estes dados o fato de que cresce a participação dos depósitos à vista (não-remunerados), podemos perceber a

<sup>58</sup> - Verifica-se a queda da participação dos depósitos a prazo sobre o total do ativo (Tabela II-4) e das taxas cobradas aos empréstimos.

<sup>59</sup> - Apesar do limite máximo de 12% aa determinado pela Lei da Usura, eram cobradas taxas acima de 15% aa, uma vez que o limite era entendido como juro real. Além disto, aparecem também exigências de reciprocidades que, segundo cálculos de Sochaczsky (1980), chegavam a 20% aa.

falácia da argumentação, pois o *spread* bancário é altamente positivo, de maneira que não se pode justificar os aumentos das taxas pela ascensão da inflação (SOCHACZEVSKY, 1980:60).

A conclusão a que se chega é a de que o acréscimo das taxas de juros foi feito para garantir o crescimento das taxas de lucro. Na verdade, foi possível abrir novas agências com a garantia de ascensão da lucratividade porque os aumentos nos custos podiam posteriormente ser repassados aos preços cobrados, ou seja, à taxa de juros sobre os empréstimos.

Pode-se perceber que o sistema bancário comercial continuou operando da mesma forma que no período anterior, buscando depósitos adicionais através do crescimento do número de agências, sem criar novas formas de captação. Além do mais, ao expandir sobremaneira sua rede de agências, esgotou a possibilidade de crescimento por esta via, de forma que os empréstimos bancários permanecem estáveis em termos reais. Os bancos reagiram ao crescimento dos requerimentos de crédito movendo para cima as taxas nominais de juros dos empréstimos e encurtando os prazos das operações e continuaram, assim, trabalhando através da exploração da "linha de menor resistência". Este mecanismo, aliás, teve a capacidade de consolidar grandes lucros para o setor, mas agravou ainda mais os referidos problemas de financiamento.

Como resultado de todo este processo, a demanda de crédito, que não podia ser atendida pelo sistema bancário, dirige-se às financeiras que, como vimos, foram uma outra fonte institucionalizada existente. Em especial na fase descendente do ciclo, o estímulo às financeiras veio da restrição do poder de auto financiamento das firmas, da necessidade de reciclar as dívidas de curto prazo adquiridas no período de auge e da necessidade de se aumentarem as vendas - demandas que encontravam limitada resposta dos bancos comerciais. Mesmo levando em conta o crescimento deste segmento, ele foi relativamente modesto, sendo que o segmento das financeiras não pode ser considerado um importante mercado dentro da estrutura de crédito existente. De qualquer forma, também este segmento de médio prazo continuou operando de forma especulativa explorando a linha de menor resistência, via operação de aceites, com várias garantias e estabelecendo um forte diferencial entre a taxa paga pelos mutuários e aquela auferida pelos aquisitores das letras<sup>60</sup>.

Na verdade, a par do volume constante de créditos, a possibilidade de financiar um nível de produção que trazia consigo um crescente grau de

---

<sup>60</sup> - As taxas pagas chegara a superar em 100% as recebidas pelos compradores das letras de câmbio (Almeida, 1980)

diversificação vertical e horizontal veio da utilização de formas alternativas de financiamento: o financiamento bancado indiretamente pelo Estado, o financiamento inflacionário e o mercado paralelo.

O caráter indireto do financiamento bancado pelo Estado não chega a ser uma forma alternativa de levantar fundos, mas sim uma fonte de financiamento que não aparece quando se analisam os créditos concedidos pelo sistema financeiro. O setor público aumenta a sua participação na FBKF, em grande parte via créditos concedidos pelas agências financeiras do Estado, só que neste esquema não se pode fazer a análise de que estariam sendo retirados recursos que, de outro modo, seriam direcionados ao setor privado. Em verdade, estas linhas são transferidas indiretamente a este setor, através dos programas governamentais e mesmo dos produtos das empresas estatais (*working capital*), que são colocados no mercado a baixos preços. É o caso evidente do financiamento às indústrias de base, como os efetuados a empresas metalúrgicas, que são obrigadas a manter preços de tabela para subsidiar as empresas industriais privadas.

Outro aspecto a considerar, em termos dos recursos adicionais de financiamento, diz respeito ao acima citado financiamento inflacionário. No período imediatamente seguinte ao plano, a inflação conseguiu dar uma sobrevida à ampliação da capacidade produtiva, na medida em que garantira às empresas uma taxa de lucro artificial, em boa parte ilusória. Visto estaticamente, este mecanismo toma a forma de auto-financiamento, mas dinamicamente pode-se ver que há um *lag* entre o aumento de preços e a ascensão dos custos, o que dá espaço para que o crescimento dos preços financie a produção<sup>61</sup>. Isto resulta numa tendência de superinvestimento nos setores de mais alta rentabilidade, acabando por produzir margens crescentes de capacidade ociosa, deprimindo a taxa de lucro esperada frente a uma dada taxa de inflação. Além do mais, as grandes empresas têm possibilidades reais de *mark-ups* sobre seus custos diretos, o que tende também a acelerar a taxa de inflação, fazendo com que, paulatinamente, os reajustes de preços passem a se dar de forma quase que simultânea, dificultando a continuidade do mecanismo de financiamento inflacionário. Como se percebe, este tipo de financiamento tem uma face perversa, pois tende a aumentar o endividamento e a taxa de inflação para manter uma determinada taxa de acumulação e um limite bem claro.

Por fim, chegamos à terceira alternativa de financiamento, que surge justamente em consequência dos graves problemas de financiamento que

---

<sup>61</sup> - "Deflated series, as will be done below will then show an estimate of the availability of real financial resources in the economy for the period considered, but not the 'timings' of its use". (SOCHACZEVSKY, 1980:66)

várias empresas enfrentam quando a economia passa à fase declinante do ciclo, em condições de escassez de crédito no mercado institucionalizado e no momento em que o financiamento inflacionário vai atingindo seu limite. É o "mercado paralelo", que negociava letras diretas - duplicatas ou notas promissórias assinadas por empresas ou pessoas sem autorização legal para operar no aceite de letras e na concessão de créditos. Este aparece como uma saída para aqueles que precisam de financiamento e não encontram resposta no mercado legal, só que as taxas oferecidas, tanto as cobradas aos emprestadores, quanto as pagas aos aplicadores situavam-se bem acima às do mercado oficial (que já são bem altas), agravando a situação de endividamento das empresas.

Com isto, apresentam-se, de um lado, setores com excesso de capacidade produtiva e de renda e, de outro, problemas de financiamento e de renda corrente nos setores mais débeis. A capacidade de autofinanciamento de determinados setores, mediante elevações autônomas de preços, vê-se diminuída à medida que as reações dos demais preços aceleram-se, sendo que o setor produtor de insumos básicos, os assalariados, o gasto público, tendem particularmente a perder a sua participação relativa e a reagir, tentando recuperá-la, via um mecanismo clássico de propagação inflacionária, a espiral preço-salários.

Como resultado, temos um processo de desaceleração acompanhado de inflação, que torna a questão do financiamento cada vez mais grave. Aparecem as restrições que se impõem à capacidade de autofinanciamento e à necessidade de reciclagem das dívidas de curto prazo contraídas pelas empresas junto ao sistema bancário durante o auge e que, em muitos casos, mediante renovações sucessivas de crédito<sup>62</sup>, financiou a acumulação de capital, elevando-se a demanda por empréstimos a curto prazo.

Ao lado da demanda de crédito não atendida, é importante notar que na medida em que se aprofundava a crise, retraíam-se as oportunidades de inversão, havendo um excedente de capital que não estava indo para a produção. Esta questão diz respeito ao problema de realização deste potencial de capacidade produtiva, uma vez que o sistema não desenvolveu instrumentos adequados à valorização financeira de excedentes de capital que se avolumavam à medida que aumentava o grau de monopolização da economia e tornava-se mais complexa a estrutura da indústria. O surgimento das letras de câmbio e das letras diretas são importantes fatores, na medida em que se abrem, no sistema

---

<sup>62</sup> - Em períodos de expansão, a ampliação e renovação sucessiva das dívidas de curto prazo é possível porque, visto o rápido crescimento da produção e a crescente retenção de lucros, há a expectativa de honrar estas dívidas (Tavares, 1983:110).

financeiro, duas frentes de valorização, para os referidos excedentes. Isto, no entanto, era muito embrionário.

Portanto, quando a crise instala-se, em 62, o problema de financiamento das empresas aparece agravado, tornando-se patente, de um lado, o descompasso entre os requerimentos da nova base produtiva e da estrutura do capital e de outro, da estrutura de financiamento.

Conforme observamos anteriormente, a modificação efetiva da estrutura de investimento dá-se pela entrada das multinacionais nos setores de ponta, amparadas pelo Estado, tanto no sentido do oferecimento de facilidades, quanto pelo seu papel na formação de uma infra-estrutura mínima para a entrada destas empresas.

Nestes termos, a questão dos limites técnico-financeiros para que o processo de industrialização se complete é "superada" com a implantação dessas grandes empresas estrangeiras, organizadas na forma de sociedades anônimas, que entram no país com investimentos diretos passando portanto ao largo do sistema financeiro nacional e trazendo consigo o *know how* necessário e as unidades prontas, resolvendo-se a questão dos "limites" financeiros. Quanto ao papel do Estado na implantação da infra-estrutura e na implantação de indústrias de base, pudemos observar que sua atuação e mesmo as magnitudes de capital envolvidas já estão estabelecidas pela institucionalidade existente no período anterior, não havendo também qualquer modificação estrutural de monta. Esta aliás, a nosso ver, foi uma estratégia adotada pelos formuladores do Plano de Metas, inclusive, como forma de não angariar resistências ao Plano.

A não modificação da estrutura de financiamento, com a introdução do Plano de Metas, não é um caso menor e precisa ser considerada. Em termos dos requerimentos financeiros para o chamado "salto qualitativo", podemos perceber que não há a necessidade de modificações da estrutura de financiamento nacional, pois o salto realiza-se via recursos externos que entram como capital de risco. Por outro lado, vistas as novas demandas de financiamento que se apresentam inexoravelmente com o novo padrão de acumulação, resta questionar o por quê da não modificação da estrutura de financiamento para atendê-las. Esta questão que rebate sobre a organização institucional não pode ser analisada levando em consideração apenas a perspectiva dos requerimentos técnico financeiros dos novos capitais. Ela envolve também a especificidade da ação do Estado enquanto propositor do Plano de Metas.

Mesmo que a efetivação da nova estrutura de investimento não envolvesse a necessidade de modificação imediata da estrutura de financiamento, cabe observar que a partir daí, criam-se novas demandas financeiras. Consolida-se um novo padrão de acumulação especificamente capitalista, fundado no setor produtor de bens de consumo duráveis, que demanda modificações na estrutura de financiamento e distribuição para que haja a possibilidade de continuidade da acumulação nos novos marcos instituídos. Explicando melhor, afirmariamos que a especificidade deste novo padrão de acumulação, liderado por  $D_{II}$  requer para sua realização dinâmica uma expansão do mercado interno das novas indústrias de bens de consumo duráveis. Para isto, requer-se uma classe média com poder de compra suficientemente diferenciado e amplo a fim de que esta tenha "padrões de consumo solidários com o das classes altas para obter um ritmo de expansão dos novos setores compatível com a manutenção de uma certa taxa de acumulação" (Tavares, 1975:54).

No caso concreto brasileiro quando da modificação da estrutura de investimento, as novas indústrias foram instaladas sob forte proteção do exterior requerendo, por seus preços absolutos, consumidores com rendas muito superiores à média nacional. Não foram, no entanto, criadas condições para que a classe média assumisse o papel acima. Além do mais, as condições de financiamento do Estado mostravam-se totalmente inadequadas aos requerimentos desta nova etapa.

Como observamos, já pelas características gerais da industrialização tardia, o novo padrão de acumulação que se funda reserva um papel destacado para o Estado e, ademais, devido à articulação específica entre Estado-Capital Privado (estrangeiro e nacional), é reservada ao Setor Público uma atuação, no sentido de garantir a lucratividade dos grandes capitais e de arcar com parte das perdas nos períodos de crise, inclusive. Portanto, podemos perceber que para tal realização é necessário que o Estado tenha fontes de financiamento minimamente compatíveis com o papel que lhe cabe. Como observamos, estas fontes são extremamente restritas e sem flexibilidade, limitando sobremaneira a sua atuação.

O que se verifica é que, apesar de ter-se dado o chamado "salto qualitativo" passando-se à etapa "especificamente capitalista", não foram implementadas reformas estruturais importantes, que dizem respeito à adequação da estrutura de financiamento e distribuição e necessárias à consolidação do padrão acumulação e, portanto, do padrão de desenvolvimento em sua etapa especificamente capitalista.

O nível mais concreto de análise, que descreve o que ocorreu logo após o Plano de Metas, mostrou-nos que a estrutura de financiamento manteve-se inalterada e que, na verdade, as necessidades de crédito foram supridas por "engenharias financeiras" inflacionárias e extremamente frágeis. Estamos querendo chamar a atenção de que a estrutura de financiamento passa, agora sim, a ter problemas de adequação aos requerimentos da acumulação. É importante é observar que esta "inadequação" não se deve ao caráter inflacionário do endividamento, nem muito menos à inexistência efetiva de um sistema financeiro organizado de crédito de longo prazo ao investimento.

Aliás, com a discussão desenvolvida procuramos mostrar a forma por que esta questão foi equacionada, pois enquanto de um lado destacam-se as multinacionais, que entram como Sociedades Anônimas nos setores de ponta e com capacidade muito à frente da demanda, sendo que a perspectiva de financiamento das mesmas não cabe à estrutura de financiamento nacional; de outro lado, temos o BNDE - Banco Público - , que arca com os financiamentos das indústrias de base e com a consolidação da infra-estrutura iniciada no período anterior. Tal esquema, apesar de não ter consubstanciado uma Reforma da estrutura de financiamento, indica o caráter das políticas governamentais em prol do objetivo da industrialização e dá conta dos requerimentos necessários para o salto industrializante.

Assim, no momento da crise, o problema do financiamento não se referia à necessidade de se montar um esquema efetivo de financiamento de longo prazo ao investimento. O que se torna patente é a necessidade de adequação do sistema financeiro aos requerimentos do novo padrão de acumulação que se implementara e que impunha a criação de condições para o endividamento das famílias e do Estado, além de um esquema que permitisse a expansão do crédito de curto e médio prazos<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> - O *finance* para investimento podia ser suprido por crédito de curto prazo repactuado, visto que não estavam envolvidos enormes montantes de capital.

## CAPÍTULO 3

### A Estrutura de Financiamento do Novo Padrão de Acumulação

#### 3.1 - A organização da estrutura de financiamento do novo padrão de acumulação - A Reforma e suas propostas

Como vimos, a estrutura financeira vigente após a entrada à etapa especificamente capitalista se mostrava distorcida, restrita basicamente às operações de curto prazo do mercado monetário e não era compatível com as necessidades de expansão que o novo padrão de acumulação demandava. O desequilíbrio que se apresenta entre oferta e demanda - manifestação do desarranjo estrutural - interrompe o dinamismo imposto pelas modificações implementadas no Plano de Metas. A expansão e sustentação do crescimento exigiam modificações estruturais, relacionadas a que o Sistema Financeiro desenvolvesse novas formas de criação de crédito e intermediação financeiras que estivessem articulados à também necessária modificação da estrutura de distribuição<sup>1</sup>.

Entre 64/67, são implementadas reformas que reestruturam o sistema monetário, creditício, tributário e financeiro, que acabam de delinear os traços que faltavam ao padrão de acumulação descrito acima, dando as condições para um rápido processo de crescimento. Neste sentido, consideramos que após este momento é que se completa a industrialização, estando a estrutura econômica plenamente delineada. Dizemos, assim, que as reformas indicam processo de conformação definitiva<sup>2</sup> do padrão de desenvolvimento.

---

<sup>1</sup> - De acordo com Almeida Filho (1994), em termos da crise de que estamos tratando e da necessidade de modificação da estrutura de distribuição, tratava-se de viabilizar a incorporação de extratos da população ao mercado de bens de consumo duráveis, o que podia ser feito de várias formas. A distribuição da renda pessoal era uma delas e outra era o aumento do poder de compra de extratos da classe média, via crédito. A primeira das opções não é viável, via ação de governo, haja vista a composição de forças delicada e contraditória sob a qual repousava o compromisso populista. Não era também viável pela via de pressões sindicais, pois esta dependia obviamente da organização e poder dos sindicatos, que claramente não se apresentavam no momento. A opção viável é justamente aquela que envolve a modificação da estrutura de financiamento, com vistas a possibilitar o acesso das "famílias" aos bens de consumo duráveis.

<sup>2</sup> - Com esta qualificação não estamos considerando que a partir daí não haja modificações nas estruturas de financiamento, investimento e distribuição. Observamos, no entanto que estas mudanças, quando ocorrem, são de caráter conjuntural e não estrutural.

Para nós, a análise destas reformas não pode desconsiderar duas questões fundamentais. A primeira, é a de que estas foram realizadas a partir de um plano de estabilização que destacava a inflação como uma das principais causas da desaceleração ocorrida<sup>3</sup>. A segunda, é que a tônica que preside estas reformas é a do financiamento do desenvolvimento.

Na verdade para entendermos tanto a lógica da proposta da Reforma, quanto seu resultado, é preciso retomar o diagnóstico feito sobre as condições de financiamento da época.

A idéia fundamental, que preside a análise dos propositores da Reforma, era a de que o financiamento ao desenvolvimento estava obestado por desajustes da estrutura de financiamento. Para eles, havia uma obstrução dos canais de ligação entre "agentes superavitários" e "agentes deficitários" e por isto, deveriam ser tomadas providências no sentido de limpar estas vias. Supunha-se que existiam "poupadores" e "investidores" dispostos a recorrer ao mercado, posto que havia alguma "poupança" que estava sendo deslocada para imóveis, dólar e outras formas de aplicação. Estes agentes não optavam por uma aplicação no mercado financeiro, pela ausência de canais adequados e por causa da inflação, a grande "desvirtuadora" do sistema.

Seguindo esta argumentação, os desajustes a serem sanados tinham a ver com a inflação, que impossibilitava a elaboração de contratos com prazos mais alongados e com uma organização equivocada do sistema financeiro. A idéia era a de que este sistema apresentava um "ries estatizante", além de disfunções resultantes da ordem inflacionária, que dificultava os canais de intermediação e levava à cobrança de altas taxas de juros desestimuladoras do investimento. O resultado deste quadro era a virtual paralisação dos investimentos privados em vários setores ou sua substituição pelo "ineficiente" investimento público (nas indústrias de base), graças à concentração do financiamento ao investimento em Bancos públicos. Na medida em que estas questões são considerados meros desajustes, era possível sanear o sistema atacando as causas levantadas. De um lado, estava o ataque à inflação e à sua influência dentro do sistema financeiro, enquanto que do outro lado, considerava-se necessário reorganizar o sistema para que este pudesse

---

<sup>3</sup> - Estas reformas compreendem o período do PAEG, Plano decenal e PED. Em termos da reforma da estrutura de financiamento, os diagnósticos e propostas mais importantes por nós aqui considerados são levantados a partir de 3 estudos elaborados ao longo da gestão Campos e Bulhões: i) Mario Henrique Simonsen, o Mercado Brasileiro de Capitais, 1965; ii) EPEA, Diagnóstico Preliminar para o Plano Decenal de 1966; iii) Texto definitivo do Plano Decenal. Na verdade, a indicação de que os diagnósticos deviam ser buscados nestas fontes é feita por Almeida (1980).

"financiar o desenvolvimento" e retirar o peso do Estado qua pairava sobre o setor.

### **3.1.1- A proposta de reforma do sistema / cópia da estrutura de financiamento norte-americana**

Como o diagnóstico da necessidade de reforma no Sistema Financeiro destacava desajustes a serem sanados, buscou-se uma estruturação mais "eficiente", capaz de promover o "desenvolvimento". A partir daí, partiu-se para uma proposta de reestruturação balisada no Sistema Financeiro Norte-Americano.

Como vimos no primeiro capítulo, a estrutura de financiamento dos Estados Unidos apresentava algumas características peculiares. Dentre estas as que determinavam a conformação essencial eram a segmentação, a alta regulação exercida por um Banco Central forte, a clara separação entre o mercado de crédito e de capitais, numa conformação em que o *finance* ao investimento é feito essencialmente via crédito privado, articulado a um esquema de *funding* via mercado de capitais.

Segundo os formuladores da proposta de Reforma, a estrutura acima apresentava a modernidade e o dinamismo desejados e se moldava justamente às modificações consideradas necessárias e por isto mesmo, a reformulação do sistema financeiro foi feita com o objetivo de incorporar as características acima, ainda que preservando a presença no mercado das instituições financeiras que já existiam.

Dentro da ótica da busca da eficiência e do espelho do caso americano, buscava-se instituir uma autoridade monetária indepentente e, para tanto, criou-se o Banco Central para gerir a política monetária e fiscalizar as instituições financeiras. Com isto, seguindo a visão do diagnóstico apresentado acima, procurava-se sanar os problemas de clientelismo e favorecimentos indevidos resultantes da estrutura "estatizante" que vigorara até então. O orçamento monetário, nestes moldes, deveria cumprir, exclusivamente, objetivos de política monetária, sendo aí definidas as metas dos agregados monetários<sup>4</sup> e do crédito. Estas metas, por outro lado, seriam estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão normativo máximo do sistema, também criado à época.

---

<sup>4</sup> - Base monetária e meio de pagamento ( $M_1$ )

A justificativa para a estrutura segmentada passava por uma longa argumentação. Considerava-se que o sistema vigente à época era muito ineficiente, ficando patente a "má remuneração às poupanças" resultante do processo inflacionário e o custo do dinheiro excessivamente alto<sup>5</sup>, que desestimulava os investimentos. Acreditava-se que esta última característica fosse resultado de uma competição branda entre as instituições financeiras e que a resolução do problema passaria por uma organização institucional que promovesse uma maior competição e maior eficiência na intermediação. A compartimentalização seria a solução, pois a idéia era a de que ela incentivaria a competição entre os intermediários financeiros, que seriam obrigados a buscar os clientes potenciais, concorrendo com os diversos segmentos do mercado, oferecendo, portanto, uma melhor remuneração e cobrando taxas menores para seus financiamentos.

Pelos motivos alegados, não se pretendia fazer uma reformulação que entronizasse a atuação dos bancos comerciais, pois se acreditava que dificilmente eles poderiam reduzir seus custos e assegurar taxas de juros mais baixas para os empréstimos, de forma que estes foram deixados em segundo plano na proposta elaborada. Dentro do esquema de segmentação, caberia aos bancos comerciais, apenas o financiamento do capital de giro das empresas, com base essencialmente em depósitos à vista, sendo que a correção monetária não seria permitida neste segmento e a pré-fixação não tolerada.

Os bancos de investimento atenderiam a demanda de recursos a longo prazo, lastreados em depósitos a prazo com correção monetária e recursos externos. Esperava-se que estes se estabelecessem como instituições grandes e poderosas, cabendo a eles o crédito a longo prazo. Seriam figuras representativas da "nova ordem econômica", sendo esperada a associação dos mesmos com grupos financeiros internacionais, além de lhes caber a promoção da capitalização da empresa privada nacional, via atuação no mercado de capitais, que seria incentivado. Nesta configuração, caberia ao setor privado a responsabilidade pelo crédito a longo prazo, sendo esta uma questão fundamental, pois com isto se incentivariam os investimentos privados, coibindo a escalada do "estatismo". Por isto mesmo, o BNDES é visto com maus olhos, ficando praticamente de fora da Reforma.

Seguindo a estrutura de financiamento já existente e as demandas de crédito claramente não atendidas, a organização da segmentação do sistema

---

<sup>5</sup> - Estes dois elementos eram levantados tanto para os bancos comerciais, quanto para as financeiras.

segue com a estruturação do mercado de crédito de médio prazo com as financeiras, que deveriam suprir estes recursos, via lançamento de letras de câmbio.

Organiza-se ainda um sub-sistema à parte para o crédito imobiliário. Neste, o Banco Nacional da Habitação (BNH), instituição oficial criada à época, deveria estimular o setor de construção civil e garantir a operação das agências privadas que concederiam este tipo de crédito. Para viabilizar o funcionamento do sistema, foi criado o FGTS, uma poupança compulsória que seria gerida pelo referido banco. Através desta gestão, o BNH funcionaria como se fosse um Banco Central deste subsistema<sup>6</sup> que comportava agentes financeiros como as Caixas econômicas, as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Associações de Poupança e Empréstimo.

Quanto ao mercado de capitais, o diagnóstico também levantava meros desajustes e detectava a existência de "poupadores" que poderiam ser atraídos, não o fazendo por causa das excessivas flutuações da bolsa e da disfunção causada pela inflação. Buscava-se assim, fazer uma mudança institucional no sentido de melhorar os canais de informação e organizar a estrutura de distribuição, além de serem criados incentivos<sup>7</sup> para atrair as "poupanças".

Devemos observar que apesar de o diagnóstico levantado ser o do desajuste do sistema, com a Reforma não se esperava conseguir internamente todo o montante de recursos necessário ao "financiamento do desenvolvimento". Conforme observamos, a própria lógica de implantação de bancos de investimento privados e fortes tinha por detrás a idéia de bancos estrangeiros associados. Com isto, queremos enfatizar que a proposta de Reforma do sistema considera também a abertura de canais para a entrada de recursos externos.

Em verdade, o objetivo era o de criar condições para dar suporte ao desenvolvimento econômico sustentado na cooperação entre Estado, Capital privado internacional e nacional. O intuito era o de aproximar a intermediação financeira doméstica e a internacional que serviria também para baixar o custo financeiro doméstico, pois a entrada de recursos externos deveria, via

---

<sup>6</sup> - A captação deste subsistema era feita com base no FGTS, em letras imobiliárias e em cadernetas de poupança, estas instituídas a partir de 1968.

<sup>7</sup> - Segundo Almeida (1980), dentre estes incentivos podemos citar : i) Estímulos fiscais e taxaço mais branda para ações; ii) criação da debênture com correção monetária, conversível em ação; iii) quebra do monopólio dos corretores públicos, com a criação das sociedades corretoras; iv) proposição de abertura da empresa familiar; v) incentivo à formação de fundos de investimentos voluntários e fiscais.

concorrência, pressionar os intermediários financeiros nacionais, obrigando-os a reduzir as taxas de juros .

Nestes termos, foi concebido a nível do Brasil, um esquema que propiciou a entrada de recursos financeiros externos no período, assentado basicamente em dois mecanismos. De um lado, estava a política de minidesvalorizações, implementada a partir de agosto de 1968 e de outro, dispositivos que regulavam a entrada de capital de empréstimo. Quanto a estes dispositivos, cabe destaque à resolução 63 do Banco Central de 1967, que faz com que o setor financeiro privado passe a ter a possibilidade de financiar as suas aplicações domésticas em moeda estrangeira, sendo-lhe permitido, a partir daí, captar recursos externos. Estava assim ampliado o vínculo com o mercado internacional de capitais, que já havia sido aberto desde 1962, com a lei 4131. Entretanto, através desta lei, só tinham acesso ao mercado internacional aquelas empresas que tinham expressão internacional, como as multinacionais, enquanto que a resolução 63 contornava este problema e permitia a entrada de recursos externos de forma mais flexível, possibilitando a concorrência com os intermediários financeiros nacionais.

### **3.1.2 - O ataque à influência inflacionária dentro do sistema financeiro**

A reforma foi implementada num contexto de busca da estabilização, uma vez que se detectava a inflação como o grande problema a ser combatido. Como já nos referimos, esta era vista como a grande causadora do "atraso" do sistema financeiro.

Como se acreditava que as iniciativas de estabilização dessem conta do combate à inflação, o eixo fundamental a ser atacado dentro do sistema financeiro era o deságio, ou seja, a correção monetária pré-fixada, por se acreditar que estava aí embutida uma expectativa de aceleração de preços, sendo que isto resultava num movimento de aceleração inflacionária. Pretendia-se substituir o deságio pela correção pós-fixada, pois esta seria uma "correção neutra" a ser utilizada apenas temporariamente.

Assim, a correção monetária é criada com uma visão explícita de transição entre uma ordem inflacionária e outra ordem que buscava a estabilidade de preços. Os formuladores do Plano acreditavam que, mesmo que se estabilizassem por completo os preços, os detentores de capital continuariam formulando o seu raciocínio económico em termos de um risco de inflação

futura. Ou seja, não seria possível impedir que estes continuassem a reagir à "maneira antiga" e desta forma se estava, de fato, propondo uma troca, o deságio pela correção monetária.

A crença era a de que, a longo prazo, a estabilidade de preços seria positiva para o mercado de crédito e de capitais, mas que a curto prazo, ia retirar a flexibilidade de "captar poupança" pela via inflacionária. As principais sugestões que se apresentaram, visavam precisamente a "neutralização" imediata dos efeitos das expectativas inflacionárias sobre o mercado de capitais, o que se daria com o fim do deságio e com a introdução da correção monetária (neutra). Esta iria cobrir o "período de transição", além de contornar os efeitos negativos da lei da usura.

A introdução da pós-fixação visava às operações financeiras com prazos acima de 1 ano e seria feita pela colocação de títulos que, graças à cláusula de correção a posteriori, têm garantida uma remuneração de juros, mais uma correção, realizada automaticamente, a partir de um índice que busca garantir uma remuneração real. É importante perceber que esta remuneração independe da demanda por crédito e de sua temporalidade e que, neste caso, não é observado um espectro de taxas de juros crescentes com o prazo e o risco do ativo (ou passivo) financeiro.

O critério da correção a posteriori foi estabelecido com a criação das ORTNs; títulos do Governo de 2 e 5 anos que tinham seu valor corrigido mensalmente. A referência da correção era o IGP<sup>8</sup> e a correção pós-fixada, com base no índice de inflação ficou conhecida como correção monetária<sup>9</sup>, sendo que isto tornou viável a regularização das operações de títulos da dívida pública<sup>10</sup>. É então o lançamento de títulos com cláusula de correção pós-fixada marca, então, o início da colocação de contratos indexados

---

<sup>8</sup> - Devemos observar que isto não era determinado por lei, e sim por uma portaria. Além do mais, devemos destacar que na verdade as ORTNs, quando de seu lançamento, carregavam uma dupla indexação: poderiam ser corrigidas pelo IGP ou pelo câmbio.

<sup>9</sup> - A intuição da correção monetária está vinculada também a reformas de determinam a melhoria do sistema fiscal. Esta visava à ampliação do sistema de incentivos, a eliminação de tributos sem funcionalidade, a correção monetária dos débitos fiscais em atraso, a progressiva eliminação dos tributos sobre lucros ilusórios, a substituição do antigo Imposto de Vendas e Consignações pelo ICM, incidente sobre valores adicionados.

<sup>10</sup> - Para incentivar a aceitação das ORTNs foram estipulados alguns favorecimentos como o de que, na sua instituição, parcela do montante subscrito poder ser abatido da renda bruta, para efeito do imposto de renda ou o de não incidir desconto sobre o seu rendimento.

## **3.2 - A efetiva configuração da estrutura de financiamento - os descaminhos da reforma**

A verificação de que de fato não se estabeleceu a estrutura proposta na Reforma, não pode deixar de considerar o diagnóstico que fora feito sobre o sistema financeiro nacional e as propostas de modificação. Assim, iremos analisar os descaminhos<sup>11</sup> da reforma em duas frentes. A primeira delas diz respeito à crítica do próprio diagnóstico que leva à percepção da impossibilidade de se alcançarem os resultados pretendidos. A segunda frente refere-se ao resultado final a que se chega. O destaque é para o fato de que este resultado está ligado à questão acima, como também a aspectos vinculados à especificidade da relação existente entre Estado e Capital privado. Estes aspectos dizem respeito, por exemplo, às pressões apresentadas que inviabilizaram, desde logo, a própria implementação da proposta, no que ela tinha de viável.

### **3.2.1) A impossibilidade de efetivação da proposta/ A crítica ao diagnóstico**

Quanto à primeira disjuntiva, observamos que, à época, os propositores da Reforma consideram "inadequado" que o Sistema Financeiro Nacional e que esta inadequação se devia a desajustes do sistema, dentre os quais se destacava a inflação, o viés estatizante e problemas relacionados a dificuldades na intermediação. Como vimos, a proposta de reforma é uma tentativa de "sanar" estes desajustes e com isto articular um sistema financeiro avançado, capaz de "financiar o desenvolvimento". A idéia de que os limites internos ao financiamento se devessem meramente a desajustes leva a que se tente copiar/importar a estrutura de financiamento norte-americana.

Dando prosseguimento às discussões já desenvolvidas, especialmente às do capítulo I, podemos afirmar que o financiamento de investimentos que exigem enormes magnitudes de capital e envolvem grandes indivisibilidades não são respondidos pelo sistema financeiro do país a partir de capitais nacionais, não por uma questão de desajuste, mas sim de impossibilidade. A modificação da estrutura de investimento que determinou a consolidação de um novo padrão de acumulação não alterou, em verdade, esta questão. De acordo com argumentação já desenvolvida, os limites tecnológico/financeiros foram ultrapassados com a entrada das multinacionais apoiadas pela ação do Estado e,

---

<sup>11</sup> - Termo utilizado por Almeida (1984).

justamente por isto, permaneceu a questão da impossibilidade de, naquele momento, o sistema financeiro nacional efetivar o tipo de financiamento citado. Por outro lado, a partir da implementação do novo padrão de acumulação se denota a necessidade de ajustar o sistema financeiro a esta nova realidade, tarefa esta capaz de ser implementada com modificações institucionais, desde que se tenha clareza de que permanece a desproporção entre o capital privado nacional e os novos requerimentos da acumulação.

A não percepção destas questões leva à proposta de se copiar a estrutura de um sistema financeiro avançado, como se esta fosse a solução para os problemas do "financiamento do desenvolvimento". A análise do equívoco no diagnóstico e na solução indicada já é suficiente para mostrar que os resultados pretendidos eram inviáveis de serem alcançados com as modificações propostas.

Na medida em que se detecta a inflação como uma grande "disfunção" do sistema, que impossibilitaria a articulação de esquemas privados de financiamento ao investimento e de títulos financeiros de longo prazo, iremos iniciar a crítica à proposta questionando a perspectiva da utilização da correção monetária como uma indexação neutra, capaz de viabilizar contratos financeiros com prazos mais alongados<sup>12</sup>.

A crítica ao argumento parte, em primeiro lugar, da própria lógica de causalidade adotada no argumento, que depende de que a inflação decaia, caso contrário, a correção pré-fixada seria até melhor. Daí já podemos também deduzir a segunda crítica, que diz respeito à "passividade" da correção monetária. O questionamento da neutralidade do instrumento parte da existência de um poder diferenciado dos capitais que se nutrem com a inflação, poder não neutralizado por decreto. Na verdade, a possibilidade de repasse da correção a todos os agentes não é absolutamente verdadeira, tanto porque as temporalidades da correção seriam distintas, quanto por que não é possível calcular a priori os preços futuros e imaginar que todos teriam repassada a correção monetária do período.

Com a utilização da correção pós-fixada nos contratos de dívida, não é possível saber o valor a ser coberto, assim como não é possível saber se os compromissos poderão ser cumpridos. O risco de crédito permanece e a correção pós-fixada não é capaz de sanar a complexidade de se trabalhar com o

---

<sup>12</sup> - Não iremos analisar agora o que efetivamente acabou ocorrendo, mas sim criticar a própria lógica do mecanismo pensado.

longo prazo numa estrutura inflacionária, pois "sempre persiste o risco de variações acumuladas ao índice de correção não acompanhada de variação correspondente nos preços ou renda do devedor, o qual no entanto não tem com fugir à valorização da dívida, se está preso a um contrato de longo prazo"(Almeida, 1984a, pg 52).

Queremos evidenciar que a correção monetária não é a solução nem para superar o problema da inflação na estrutura de financiamento, nem para resolver os problemas de contratos de longo prazo. Sem dúvida, ela é um mecanismo interessante para garantir a manutenção do valor nominal nos contratos dos aplicadores, mas mesmo este mecanismo não é neutro, pois é lógico que nem todos os detentores de riqueza aplicam nos mesmos ativos e que todos os ativos não têm, de forma alguma, a mesma correção (se a têm). Não só a correção não é neutra, como também só seria aceita se não houvesse outra alternativa, o que também não se verifica, como veremos adiante. Esta crítica é importante para a compreensão do questionamento mais geral da proposta, pois as condições de estabilidade são um dos elementos fundamentais na estruturação do sistema financeiro Norte-americano vigente até a década de 60, justamente a estrutura financeira que se buscava copiar.

Isto posto, podemos partir para outra crítica à proposta de Reforma referente à implementação de uma estrutura segmentada, que tem a frente os bancos de investimento, como forma de resolver a questão do "financiamento ao desenvolvimento".

Como já salientamos, os propositores da reforma defendem a cópia da estrutura segmentada norte americana visando acabar com um dos desajustes levantados, a baixa competitividade dos bancos comerciais. Esta é uma argumentação singular, pois nos Estados Unidos a adoção desta estrutura foi utilizada justamente pelo motivo oposto (capítulo I).

Mesmo nos EUA, num primeiro momento, a segmentação e o maior controle por parte do FED apresentaram resultados porque os próprios bancos e os investidores apresentavam posições mais cautelosas, buscando estruturas financeiras mais cobertas (*hedge*). Quando começam as inovações financeiras da década de 60, a estrutura segmentada não mais respondia pelos anseios pretendidos, sendo que o Banco Central americano vai perdendo, paulatinamente, a capacidade de controlar o sistema.

Estamos querendo salientar que, em primeiro lugar, a segmentação foi utilizada nos Estados Unidos com outro propósito e, em segundo lugar, que

a proposta de segmentação em si mesma, não leva ao resultado pretendido de controle do sistema e, portanto, das taxas de juros cobradas. Na verdade, a organização institucional de uma estrutura de financiamento é resultado das condições de estabilidade vigentes e também de pressões que os agentes envolvidos são capazes de impor, o que está relacionado à relação PÚBLICO/PRIVADO. Desconsiderar o fato de que os bancos comerciais brasileiros dominavam o setor e que tinham capacidade de impor preços porque são concentrados, não é uma questão menor, sobretudo porque sua forma básica de atuação não foi efetivamente alterada.

Além do mais, a concepção da proposta não deve ser criticada apenas pela pretensão de que a segmentação resolveria o problema da determinação das taxas, mas também porque ela vinha articulada à idéia de que seria possível montar um segmento que dominaria o setor e daria conta da questão do financiamento ao investimento, além de se articular no país um sistema financeiro nos moldes dos países avançados.

Conforme mencionamos, um dos pontos cruciais da Reforma é a adoção de Bancos de Investimento privados e de um mercado de capitais dinâmico. Pretende-se que estes bancos estejam à frente do Sistema Financeiro, capitaneando o financiamento do investimento. Para possibilitar a viabilização desta função, estavam articulados dois mecanismos; de um lado, a associação com bancos estrangeiros, com a entrada de capital externo para compor a captação e de outro, a atuação direta dos referidos Bancos no mercado de capitais "moderno", abrindo o capital de empresas privadas.

Através da proposta, aliás bastante confusa, os idealizadores da Reforma pretendiam articular os Bancos de Investimento ao capital estrangeiro. A idéia era a de que assim se poderia ofertar grandes montantes de capital, às empresas privadas nacionais com o intuito de que estas pudessem crescer e se equiparar ao porte das empresas estatais e estrangeiras. Aliás, esta proposta de configuração só teria sentido se estes montantes fossem direcionados a empresas nacionais, posto que as multinacionais são Sociedades Anônimas que entram com investimentos diretos e com a questão do financiamento a estes investimentos já previamente estabelecidas em seus mercados de origem.

No entanto, as empresas nacionais eram essencialmente familiares e estavam nos ramos tradicionais, sendo que os investimentos nos setores de ponta exigem um processo de centralização de capitais. Como vimos, empresas privadas individuais não entram nestes ramos, mesmo se houvesse *finance*

disponível, pois preferem aplicar capital em inversões de baixo risco. Na verdade, a própria perspectiva de oferecimento de *finance* não se efetivaria, pois conforme vimos no capítulo I, os bancos não emprestam grandes montantes de capital a empresas individuais, a não ser que haja a articulação efetiva com algum mecanismo que lhes possibilite uma maior flexibilização no recebimento do débito em questão. Isto sem sequer considerar a questão tecnológica, que é, por si só, uma barreira à entrada essencial e definidora.

Esta questão nos leva, então, a analisar a possibilidade de existência do mecanismo de *funding*<sup>13</sup>, via mercado de capitais, tal como apresentado pela Reforma, o que nos traz de volta a análise da viabilidade de articular, à época, um mercado de capitais dinâmico no país.

Como observamos, a pretensão dos propositores da reforma era a de que, uma vez sanado o problema da inflação e equacionada a questão da organização do mercado de capitais através das reformas propostas, seria possível tanto atrair as "poupanças" existentes, que estariam dispersas, quanto incentivar a "criação de poupança adicional". A idéia é a de que os incentivos ao mercado de capitais poderiam convencer os potenciais poupadores a reduzir o seu consumo pessoal tendo em vista a aplicação rentável que se apresentaria com a movimentação financeira no mercado de capitais. Por outro lado, a idéia era incentivar a abertura de capital das empresas nacionais para que elas pudessem crescer e se transformar em grandes empresas, nos moldes das multinacionais e das empresas estatais.

Ora, aqui estão condensados vários equívocos que partem do próprio diagnóstico. Conforme já levantamos, o mercado de capitais não se desenvolvera até então, não por problemas de "desajuste", mas sim de incompatibilidade com a própria lógica de acumulação do período anterior. Dentro da fase de conformação do padrão de desenvolvimento, que corresponde ao período de transição ao modo de produção especificamente capitalista, verifica-se, de fato, um baixo aprofundamento das ligações do setor financeiro com o produtivo. Em verdade, esta é uma característica própria de economias capitalistas retardatárias que ainda não completaram seu processo de industrialização, tendo apenas internalizado indústrias em ramos produtivos que não envolvem grandes montantes de capital nem grandes indivisibilidades.

---

<sup>13</sup> - De acordo com a proposta, a captação se daria via depósitos a prazo com correção monetária. Mesmo que este mecanismo funcionasse e implicasse num alargamento de prazos de captação, equilibrando mais a temporalidade do ativo e do passivo do banco, permanece a questão da necessidade de algum mecanismo que possibilite uma maior flexibilização no levantamento de *cash* por parte das empresas. Como vimos, dados o longo prazo de maturação dos investimentos de grande porte e os montantes envolvidos, é necessário que haja mecanismos de consolidação financeira.

Aí o financiamento pode ser feito essencialmente com capital próprio ou com dívida de curto prazo repactuada, desde que haja uma rede bancária razoavelmente desenvolvida. Não há por que haver, necessariamente, o aprofundamento das relações acima.

Quanto à possibilidade da dinamização deste mercado após o Plano de Metas, cabe observar que o "salto industrializante" se deu no momento histórico em que já vigora o capitalismo monopolista, em que as empresas já nascem grandes nos setores relacionados à tecnologia da II Revolução industrial. Elas são essencialmente Sociedades Anônimas, estando o financiamento articulado a grandes bancos capazes de avançar as enormes magnitudes requeridas.

Assim, no caso da proposta de Reforma, cabiam algumas perguntas:

- Que empresas seriam financiadas pelo Banco de Investimento e iriam abrir o seu capital?

-Seria a média e a grande empresa privada nacional que estivesse em expansão<sup>14</sup> ?

- Mas por que estas empresas tomariam este rumo, se elas se concentram essencialmente nos setores tradicionais e podem, nos períodos de crescimento, se autofinanciar ou mesmo conseguir financiamentos de curto prazo repactuados?

Esta última perspectiva só seria possível se a abertura de capital fosse mais interessante que esta outra forma de financiamento. Mesmo assim, esta abertura não seria uma condição necessária à efetivação da decisão de investir, pois que estas empresas atuam em setores que não envolvem grandes indivisibilidades e em que o *finance* não envolve enormes montante. Além do mais, a sua própria forma de concorrência, em mercados protegidos, não é a forma de concorrência avançada que envolve o mercado de capitais como locus fundamental<sup>15</sup> .

- Mas será que estas empresas entrariam em novos ramos que envolvem grandes plantas?

---

<sup>14</sup> - Estamos levando em consideração que bancos privados efetuam financiamento ao investimento em períodos de expansão, assim como as empresas também decidem aumentar a capacidade produtiva, desde que tenham expectativas positivas quanto ao futuro.

<sup>15</sup> - Conforme já vimos, o seu papel é essencial como mecanismo de *funding*, quando o financiamento externo à firma é imprescindível, e é necessário o alargamento de prazos para a sua efetivação.

Mesmo que estas empresas abrissem seu capital, não estariam entrando nem nos setores liderados pelo capital privado internacional, nem nos setores dominados pelas empresas estatais. No primeiro caso, há que se considerar que estes ramos envolvem empresas multinacionais já estabelecidas, articuladas a grandes conglomerados, num processo em que há um agravamento da concorrência intercapitalista pela luta que se trava entre grandes blocos de capital. O processo de monopolização é determinado por esse enfrentamento dinâmico que não pode ser encarado por empresas nacionais familiares ou que se abram no mercado de capitais nacional. No segundo caso, as empresas nacionais não tinham interesse, pois estes setores não auferiam grande lucratividade, e por seu porte implicavam em grandes riscos. Na verdade, a abertura de capital não envolveria a entrada em setores que exigissem empresas de grande porte.

É claro que a hipótese acima depende ademais de que haja um montante de capital concentrado e capaz de atuar em bloco no mercado de capitais. Quanto a esta questão, contrariamente ao que pensam os propositores da Reforma, não se forma um mercado de capitais a partir da busca de poupanças livres e pessoais. Nos mercados de capitais avançados como o americano, estas deram *"quando muito, um sistema de poupança-ligada, tipo sistema financeiro da habitação, tipo aplicação para seguro de saúde, seguro de vida"* (Maria da Conceição Tavares em entrevista citada por Almeida, 1984a:37). De forma que *"(...) a poupança pessoal agregada é uma parcela insignificante da conta de financiamento da formação de capital"* (idem: 38).

Mesmo considerando que a premissa de que partem os propositores da Reforma é equivocada, é interessante que se levante os possíveis "poupadores", uma vez que dado o "salto qualitativo", a questão não envolve mais o "volume de poupança". De acordo com o que apresentamos no capítulo I, o investimento gera uma poupança de igual magnitude, sendo a poupança agregada um sub-produto do processo de criação de riqueza determinado pelo investimento. Na verdade, as decisões individuais de alocação de poupança afetam a distribuição da riqueza na forma financeira e não o volume da riqueza. Quando se vai tratar do mercado de capitais, depois da consolidação de um padrão de acumulação especificamente capitalista, o que se deveria apreender é a possibilidade de acomodar os interesses de aplicadores e investidores. Isto é, dever-se-ia perceber a capacidade de atrair as poupanças geradas a partir de investimentos efetuados internamente, pois visto o peso das multinacionais na articulação da estrutura de investimento (e mesmo da importação de equipamentos), parte das poupanças dinamicamente geradas não permanecem no país. Há que se perceber que os grandes blocos de capitais

privados existentes só poderiam ser aqueles articulados a multinacionais que aplicam seus recursos em função de uma estratégia global do bloco de capitais a que pertencem. Resta saber por que iriam elas aplicar no incipiente e pretensamente nascente mercado de capitais brasileiro. É claro que só o fariam se a possibilidade de especulação fosse muito grande e não porque precisassem estar articulados ao mercado de capitais nacional por força da concorrência intercapitalista.

Conforme podemos perceber, a forma pensada pelos propositores da Reforma no sentido de se dinamizar o mercado de capitais via poupanças livres e pessoais, possibilitando o crescimento da empresa privada nacional em pé de igualdade com as empresas multinacionais e estatais, não teria possibilidade de se efetivar. Mesmo a articulação entre grandes empresas nacionais abrindo capital e as multinacionais, como um importante segmento no mercado comprador de ações<sup>16</sup>, não dinamizaria o mercado nos moldes pensados. Na verdade, a existência de canais de consolidação financeira, via mercado de capitais é uma das formas institucionais possíveis de reduzir o risco de instabilidade financeira, estando seu dinamismo em consonância com um determinado tipo de concorrência intercapitalista que claramente não é aquele enfrentado pelas empresas privadas nacionais à época. Por isto mesmo, a incipiência do mercado de capitais também não é uma mera questão de desajuste que possa ser sanada por decreto.

Cabe ainda observar que as próprias grandes e médias empresas privadas nacionais não estão demandando à época este mecanismo de consolidação. A maioria se estrutura como empresa familiar e pouco interesse tem de recorrer ao mercado acionário<sup>17</sup> sendo que o problema à época não envolve o financiamento ao investimento, mas sim a reciclagem de dívidas contraídas. Nos períodos de crescimento estas empresas podem se endividar via repactuação de dívidas de curto prazo e não pretendem enfrentar grandes riscos, visto terem garantida alta lucratividade em seus mercados protegidos.

Com esta discussão, parece-nos pertinente a crítica à argumentação dos propositores da Reforma a partir da linha básica de argumentação que

---

<sup>16</sup> - Isto, aliás, não foi pensado, mas que conforme Tavares (Entrevista citada por Almeida, 1984), poderia articular alguns interesses.

<sup>17</sup> - Seguindo a legislação da época, para se entrar no mercado acionário, era obrigatório que fosse aberta uma série de informações, que houvesse transparência de balanços. A abertura de capital de qualquer empresa envolvia um custo que ia além de questões financeiras. Para se ter uma idéia do grande empresariado nacional quanto a esta questão, pode-se verificar que algumas grandes empresas só abrem seu capital na atualidade, após uma grande crise (Grupo Pão de Açúcar) e que outras continuam familiares (Votorantim).

desenvolvemos desde o início, ou seja, a de que a estrutura de financiamento está articulada às exigências da acumulação a cada momento, às condições de estabilidade vigentes, ao padrão de industrialização. Nestes termos, a cópia de uma estrutura de financiamento montada a partir de distintas condições de estabilidade em um país cujo padrão de industrialização e de desenvolvimento esteja operando de forma completamente diversa, não pode se adequar de forma alguma.

Quando muito, o esquema institucional BANCO DE INVESTIMENTO/MERCADO DE CAPITAIS poderia articular mecanismos de financiamento com prazos mais alongados para empresas privadas nacionais, via captação de depósitos a prazo nos referidos bancos. Neste caso, não se estaria considerando a equiparação das empresas nacionais ao porte das estrangeiras ou das estatais; não se estaria articulando o oferecimento do "grande crédito de capital"<sup>18</sup> e sim o alargamento de prazos de financiamento demandado pelas empresas. Note-se no entanto, que este alargamento não seria necessário, mas um elemento positivo a ser considerado quando da decisão de investir. Esta seria uma solução possível, desde que os agentes envolvidos estivessem dispostos a trabalhar no segmento de longo prazo. Como veremos, sequer isto foi possível implementar, pois na verdade, à argumentação acima devemos adicionar ainda a segunda disjuntiva citada anteriormente, que se refere ao fato de que os próprios agentes envolvidos pressionam politicamente por uma configuração distinta que leve em conta os interesses dos segmentos dominantes no setor financeiro, em especial dos bancos comerciais que pretensamente estariam colocados em 2º plano.

Não podemos deixar de referir a consideração também fundamental na determinação da configuração de uma estrutura de financiamento, que se refere a elementos ligados à relação Público X Privado, como a força política do setor bancário. Este, como veremos, fará valer seus interesses. O destaque é para o fato de que as reformas implementadas são essencialmente conservadoras e não visam efetivamente a modificar a lógica de Privatização do Estado, intrínseca ao padrão de desenvolvimento.

---

<sup>18</sup> - Nos termos definidos no capítulo I.

### **3.2.2- Os descaminhos da Reforma e a efetiva configuração do sistema financeiro nacional**

Como resultado destas duas disjuntivas conjugadas, a efetiva estrutura de financiamento que se estabelece é completamente distinta do que se pretendia.

Um dos descaminhos da Reforma relacionou-se ao fato de a mesma ter sido implementada preservando-se o esquema inflacionário, sem atacar realmente os operadores tradicionais, o que nos leva a destacar o poder do setor e a qualificar o "ataque" aos Bancos. Como vimos, os formuladores do novo arranjo institucional procuraram reprimir a correção pré-fixada, tributando os instrumentos financeiros que a utilizaram. É interessante notar, no entanto, que não atingiram a área dos bancos comerciais que usavam uma prefixação embutida no desconto de duplicatas. Além do mais, a via do aumento dos tributos mostrou-se insuficiente, uma vez que os anos iniciais de funcionamento da Reforma estiveram vinculados a um arrocho no crédito para estabilizar a economia, o que incentivou o crescimento do mercado paralelo, produzindo importantes efeitos para tarefa de se acabar com o deságio.

Com o estouro do mercado paralelo<sup>19</sup>, a partir das dificuldades financeiras enfrentadas por uma série de empresas devedoras face à crise de estabilização, os recursos que aí se concentravam migraram, num primeiro momento, para as letras de câmbio. O espetacular crescimento da letra de câmbio, em 65, acabou por consagrar o deságio nas operações financeiras, sepultando o propósito governamental de que no sistema financeiro vigorasse a correção monetária pós-fixada, com exclusividade (Almeida, 1980).

Na medida em que um dos elementos importantes da Reforma era aumentar as alternativas de aplicação financeira e como o mercado de letras de câmbio vinha crescendo, o governo relaxou em suas medidas. Assim, as pressões foram suficientemente fortes, tanto no sentido de não atacar os bancos, quanto no de se voltar atrás.

Mesmo tendo sido relaxada a pressão para o fim do deságio, continuava a idéia de que ele era inflacionário. Com isto, a saída encontrada foi levá-lo a um ponto que apresentasse um menor "poder de repercussão" - o crédito direto ao consumidor. Ao invés das financeiras se responsabilizarem pelo crédito às empresas, que teriam um poder de repasse, ficaram confinadas

---

<sup>19</sup> - Este ocorreu após sucessivos problemas, culminando com o "Caso Mannesman".

ao crédito ao consumo, que estaria no "fim da linha" e não apresentaria maiores repercussões inflacionárias (Almeida, 1980).

Isto foi de grande importância para o movimento de encurtamento dos prazos, pois a partir daí, os Bancos de Investimento poderão financiar o capital de giro das empresas, sendo autorizados a trabalhar na área de aceite cambial<sup>20</sup>. A idéia era de que estes precisavam "decolar", mas na verdade, subjacente a isso estava a intenção de que grandes financeiras constituísse os bancos de investimento. Outro fato a ser destacado refere-se à redução temporalidade dos depósitos a prazo, captados por estes bancos.

A partir desta redução de prazos, o próximo passo foi permitir que os bancos comerciais pudessem realizar este tipo de captação. O movimento descrito desaguou num encurtamento generalizado de prazos e numa supressão, na prática, da lógica da segmentação e que contribuiu para a especificidade do movimento de conglomeração. Realmente, o fato de as estruturas do setor bancário não estarem tão longe das demais, abriu brechas para a conglomeração com presença marcante dos bancos comerciais, que foram ainda favorecidos na direção deste movimento por políticas explícitas de fusões e conglomerações no início da década de 70<sup>21</sup>.

À medida que crescia a concentração, verificou-se quase que conjuntamente, um processo de conglomeração, pois grande parte das instituições financeiras não monetárias foram criadas pelos bancos comerciais e são coligadas, formando conglomerados. O interessante a observar é que este movimento fortalece a liderança dos bancos comerciais, pois atrapalha o nascente surgimento de Bancos de Investimento que começava a se apresentar.

O que se percebe é que a excessiva concentração do setor diminuiu a competitividade entre as instituições e daí temos como resultado a organização de uma estrutura financeira. Nela, os intermediários financeiros privados trabalham essencialmente no curto e médio prazos, formando conglomerados, com uma alta maleabilidade frente a restrições que lhe são impostas e de outro, com possibilidade de obter grande lucratividade via operações com os ativos/passivos de seus conglomerados.

---

<sup>20</sup> - Esta atividade, que tinha um cunho provisório (3 anos), acabou tendo renovações sucessivas.

<sup>21</sup> - Para uma crítica do argumento de que estas fusões levariam a economias de escala, vide Corrêa (1985).

Para entender o potencial especulativo do sistema é preciso destacar o sistema mixto de indexação. Aparecem, em verdade, três unidades de conta, pois as operações ativas e passivas poderiam ser efetuadas em cruzeiro, dólar ou com correção monetária. Pode-se perceber então que via captação, os recursos financeiros contratados em termos reais fixam um patamar mínimo de remuneração para os financiamentos contratados em termos nominais. Na verdade, não se verifica um espectro de taxas de juros crescentes com o prazo e o risco do ativo (ou passivo) financeiro. Gera-se um amplo espectro de taxas de juros, que só pode ser conhecida posteriormente. Os agentes, por isto, procuram antecipar as variações relativas das três unidades de conta, havendo grande possibilidade de especulação, para os conglomerados financeiros que trabalham de forma coligada.

A coexistência de contratos reais e nominais indica uma grande fragilidade no sistema, pois a estabilidade das condições contratuais (tanto de aplicação, quanto de captação) depende da estabilidade das variações cambiais, dado o estreito vínculo com a intermediação financeira internacional, como também da inflação, haja vista os contratos com correção monetária e os que trabalham com pré-fixação.

Com a discussão desenvolvida até aqui não queremos afirmar que a Reforma não tenha logrado efetivar modificações importantes. Apesar da conformação institucional estabelecida ser um aprofundamento da existente anteriormente, a Reforma determinou uma nova configuração para a estrutura de financiamento, compatibilizando-a com o novo padrão de acumulação. Destaca-se a modificação institucional que permitiu a organização de um sistema de financiamento às famílias e à construção civil, além da organização de uma estrutura de financiamento para o Estado e da abertura de novas frentes de valorização financeira, inovações estas que estão em consonância com os novos requerimentos da acumulação e permitem a consolidação efetiva do padrão de desenvolvimento, determinando o caráter da retomada.

No entanto, procuramos demonstrar que a implementação da reforma, na verdade, acaba por consolidar uma estrutura de financiamento completamente distinta da pretendida, na medida em que:

a) Os intermediários privados operam com uma organização concentrada e conglomerada, suprimindo, na prática, a segmentação e estabelecendo uma redução geral de prazos nas suas áreas de atuação, permanecendo a lógica da estrutura inflacionária do período anterior.

Estamos querendo enfatizar que este resultado se torna patente já na implementação da Reforma e nas medidas adotadas no período imediatamente que se segue, denotando a própria natureza conservadora das mudanças implementadas. O diagnóstico de que não se efetivam empréstimos com prazos mais alongados por causa da inflação, isenta o sistema financeiro dos ganhos especulativos que vinha auferindo desde a década de 50.

Apesar de serem detectadas as altas taxas cobradas pelos bancos, não se ataca frontalmente a estruturação vigente e até se institucionaliza como válida e legítima a cobrança de juros reais. Na verdade, como não se toca na lógica de operação do setor, permitindo que se continue auferindo grandes lucros com engenharias financeiras especulativas e inflacionárias, sequer a adoção de depósitos a prazo com uma maior temporalidade consegue se estabelecer. A única forma em que se consegue estabelecer um alargamento de prazos na captação é pela via da poupança compulsória com o PIS, PASEP e o FGTS.

b) Trabalha-se com contratos com diferentes indexadores, um dos quais o câmbio, com operações extremamente especulativas e frágeis, preservando-se o esquema inflacionário. Dada a "fragilidade" desta estruturação, o papel do Estado como garantidor do sistema se mostra fundamental, o que efetivamente se configura.

c) Na configuração que se efetiva, não se altera, de fato, a forma do financiamento ao investimento. Como vimos, há uma redução generalizada de prazos por parte dos intermediários financeiros privados, sendo que não se institui nenhum ativo financeiro que dissesse respeito diretamente ao referido financiamento<sup>22</sup>. O financiamento a longo prazo, contrariamente ao disposto na Reforma, acaba recaindo para o Estado nos moldes anteriores: via BNH, para a construção civil; via Banco do Brasil, para o crédito agrícola e via BNDE, para o financiamento à indústria. A abertura para a entrada de capital estrangeiro permite que a outra fonte de financiamento a longo prazo seja constituída pelos empréstimos externos, através de crédito de fornecedores para os financiamentos vinculados a importação de mercadorias ou via parte dos recursos da 4131 para as filiais estrangeiras e para as grandes empresas estatais.

---

<sup>22</sup> - "À excessão da emissão primária de letras imobiliárias e algumas emissões públicas de ações"(Tavares, 1983:116).

O desenho do sistema é bastante específico e completamente distinto do que se pretendia, em especial no que tange ao financiamento de longo prazo para a indústria, aquele que seria responsável pelo "financiamento do desenvolvimento". Conforme já analisamos, a proposta, nos moldes pretendidos, era inviável. Mas a efetiva configuração é completamente diversa do projeto inicial também porque, devido às próprias características internas de configuração do Sistema Financeiro Nacional e do poder de pressão do setor, não se efetiva sequer uma estrutura financeira privada capaz de ofertar créditos com prazos alongados para o financiamento de investimentos que não envolvam grandes magnitudes de capital. A lógica de privatização do Estado permanece levando a que este assuma o ônus do descasamento de prazos.

Note-se que neste ponto específico não estamos questionando o fato de, com a Reforma, não se ter configurado a instituição do "grande crédito de capital" (nos termos do capítulo I). Estamos destacando que sequer se estabelece um esquema de alargamento de prazos para os créditos tomados pelas empresas privadas nacionais que, apesar de não necessário é demandado pelo credor, sendo que o seu oferecimento pode ser uma forma de direcionar o investimento para áreas consideradas prioritárias.

Por isto, em termos do financiamento de longo prazo ao investimento oferecido pelo sistema financeiro nacional, acaba prevalecendo a estrutura existente anteriormente, ou seja, o BNDE responderá por este segmento, pois a tentativa de responsabilizar os intermediários financeiros privados por este setor viu-se totalmente frustrada pelo caráter conservador, tanto da Reforma, quanto da modificação da estrutura de Investimento.

Através deste movimento, o financiamento de Longo Prazo ao investimento continua a ser assumido pelos intermediários financeiros públicos, conjuntamente com mecanismos de financiamento externo. Cabe observar que este financiamento continua a ser feito basicamente via crédito, quer seja pela entrada de capital externo, por esquemas de repactuação de dívidas de curto prazo, quer seja pelo oferecimento de crédito de longo prazo pelo BNDE - agência financeira pública - que trabalha com juros subsidiados.

d) A Autoridade Monetária não é independente. De um lado, vimos que nesta configuração, o Banco do Brasil não perde sua função de emissor. Continua com a conta movimento para exercer a função de caixa e agente do Tesouro, de depositário das reservas bancárias voluntárias e de agente responsável pela compensação de cheques do sistema bancário. Nestes termos, adota-se um esquema em que existem, na verdade, duas Autoridades Monetárias,

sendo suas contas compatibilizadas no referido orçamento monetário<sup>23</sup>. Na verdade, na medida que se possam transferir contas do Tesouro para as autoridades Monetárias, o déficit, que deveria aparecer no Tesouro, fica oculto. Por outro lado, a existência de um complexo sistema de repasses internos e externos possibilita uma extrema agilidade na captação de fundos. A existência de ativos financeiros extremamente líquidos e seguros - bancados pelo Estado, inclusive - dificultam a ação das autoridades monetárias e exigem delas, em verdade, uma ação no sentido de garantir a não ruptura do sistema, que é inflacionário e sujeito a fortes instabilidades.

### **3.3 - Uma Análise da estrutura de financiamento entre a reforma e o II PND - o período de pleno funcionamento do padrão de desenvolvimento**

Conforme observamos, o período 64/67 é definido como aquele em que são implementadas importantes reformas estruturais que determinaram o caráter da retomada e da expansão sem precedentes que ocorre no período 68/73. O "Milagre brasileiro" se dá após completada a transição e a partir da efetiva consolidação do padrão de acumulação especificamente capitalista, nos marcos tecnológicos da II Revolução Industrial. Um dos aspectos marcantes do crescimento em questão é que ele se dá a partir do setor produtor de bens de consumo duráveis.

Apontaremos para esta discussão alguns fatores que contribuem para a expansão: i) o excesso de capacidade significativo que se manifesta especialmente no setor de bens de Consumo duráveis e que, graças a reforma financeira pôde ser ativado conjuntamente com a dinamização do setor de construção civil, ii) a flexibilização das políticas monetária e fiscal, que faz com que estas passem a assumir um caráter expansionista, iii) a ampliação das possibilidades de gasto público e o movimento de saneamento das empresas públicas que passam a ter capacidade de auto-financiamento, iv) a política de minidesvalorizações e a entrada de capital estrangeiro, graças às boas condições do mercado internacional de capitais e cuja forma preferencial deu-se via empréstimos - resultando em grande crescimento do endividamento externo.

---

<sup>23</sup> - Daqui já podemos concluir que permanece o poder político do Banco do Brasil, assim como o seu papel na concessão de crédito subsidiado.

Além destes fatores, podemos considerar que, em verdade, a extraordinária capacidade de crescimento que se gesta a partir de 68 é resultado de diversos fatores favoráveis, que tem a ver, tanto com as Reformas implementadas, quanto com a folga de liquidez internacional que se estabelece no período, elemento de importância fundamental.

No período 64-67 podemos detectar os traços fundamentais de conformação da estrutura de financiamento, que permanecem essencialmente até hoje, e que, no período em questão, se articulam e dão as condições para a expansão que se verifica.

A reforma implementada logrou conseguir uma grande diversificação dos haveres financeiros, com perda de participação relativa dos haveres monetários (Tabela III-2). Uma outra consequência das mudanças adotadas no arranjo institucional foi um expressivo crescimento do crédito (Tabela III-1), sendo que ambas as questões foram de fundamental importância na determinação da retomada do crescimento.

TABELA III-1

**EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO (não-financeiro) 1967\1980**  
**TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO REAL (Cr\$ 1977)**

Especificações	1967-1969	1970-1973	1974-1977	1978-1980
<b>Sistema Monetário</b>	26,8	20,7	15,1	0,1
- Banco do Brasil	31,3	21,2	20,6	-3,8
- Oficiais (Est. e Fed.)	21,9	20,7	15,9	2,3
- Privados	25,6	20,1	9,0	2,8
<b>Sistema não-monetário</b>	57,8	39,6	15,1	0,1
- Financeiras	31,7	41,5	-0,4	-8,0
- Bancos de invest.	118,9	46,3	9,1	0,9
- BNH (líquido)	84,2	17,3	4,3 22,5	13,1
total (bruto)	123,9	33,2	29,1	5,2
(-) repasses	223,9	47,3	17,9	3,5
- Soc. Cred. Imobiliário	391,4	66,9	34,3	0,9
- APES	-	42,3	29,9	7,1
- CEF	26,9	40,0	28,3	1,0
- Caixas Estaduais	36,4	38,5	35,8	-1,7
- BNDE (líquido)	46,6	9,0	43,4	0,1
total (bruto)	17,2	25,4	31,8	4,9
(-) repasses	22,7	42,5	34,9	11,2
- Bcos Est. Desenvol.	119,5	48,6	-0,4	0,6
- PIS	-	-	32,7	-26,6
- BNCC	29,7	2,3		16,6
<b>TOTAL</b>	<b>35,1</b>	<b>23,4</b>	<b>15,1</b>	<b>0,1</b>

Fonte: Boletins do BACEN. Valores nominais deflacionados pelo IGP, col. 2 da FGV.

TABELA III-2

**HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO DAS MODALIDADES NO TOTAL**  
**SALDOS NO FINAL DO PERÍODO (em percentagens)**

Especificações	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>Haveres Monetários</b>	72,3	66,1	62,9	56,2	49,2	44,8	43,3
1. Moeda em P. Pub	14,0	12,7	12,0	10,7	9,1	8,1	7,6
2. Dep. à vista	59,3	53,4	50,9	45,5	40,1	36,7	35,7
Banco do Brasil	10,7	10,2	10,1	8,6	8,2	6,7	6,8
Bcos comerciais	44,3	39,8	37,5	34,0	30,0	28,4	27,4
Cxs econômicas	4,3	3,4	3,3	2,9	1,9	1,6	1,5
<b>Hav. não-monetários</b>	26,7	33,9	37,1	43,9	50,8	55,2	56,7
3. Dep. de poupança	0,3	0,8	1,5	3,3	4,0	5,4	6,5
CEF	0,3	0,6	1,2	1,9	2,2	2,9	3,3
CEES	-	-	-	1,0	1,3	1,6	1,6
SCI	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,6	1,3
APE	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4
4. Depósitos à prazo	3,3	4,5	4,7	7,2	10,1	12,0	11,9
Banco do Brasil	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4
Bcos comerciais	2,4	2,8	1,9	2,3	3,5	4,2	3,2
Bcos investimentos	0,4	1,3	2,5	4,5	6,1	7,3	8,3
Bcos Desc/Cxs Econ	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0
5. Letras de câmbio	9,7	13,6	13,1	12,5	15,3	14,7	16,1
Bcos investimentos	2,7	2,9	3,6	2,8	2,6	1,7	0,4
Financeiras	7,1	10,8	9,5	9,7	12,8	13,1	15,7
6. Letras Imobiliária	1,4	2,0	2,7	3,2	3,3	3,5	3,0
BNH	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Soc. Crd. Indust.	1,0	1,8	2,4	3,0	3,1	3,4	2,9
7. Tit. Púb. Est/Mun	-	2,0	2,0	1,9	1,6	1,2	1,5
8. Títulos federais	12,0	11,0	13,1	16,0	16,4	18,4	17,7
ORTN	11,8	10,8	13,1	14,9	12,3	11,2	9,7
LTN	-	-	-	1,1	4,1	7,2	8,0
OTN e outros	0,2	0,1	-	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

fonte: BACEN, Boletins mensais.

### 3.3.1- A estrutura básica de contas dos intermediários financeiros

Os dados nos mostram que o Sistema Financeiro Nacional cumpriu sua função de intermediador até o II FND. No entanto, a idéia é destacar que, mesmo nesta primeira fase, em que a inflação caiu gradualmente como resultado das reformas implementadas, já podemos perceber o mecanismo de ganhos especulativos com as três moedas do sistema e a concentração das operações no curto e médio prazos. Especificamente quanto ao período considerado, é preciso perceber que a inflação caiu gradualmente, fato determinante na escolha do tipo de indexador utilizado pelo sistema financeiro privado.

Os banqueiros privados, habituados a operar no curto prazo, com recursos basicamente centrados nos depósitos à vista, reagiram com prudência ao uso da captação de recursos com juros reais e, como vimos, preferiram

trabalhar com títulos pré-fixados como as letras de câmbio e os certificados de depósitos.

TABELA III-3

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - 1967/1973  
TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO REAL

(em Cr\$ de 1977) saldos no final do período

Especificações	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>Haveres Monetários</b>	14,6	11,1	10,1	4,7	8,5	17,6	27,9
1. Moeda em P. Pub	-2,2	11,5	9,6	4,0	5,8	15,1	23,8
2. Dep. à vista	19,4	11,0	10,2	4,8	9,1	18,2	28,8
Banco do Brasil	10,7	16,6	15,1	0,2	13,0	5,5	33,0
Bcos comerciais	20,3	10,8	8,7	6,5	9,2	22,1	27,9
Cxs econômicas	35,7	-1,1	12,4	0,1	-19,2	11,0	27,7
<b>Hav. não-monetários</b>	63,8	56,2	26,4	38,7	43,3	40,4	36,0
3. Dep. de poupança	277,4	221,9	119,6	160,3	51,0	73,8	59,3
CEF	223,5	172,8	138,5	88,5	41,8	73,8	49,4
CEES	-	-	-	x	70,9	55,9	29,9
SCI	x	338,2	37,2	64,7	58,9	429,3	186,5
APE	-	x	148,9	86,2	34,0	97,3	64,8
4. Depósitos à prazo	74,6	65,7	20,4	76,1	77,5	52,9	32,0
Banco do Brasil	83,6	-6,1	-5,2	17,5	170,1	13,2	37,4
Bcos comerciais	44,3	44,6	-22,8	42,3	88,8	58,1	0,0
Bcos investimentos	3.210,2	287,3	122,9	113,0	70,3	53,4	50,9
Bcos Desc/Cxs Econ	205,5	-3,7	4,7	-15,5	-19,0	11,1	-27,9
5. Letras de câmbio	83,9	72,2	11,3	11,5	52,1	24,2	44,4
Bcos investimentos	340,5	32,7	46,3	-9,1	12,8	-15,7	-71,1
Financeiras	52,7	87,0	1,9	19,5	63,5	32,5	59,0
6. Letras Imobiliária	380,5	78,7	54,0	40,0	29,5	36,7	13,1
BNH	62,2	-14,2	12,0	14,3	-1,2	6,6	-10,6
Soc. Crd. Indust.	1.422,1	111,1	60,0	42,6	32,0	38,5	14,2
7. Tit. Púb. Est/Mun	-	x	15,6	7,2	5,7	-1,5	63,4
8. Títulos federais	36,9	12,9	38,0	43,4	26,9	44,5	27,4
ORTN	38,0	13,2	39,8	33,4	2,1	17,8	14,1
LTN	-	-	-	x	360,6	124,2	48,4
OTN e outros	-10,3	-6,8	-	-	-	-	-
<b>TOTAL</b>	24,6	23,2	15,6	17,3	23,8	29,2	32,3

Fonte: BACEN, Boletins mensais.

Quanto aos haveres monetários pós-fixados (Tabela III-3), houve também grande crescimento no período. Entretanto a característica, nestes anos, foi a elevada participação das agências estatais na captação destes recursos. Quanto a isso, deve-se observar que, em verdade, a emissão de instrumentos de captação de poupança financeira em termos reais foi de exclusividade das agências financeiras do Estado. Desta forma, estas agências controlaram a quase totalidade dos débitos expressos em UPC, e a pequena parcela administrada por agências privadas tinha garantia explícita do BNH. Por outro lado, dentre a poupança financeira com cláusula de pós fixação, a compulsória foi a que teve a maior velocidade de crescimento, devendo ser

lembrado que os instrumentos de captação voluntária em UPC eram as cadernetas de poupança, as ORTNs e as letras imobiliárias.

Queremos observar que as instituições privadas, mesmo os Bancos de Investimento, captaram apenas no médio e curto prazo, em termos nominais. De qualquer forma, aparentemente o sistema trabalhou nestes anos, de acordo com suas funções tradicionais, captando diretamente de terceiros e ofertando empréstimos. Confirmando isto, verificamos que o passivo dos Bancos Comerciais (os intermediários financeiros mais importantes) entre 64 e 73, dependeu de captações diretas<sup>24</sup>, via depósitos (Tabela III-4).

TABELA III-4

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS - PASSIVO

(exceto BB) participação dos itens no total

itens anos	depósitos				débito junto às A. M.	repasses (1)	operaç. cambial (2)	receitas próprias	rep. int + rep. ext
	depósito à vista	depósito à prazo	outros	total					
1968	57.7	4.0	7.4	69.5	6.4	1.9	6.7	13.1	4.6
1969	54.7	2.7	7.6	65.1	7.1	2.0	9.4	13.7	11.4
1970	52.8	3.5	7.2	63.5	6.6	2.7	11.0	13.8	13.7
1971	48.6	5.6	6.3	60.5	6.9	3.5	12.0	13.8	15.5
1972	46.9	7.0	5.4	69.2	6.9	3.4	14.4	12.4	17.8
1973	48.7	5.7	4.5	58.9	7.0	4.1	14.0	12.2	18.1
1974	45.4	4.4	5.0	55.0	9.6	5.2	14.7	11.3	19.9
1975	45.3	4.4	4.4	54.2	13.0	6.2	11.6	10.8	17.8
1976	39.2	4.7	3.9	47.8	12.1	8.0	16.6	11.3	24.6
1977	35.0	7.0	3.7	45.7	11.5	9.2	17.5	11.7	26.7

fonte: BACEN, Boletins mensais.

1. responsabilidades junto a entidades financeiras oficiais: BNH, FINAME, FIPEME e outros

2. corresponde, em nossa classificação, a repasses externos. Entram aí os vínculos à resolução 63 e outros.

Ao longo do período, no entanto, já percebemos algumas mudanças reveladoras na composição dos balancetes, evidenciando-se a queda paulatina na captação por depósitos e o aumento paralelo, ainda que tímido, das obrigações por repasses.

Com a Reforma se estabelece uma grande facilidade para que o setor privado capte fundos, através de um complexo esquema de repasses. Em primeiro lugar, temos os repasses de fundos entre instituições financeiras, os repasses internos. Estes podem ser feitos, por exemplo, pelo sistema BNDE, através de operações com suas subsidiárias<sup>25</sup>. Em segundo lugar, vêm os repasses

<sup>24</sup> - A análise da estrutura de captação dos Bancos de Investimento também mostra isto.

<sup>25</sup> - No caso das operações FINAME, 95% delas são realizadas através de repasses para Bancos Estaduais de Desenvolvimento, para Bancos Comerciais, para Bancos de Investimento e Sociedades Financeiras.

realizados pelas autoridades monetárias, realizados através de um sistema de crédito seletivo que beneficia Bancos Comerciais, Bancos de Investimento, Bancos de Desenvolvimento e Financeiras. Em terceiro lugar, os repasses externos, como os realizados através da Resolução 63.

O crescimento da participação dos repasses sobre o total do passivo já denota o potencial desta modalidade de captação que, como veremos, pela especial relação entre capital privado e Estado, possibilitará uma tranquila captação sem incorrer nos riscos envolvidos na utilização de diversos indexadores. Em termos dos repasses internos, por exemplo, os intermediários financeiros públicos captam com correção, cabendo a eles o oferecimento destes recursos com juros negativos para operações consideradas prioritárias. O agente financeiro privado atua apenas como intermediador, sendo que a ele é repassado o montante para que as referidas operações sejam efetivadas. Neste esquema, está implícito que é o Estado assume o ônus dos juros negativos cobrados sobre as operações contratadas e o sistema privado efetua estas operações com baixo risco e com a garantia de grandes ganhos, pois recebem *spreads* pela intermediação<sup>26</sup>.

Em termos dos repasses externos, devemos observar que estes foram os que mais se destacaram no período (Tabela III-4). As minidesvalorizações, conjugadas a uma política de retenção de crédito e alta liquidez internacional contribuíram para este movimento, sendo que do ponto de vista da intermediação financeira doméstica, o afluxo de recursos externos já vai se tornando expressivo<sup>27</sup>. Um fato importante neste movimento é que as autoridades monetárias, administrando a liquidez resultante do acúmulo de reservas, via *open market*, incorre em perdas, *"uma vez que o acúmulo de reservas junto a autoridade monetária era remunerado pela correção cambial, enquanto a correção dos títulos da dívida pública dava-se a taxas superiores"* (Almeida, 1987:15).

Assim, apesar de permanecer o domínio da captação por depósitos, já começa a se desenhar uma estrutura de contas mais diversificada, com especial destaque para as várias possibilidades de repasses. No caso específico brasileiro, já podemos ver que a estrutura de captação começa a se

---

<sup>26</sup> - Quanto aos repasses externos, veremos mais adiante como o Estado acabará assumindo as perdas pela mudança da conjuntura.

<sup>27</sup> - Segundo Cruz (1982:63) *"(...) a tese de que a aceleração do endividamento externo brasileiro ocorrida durante o ciclo expansivo foi determinada pela necessidade de "poupanças externas" ou por estrangulamentos do setor externo não encontra qualquer base de sustentação. Sendo assim, a contrapartida do significativo impulso sofrido pela dívida externa deve ser buscada na esfera das relações com o "resto do mundo" e não na suposta necessidade de superar constrangimentos do setor externo"*.

mostrar muito flexível, o que é um elemento fundamental para a criação de moeda, sendo também um fator que limita o controle do Banco Central através de instrumentos tradicionais sobre as operações ativas.

De qualquer forma, devemos notar que nesta primeira fase, o subsistema que opera no curto e médio prazo - áreas em que os intermediários privados se concentram - não precisou se utilizar sobremaneira do esquema de repasses, pois nestes anos havia facilidade de captação. Apesar de utilizarem a captação com pré-fixação numa inflação decrescente, estes intermediários não incorriam em perdas pois começavam também a trabalhar especulativamente em operações de captação/aplicação com diferentes esquemas de indexação: i) conseguiam captar depósitos sem obrigatoriedade de remuneração (os depósitos à vista), ii) emprestavam a taxas superiores às de captação, iii) começavam a financiar os recursos remunerados no *open market*, iv) começavam também a captar recursos externos, via resolução 63, indexados pelo câmbio (cadente, à época) e a emprestar com pré-fixação que, num período de inflação cadente, beneficia os credores.

No caso de permanência da inflação e dada a coexistência de contratos indexados, não se trabalhou nominalmente para a captação de longo prazo, mesmo que os contratos carregassem uma pré-fixação. O máximo que se chega é à captação de médio prazo mesmo porque, dada a configuração do sistema, continuava não existindo demanda por títulos de longo prazo. A poupança compulsória era a única a romper este cerco por ser obviamente obrigatória. Mesmo as ORTNs não tinham demandadores finais e, no início, tiveram de seguir também um esquema de obrigatoriedade.

TABELA III-5

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS DE INVESTIMENTO - PASSIVO

## Participação dos principais itens sobre o total

anos\itens	dep. a prazo	obrig. por repasses	outras exigibilidades	recursos próprios
67	8,9	5,7	71,9	13,5
68	17,7	13,0	55,9	13,4
69	23,1	11,3	50,6	15,0
70	34,3	11,5	41,2	13,0
71	38,8	15,4	41,2	14,8
72	36,5	25,9	26,2	11,4
73	42,0	25,2	18,9	13,9
74	39,0	25,5	22,7	12,1
75	46,2	26,1	17,8	9,9
76	45,4	26,2	17,8	10,6
77	49,1	26,3	15,2	9,4

fonte: Boletins do Banco Central - vários números.

Quanto à estrutura de aplicação, verificamos que houve, logo nos primeiros anos pós Reforma ( relacionados ao período de retomada), um espetacular crescimento dos empréstimos dos Bancos de Investimento, do BNH e das Sociedades de Crédito Imobiliário, seguidos ainda pelas Financeiras (tabela III-6). Estas taxas de crescimento superaram, em muito, a verificada para o sistema monetário, o que enfatiza o caráter da retomada e a própria diversificação do crédito.

TABELA III-6

## EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO - 1967 a 1973

taxas de crescimento real (em Cr\$ de 1977)

Especificações	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
<b>Sistema Monetário</b>	21,3	39,9	20,1	14,0	21,0	20,7	27,
- Banco do Brasil	8,1	62,5	29,0	17,8	22,2	14,9	30,
- Oficialist (Est. e Fed.)	23,9	21,6	20,1	15,2	9,2	23,9	36,
- Privados	30,1	34,4	13,3	10,2	25,5	24,6	20,
<b>Sistema não-monetário</b>	53,9	91,4	33,5	36,3	38,0	39,9	44,
- Financeiras	21,2	84,8	2,1	18,3	62,7	31,8	58,
- Bancos de invest.	348,8	72,5	74,3	36,8	43,7	71,0	36,
- BNH (líquido)	227,7	163,8	67,6	56,4	28,3	-11,1	5,
total (bruto)	294,6	240,1	58,4	43,6	32,6	22,4	35,
(-) repasses	578,0	396,5	48,3	27,8	39,2	68,9	56,
- Soc. Cred. Imobiliário	3.717,9	213,3	49,6	40,8	43,9	85,5	46,
- APES			361,6	61,6	36,8	115,5	60,
- CEF	21,5	46,6	14,7	67,6	27,3	28,6	40,
- Caixas Estaduais	23,0	38,8	48,7	49,3	30	22,5	54,
- BNDE (líquido)	10,4	99,6	43,0	25,7	-12,6	1,0	26,
total (bruto)	7,9	100,4	48,8	32,7	3,1	35,1	37,
(-) repasses	-5,9	105,0	85,3	66,8	60,8	103,0	49,
- Bcos Est. Desenvol.	29,8	603,0	35,2	30,2	42,0	71,2	54,
- PIS	-	-	-	-	-	517,9	224,
- BNCC	18,1	42,1	29,9	-13,4	16,9	-1,3	8,
<b>TOTAL</b>	28,7	53,7	24,6	22,0	27,8	29,0	35,

fonte: BACEN, Boletins mensais. valores nominais deflacionados pelo IGP, col. 2 da FGV.

As empresas financeiras privadas trabalharam, basicamente, concedendo créditos em termos nominais, com pré-fixação e se concentraram nas operações de curto e médio prazos. Apesar de nos primeiros anos pós Reforma o Sistema Financeiro ter trabalhado aparentemente de forma segmentada, isto não ocorreu da forma proposta já aparecendo claramente os problemas na configuração da estrutura pensada. Já se vê nesta época que o subsistema privado, que deveria suprir o crédito de longo prazo acaba se voltando para o médio prazo. Além do mais, a semente dos problemas da especialização do crédito já estava plantada com os incentivos às fusões e incorporações, que aparecem no início da década de 70.

TABELA III-7

## EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO

itens/anos	participação de cada segmento						
	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Sist. Monetário	73,2	66,6	64,2	60,0	56,8	53,1	50
Banco do Brasil	21,9	23,2	24,0	23,2	22,1	19,7	19
Bcos Comerciais	51,3	43,4	40,2	36,8	34,6	33,4	31
Sist. Não-Monetário	26,8	33,4	35,8	40,0	43,2	46,9	50
Financeiras	10,4	12,5	10,2	9,9	12,6	12,9	15
Bcos de Investimentos	4,8	5,4	7,5	8,4	9,5	12,6	12
BNH (líquido)	1,9	3,3	4,4	5,7	5,7	3,9	3
Soc. Cred. Imobiliário	1,2	2,5	3,0	3,5	4,0	5,7	6
APES	-	0,1	0,4	0,5	0,5	0,9	1
Caixas Econômicas	15,4	5,0	5,0	6,6	6,6	6,5	6
BNDE	2,6	3,4	3,9	4,0	2,8	2,2	2
Bcos Estaduais	0,2	0,9	0,9	1,0	1,1	1,5	1
BNCC	0,3	0,3	0,6	0,2	0,2	0,1	0
PIS(CEF)	-	-	-	-	0,1	0,4	1

fonte: Boletins do BACEN, novembro de 1980 a março de 1981.

Conforme já mencionado acima, a análise nos mostra um grande crescimento no fornecimento de crédito de todas as modalidades e se formos estudar a estrutura de aplicação dos intermediários financeiros, veremos que os empréstimos foram a principal conta do ativo, de acordo com o que se espera tradicionalmente.

A estrutura de aplicação dos bancos Comerciais (Tabela III-8) mostra esta performance mas a mera observação destes dados esconde especificidades. Em primeiro lugar, verificamos a baixa "margem de segurança" e o fato de que parte dos encaixes não são mantidos na forma de saldos inativos, e sim na forma de títulos federais, modalidade esta que cresce nos anos considerados (Tabelas III-9 e III-10). Em segundo lugar, detectamos os altos ganhos obtidos com as operações de empréstimos mas devemos observar que, em verdade, a estrutura operacional dos bancos não muda nestes primeiros anos pós Reforma. Grande parte de sua lucratividade vem ainda dos ganhos inflacionários, razão pela qual continuam operando com grande número de agências e com altos custos operacionais. Além do mais, continuam trabalhando num mercado em que um pequeno número de grandes bancos é capaz de impor preços e domina o setor, situação esta que culmina no referido período, pelas medidas de incentivo às fusões.

TABELA III-8

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS - ATIVO

## Participação de cada item no total

itens anos	encaixe	empréstimos				operação cambial	investimento e em títulos		
		inst. fin.	set. pub.	set. priv.	total		do Gov.	ação/obr	total
1968	21,8	0,4	3,6	58,6	62,4	3,7	1,1	1,0	2,2
1969	18,8	0,3	4,2	59,0	63,4	2,8	1,2	1,1	1,5
1970	17,1	0,3	4,4	59,7	64,4	3,2	1,1	1,4	2,4
1971	17,3	0,5	4,1	60,5	65,0	4,2	0,8	1,9	2,7
1972	16,6	0,4	3,7	59,5	63,7	4,9	0,8	2,0	2,8
1973	18,0	0,5	3,5	61,0	64,6	5,3	0,7	2,1	2,8
1974	15,2	0,3	2,9	62,4	65,7	5,9	0,7	2,9	3,5
1975	12,7	0,4	3,1	65,5	69,1	4,2	1,9	3,3	5,1
1976	15,7	0,4	3,9	63,2	64,5	4,3	1,6	3,8	5,4
1977	16,3	0,3	4,0	61,4	65,6	6,3	1,3	2,8	4,2

fonte: Boletins do BACEN.

Por fim, destacamos que se deve levar em consideração os ganhos com a utilização de diferentes indexadores e o fato de que, neste período, os bancos começam a trabalhar de forma coligada com outros intermediários financeiros não monetários, formando conglomerados. A segmentação não é capaz de, pela via do aumento da concorrência, baixar o custo da intermediação, até porque, na prática, ela acaba não ocorrendo e a estrutura do sistema financeiro continua concentrada como antes, com os Bancos Comerciais dominando o setor (Corrêa, 1985).

Na verdade, a forma peculiar como se desenvolveu a concentração bancária no país, acabou por gerar resistências a implementação de medidas usuais de redução de taxas de juros. O que se constata é que as regulações sobre as referidas taxas foram contornadas, já nestes primeiros anos pós reforma, por uma série de artifícios tanto por bancos grandes como por pequenos.

Queremos destacar que nestes anos, os intermediários privados vão trabalhando cada vez mais de forma conglomerada, concentrando suas operações no curto e médio prazos, oferecendo empréstimos com cláusula de pré-fixação e obtendo ganhos alternativos pela utilização especulativa de diferentes indexadores. Paralelamente, vemos empréstimos com cláusula de pós-fixação concedidos pelos intermediários financeiros públicos, que passaram a administrar um sistema de crédito seletivo, em geral com custos reais negativos por parte do tomador.

Verifica-se ainda que os financiamentos de longo prazo ficaram a cargo justamente dos Bancos públicos: do BNH para a construção civil; do Banco

do Brasil, para o crédito agrícola e do BNDE para o crédito à indústria. Em termos do período considerado, destaca-se o grande crescimento do crédito (em termos reais). De qualquer forma, quanto a esta questão é importante fazer uma certa qualificação, especialmente se queremos considerar o papel dos financiamentos de longo prazo ao investimento. Podemos verificar (Tabela III-6) que este tipo de crédito apresentou significativo crescimento, em especial nos anos de retomada. O BNDE apresenta elevação de seus empréstimos nestes anos, aumentando também sua participação no total de empréstimos concedidos ao setor privado. No entanto, se formos considerar o período do Milagre, veremos que a sua participação torna a cair aos níveis verificados antes da Reforma. O interessante é notar que, justamente no período do Milagre, o BNDE é um dos segmentos do sistema financeiro nacional que apresenta pior *performance*.

TABELA III-9

## ENCAIXES VOLUNTÁRIOS DOS BANCOS COMERCIAIS

Itens/anos	participação dos itens no total									
	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
caixa monet. corrente	46,6	38,1	38,5	24,0	18,6	21,8	18,8	20,9	15,9	14,9
depósito nas Aut. Monet.	53,2	58,2	58,0	54,9	36,9	35,7	34,3	30,2	22,7	21,8
títulos federais	0,2	3,7	3,5	21,1	44,6	42,5	46,9	48,9	61,8	63,3

fonte: Boletins do BACEN.

TABELA III-10

## PARTICIPAÇÃO DOS ENCAIXES EM TÍTULOS NO TOTAL DOS ENCAIXES COMPULSÓRIOS

Itens/anos	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
encaixes em ORTN-LTN/encaixe comp.	32,8	44,5	58,7	58,7	57,7	57,3	69,3	78,9	55,9	41,9

fonte: Boletins do BACEN.

Estes dados são significativos e nos levam a questionar o papel do BNDE enquanto fornecedor de crédito de longo prazo ao investimento e a analisar a forma por que é feito este financiamento. Afinal, vimos que o Sistema Financeiro Privado não alargou os prazos de suas operações. Ter-se-á então instituído um sistema organizado de crédito de longo prazo ao investimento, via um Banco público?

Estas questões serão explicitadas a seguir, através do levantamento de alguns pontos referentes à performance do BNDE nos anos considerados.

### **3.3.2 - Traços marcantes do BNDE no período da retomada e do milagre brasileiro**

Conforme já apresentamos, as referências ao BNDE nas propostas de Reforma do Sistema Financeiro são escassas posto que se pretendia que os Bancos de Investimento assumissem o segmento de crédito de longo prazo ao Investimento.

O projeto de reforma tributária enviado ao Congresso em 64 faz parte desta concepção. Nele está proposta a extinção do FRE, principal fonte de recursos do BNDE e a substituição do mesmo por uma dotação orçamentária de Cr\$ 200 milhões. O interessante nesta proposta é que, uma vez esgotados os recursos do referido mecanismo, o BNDE passaria a depender de demandas aos próximos Governos, o que é claro, comprometeria completamente sua atuação, haja vista que o Banco trabalhava com a concessão de crédito de longo prazo e que já estava comprometido com projetos de grande porte, aprovados nos períodos anteriores<sup>28</sup>, contratados a taxas de juros abaixo das vigentes no mercado. Ademais, esta medida comprometeria totalmente a capacidade de planejamento do Banco, por não haver sido pensada nenhuma forma alternativa de aportar recursos e que, claramente, ele não deveria competir com os Bancos de Investimento na captação de depósitos a prazo.

O BNDE se defende e encontra como aliados a grande imprensa e o Congresso Nacional. Como resultado, o Congresso aceita a extinção do compulsório e, contrariamente ao proposto no Projeto de Reforma Tributária é substituído por um percentual fixo de 20% da arrecadação global do IR<sup>29</sup>, reestabelecendo assim, as fontes de recursos do Banco. Em 1967, no entanto, esta cota é reduzida à metade (10% do IR) e além do mais, é estabelecido que ela deveria ser devolvida ao contribuinte na forma de ações do Banco. Para compensar, em 67, o BNDE passa a contar com dois outros mecanismos. O primeiro deles se refere à receita do IOF, proveniente da Reserva Monetária do BACEN, que faz parte do Orçamento Monetário da União e não do Orçamento Fiscal e cuja

---

<sup>28</sup> - Alguns projetos têm prazos de 20 anos.

<sup>29</sup> - O Congresso propõe, na mesma ocasião, que parte da arrecadação do Imposto de Consumo fosse atribuído ao BNDE, mas tal proposição é vetada.

destinação deve ser submetida à decisão do CMN. O segundo, às dotações orçamentárias.

Por fim, a parcela do IR destinada ao Banco é extinta em 68 e, a partir daí, o BNDE não contou mais com recursos orçamentários definidos em lei. As dotações do Tesouro passaram a depender dos critérios adotados quando da elaboração da proposta de orçamento a cada exercício.

A partir destes fatos, contrariamente ao período que analisamos anteriormente, não existe entre 64 e 73 um perfil definido quanto à participação de cada uma das fontes de captação, sendo que o que se verifica, até 74, é uma contínua luta por recursos, que precisa ser travada praticamente ano a ano (Tabelas III-11 e III-12)<sup>30</sup>.

Como os recursos são contabilizados de distintas maneiras ao longo do período, dificultando a construção de uma série histórica, tentaremos explicitar o movimento descrito acima através das Tabelas III-11 e III-12 contruídas a partir de dados dos Boletins do BNDE, mas sem maior detalhamento. Mesmo assim, devemos observar que até 71 os recursos orçamentários são dominantes.

TABELA III-11

## ESTRUTURA DAS FONTES DE RECURSOS DO BNDE (1966/1971)

## Participação sobre o total de recursos

Itens anos	Recursos Tributários				Retorno aplic.	Saldo opr	Recursos Externos	Outros
	Reservam n (1)	Dotação orç. (2)	Adicional IR	Total				
66	-	-	55,6	55,6	9,9	6,7	5,6	22,2
67	25,3	-	23,9	49,2	9,6	7,1	6,5	27,6
68	52,7	12,2	2,4	67,3	9,5	6,3	4,0	12,9
69	32,0	19,2	-	51,2	7,2	10,8	10,1	20,7
70	31,3	23,7	-	55,0	12,2	12,2	6,5	14,1
71	30,5	24,6	-	55,6	10,6	10,6	4,3	10,1

Fonte: BNDE 30 anos - avaliação e rumos

1. Submetida à decisão do Conselho Monetário Nacional

2. Depende do Orçamento da União a cada exercício

Quanto à *performance* do Banco nos anos considerados, podemos destacar 3 fases distintas: a primeira, referente ao período de desaceleração econômica; a segunda, à retomada; a terceira (69-73), relativa ao Milagre.

Quanto ao primeiro período, podemos destacar que, nos anos da crise político/militar, verifica-se o declínio do investimento em grandes

<sup>30</sup> - Os recursos são contabilizados de distintas maneiras ao longo do período dificultando a construção de uma série histórica.

o BNDE apresenta uma *performance* negativa. O Banco se encontra impossibilitado de levar adiante novos projetos de investimento, com maior autonomia porque, como vimos, enfrenta sérios problemas quanto aos seus recursos e, além do mais, apresenta alto comprometimento com o Programa Siderúrgico<sup>31</sup> - semiparalizado por falta de aportes externos (Tavares, 1983:117).

TABELA III-12

## FONTES DE RECURSOS DO BNDE

## Participação de cada item sobre total

Itens anos	Recursos de geração interna (1)	aportes de origem nacional				aportes de origem estrangeira		
		dotação orçamen (2)	emp e rep. (3)	PIS PASEP	total	emp em moeda	financ	total
64	4,80				80,71			14,49
65	12,63				68,79			18,58
66	8,35				78,75			12,92
67	19,11				56,35			24,54
68	6,14				53,87			39,98
69	11,43				60,71			27,86
70	14,34				62,68			22,98
71	21,87				58,40			19,73
72	30,57				54,53			14,90
73	38,88				46,09			15,03
74	18,90	7,3	46,3	20,8	74,40	1,1	5,6	6,70
75	18,00	5,9	20,7	46,1	72,40	8,5	0,8	9,30
76	21,90	1,0	17,1	54,3	72,40	4,6	1,1	5,70
77	21,80	2,1	17,8	47,1	67,00	10,4	0,8	11,20
78	25,00	3,0	12,7	45,5	61,20	13	0,8	13,80

fonte: até o ano de 73 retirado de Martins (1985:99) que constrói os dados utilizando Relatórios anuais do BNDE. A partir de 74: BNDE - 30 anos, avaliação e rumos.

1) Recursos de geração interna - retornos de operações contratadas em períodos anteriores - inclusive as financiadas com recursos do PIS/PASEP

2) Recursos de natureza orçamentária - sua participação no total de recursos captados contribui para encarecer o custo médio de captação. (Em 80, as dotações orçamentárias para o BNDE foram extintas)

3) Empréstimos e repasses - financiamentos concedidos por entidades governamentais através de convênios, visando a aplicação desses recursos para fins específicos. Recursos provenientes dos recursos monetários - BACEN (constituído pela arrecadação do IOF) representam a parcela mais importante desse item, que sofre contínua redução no período (transferência da reserva monetária para o BNDE foram suspensos em 82)

No que tange a 2<sup>a</sup> fase, podemos observar um notável crescimento nas operações de empréstimo do banco, sendo que através aumento de sua participação no total dos empréstimos do Sistema Financeiro concedido ao setor privado (Tabela III-7), o que demonstra seu papel anticíclico e seu peso na Retomada.

Já nos anos do Milagre, podemos detectar um comportamento distinto. Entre 68 e 70, os empréstimos continuaram crescendo, só que a taxas bastante decrescentes (43% em 69 e 25,7% em 70). Por outro lado, em 71,

<sup>31</sup> - A expressão, à época, era a de que o BNDE tinha virado o Banco do Aço.

período de crescimento da economia, os empréstimos do Banco apresentam um severo decréscimo (-12,6%), sendo que no ano posterior, apresentam um crescimento de apenas 1%<sup>32</sup>.

TABELA III-13

RELAÇÕES ENTRE EMPRESTIMOS BNDE, EMPRÉSTIMOS BANCOS COMERCIAIS E PIB

ITENS/ANOS	68	69	70	71	72	73	74	75	76	77
<u>Emp. BNDE</u> PIB	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04	0,05	0,06
<u>Emp. BNDE</u> PIB	0,11	0,12	0,13	0,15	0,16	0,15	0,15	0,17	0,16	0,16
<u>Emp. BNDE</u> PIB	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04
<u>Emp. Bcos com. ao set priv</u> PIB	0,11	0,11	0,13	0,14	0,15	0,14	0,15	0,16	0,15	0,15
<u>Emp. BNDE</u> <u>Emp. Bco com</u>	0,09	0,11	0,13	0,11	0,12	0,13	0,20	0,27	0,33	0,37

fonte: Boletins do Banco Central - vários anos

Nestes anos, o comportamento do Banco apresenta distinção frente aos intermediários financeiros do setor privado sobretudo porque as únicas instituições do Sistema Financeiro que apresentaram queda de participação entre 68 e 73 foram o BNDE, o BNCC e o BNH. Estes dados esclarecem algumas características do Milagre brasileiro, pois verificamos que a partir de 70, começa a decrescer a participação dos Intermediários Financeiros Públicos sobre o total de empréstimos ofertado ao setor privado (Tabela III-14).

TABELA III-14

PARTICIPAÇÃO DOS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS PÚBLICOS E PRIVADOS SOBRE O TOTAL DE EMPRÉSTIMOS OFERTADOS AO SETOR PRIVADO

anos/ itens	67	68	69	70	71	72	73
Int. Público	48,7	49,0	50,0	52,5	49,0	43,9	43,1
Int. Privados	51,3	51,0	50,0	47,5	51,0	56,1	56,9

fonte: Boletins do Banco Central - vários anos.

O BNDE segue esta *performance*, sendo que os dados nos mostram o seu papel na fase de retomada e o decréscimo de sua participação nos anos do Milagre. Além da queda do peso do Banco neste último período, o que nos interessa destacar aí, é a mudança na sua forma de atuação. Até 64, a colaboração financeira aprovada pelo Banco em benefício do Setor Público é

<sup>32</sup> - O total de empréstimos tem performance semelhante

francamente dominante (Tabela III-15). A partir daí, no entanto, vemos que o Banco começa a mudar a direção de suas aprovações, que passam a se destinar, crescentemente, ao setor privado.

Além desse, outro fato a ser destacado se refere a mudanças no tipo de colaboração aprovada, pois o BNDE diversifica a sua atuação. Contrariamente ao que ocorrera até então, não mais direciona seus recursos essencialmente ao financiamento ao investimento, passando a oferecer diversas modalidades de operações de crédito à indústria e mesmo a outros setores (Martins, 1985:101).

No período pós 64, sem apoio político, no enfrentamento com o Plano de estabilização e a partir de posturas internas distintas, verifica-se que os Instrumentos de Poder acabam predominando sobre o projeto ideológico e levando este projeto a algo completamente distinto<sup>33</sup>. Para entender a quebra na forma de atuação do BNDE, é preciso ainda considerar que, com a retomada, verifica-se a autonomização das empresas estatais já existentes, sendo que estas passam a se manter com recursos próprios ou mesmo com financiamentos externos com juros vantajosos. Além do mais, contrariando os anseios do Banco, são criadas *holdings*, justamente nos setores onde o BNDE mais investia<sup>34</sup>.

Levando em consideração todos estes fatores, começa a se gestar a visão de que o Banco deveria financiar o Setor privado, via Recursos financeiros subsidiados e, mais do que isto, deveria se tornar um agente financeiro para o Setor Privado já instalado, o que implica numa ampliação do seu raio de ação. Esta ampliação entre 64-70 é feita a partir da criação de 6 FUNDOS sob sua administração:

- FINAME - financiamento à produção e comercialização de máquinas e equipamentos fabricados no país
- FIPEME - financiamento às pequenas e médias empresas industriais
- FUNTEC - para o desenvolvimento técnico e científico
- FINEP - para estudos de viabilidade
- FMRI - para modernização e reorganização industrial
- FUNGIRO - financiamento para capital de giro

<sup>33</sup> - Para informações a este respeito, veja entrevista (vídeo) de Tavares ao projeto memória do BNDE, 1982.

<sup>34</sup> - Destaca-se a criação da ELETROBRÁS, sendo que, na área de siderurgia, o CONSIDER passa a ter papel normativo na formulação de políticas para o setor. A SIDERBRÁS é criada a seguir, ocasião em que o BNDE é obrigado a transferir-lhe o controle acionário que detinha nas siderúrgicas (Martins, 1985).

TABELA III-15

## EVOLUÇÃO DA COLABORAÇÃO FINANCEIRA DO SISTEMA BNDES APROVADA EM BENEFÍCIO DOS SETORES PÚBLICO E PRIV. (em %)

item/ano	Setor Público	Set. Priv (2)
52	100,0	-
53	89,0	11,0
54	90,4	9,6
55	77,1	22,9
56	95,3	4,7
57	78,8	21,2
58	86,6	13,4
59	70,0	30,0
60	91,8	8,2
61	90,5	9,5
62	95,6	4,4
63	91,0	9,0
64	94,2	5,8
65	67,4	32,6
66	58,1	41,9
67	65,5	34,4
68	45,8	54,2
69	40,1	59,9
70	34,6	65,4
71	34,0	66,0
72	21,8	78,2
73	24,2	75,8
74	33,5	66,5
75	22,6	77,4
76	18,9	81,1
77	20,8	79,2
78	13,0	87,0
79	17,0	83,0

Fonte: quadro elaborado a partir do Relatório de Atividades (1978) do BNDE e do Programa de aplicações (1979). Encontrado também em Najberg (1989:18) e em Martins (1985:106).

Obs.: de 52 a 60 esta tabela difere um pouco do adotado por nós no capítulo I, que foi construída a partir de boletins do BNDES com datas, anteriores. De qualquer forma, a divergência é de poucos pontos percentuais, não alterando a análise em questão.

1) Inclui órgãos da adm. pública direta e indireta, bem como empresas com participação majoritária do governo. Difere da contabilização nos balancetes do Banco no que se refere aos empréstimos dos setores público e privado.

2) Inclui os totais das operações diretas e de repasses a agentes oficiais e privados dos diversos programas do BNDES, bem como o valor global das operações dos subsidiários do BNDE.

3) As informações relativas ao ano de 79 não incluem as operações das subsidiárias.

Como se percebe, estes FUNDOS se vinculam essencialmente a fins que não exigem modalidades de financiamento de longo prazo, como é o caso do financiamento para o capital de giro, para estudos de viabilidade e para a pequena e média empresa. São financiamentos que podem ser cobertos com crédito corrente e, no entanto, o Banco volta parte de seus esforços para atender justamente as modalidades acima.

Levando em consideração tanto a análise da estrutura de captação quanto à da estrutura de aplicação, podemos chegar a algumas conclusões acerca da configuração do BNDE no período em questão:

a) Como resultado do levantamento das fontes de recursos, detectamos que até 1974 o Banco conseguiu se manter através de um equilíbrio compensatório em termos de captação. É bem verdade que os aportes do Governo foram majoritários,<sup>35</sup> mas mesmo assim, nota-se uma modificação no MIX destes recursos, devendo-se destacar ainda que eles passam a não ser mais estabelecidos legalmente.

Mesmo considerando que num primeiro momento o Banco consegue aumentar o montante de recursos captados, esta situação já delinea alguns problemas que ele passará a enfrentar. Em primeiro lugar, a contínua modificação das fontes de recursos dificulta o estabelecimento de projetos de longo prazo, bancados por fontes tão instáveis e, em segundo lugar, tal estrutura já denota um aumento no custo médio dos recursos utilizados pelo BNDE. Tal situação se destaca pela redução dos recursos de natureza fiscal, com baixa exigência de remuneração e o aumento da captação externa, cujos juros dependem do mercado internacional de capitais. Esta situação se agrava ainda mais, se formos considerar que já começam também a aparecer normas que limitam a correção monetária<sup>36</sup> a ser cobrada dos devedores e que, no período do II PND, serão responsáveis por gigantescas doações patrimoniais aos empresários nacionais.

Observamos que tal situação é, em parte, resultado da própria proposta de Reforma que se implementa. Isto se dá porque é pensado um papel secundário para o BNDE, não sendo estabelecido, de forma mais estrutural, qualquer projeto para um Banco de Desenvolvimento Público. Esta situação leva a que, em primeira instância, o Banco tenha que lutar por seus recursos, intento que, a nosso ver, é apenas parcialmente alcançado. De fato, não se consegue qualquer fonte mais estável de recursos e nem se estabelecem, efetivamente, mecanismos alternativos de captação com prazos mais alongados. Na verdade, a fonte adicional de recursos que surge é o crédito externo, possibilitado pela facilidade de captação no exterior em período de grande liquidez internacional, mas que compromete as contas de um Intermediário Financeiro Público que trabalha, muitas vezes, com juros subsidiados.

Nestes termos, já do lado das fontes de recursos opera-se mais uma vez, o estabelecimento de uma estruturação extremamente frágil. Fica assim

---

<sup>35</sup> - Até 72, representaram mais de 50% do total de recursos captados

<sup>36</sup> - É o caso de Norma interna da FINAME de 65 - com vigência até 79, que fixa a Correção monetária em 10% aa e cujos beneficiários são as Pequenas e médias empresas (PME); e da resolução 317 de 1968- com vigência até 74, que fixa a Correção também em 10% aa e cujos beneficiários são basicamente PME e projetos de desenvolvimento tecnológico.

comprometido o papel do BNDE enquanto Banco de Desenvolvimento, no sentido de ser uma estrutura organizada para o oferecimento de crédito de longo prazo ao investimento, especialmente aqueles nas áreas de infraestrutura, que envolvem grandes montantes.

b) Em termos da destinação básica de suas aplicações, verificamos uma reversão, fato que se consubstancia em dois movimentos. De um lado, o Banco passa a direcionar seus financiamentos essencialmente ao Setor Privado e de outro lado, verifica-se uma ampliação no seu raio de ação.

Devemos considerar que o primeiro movimento está relacionado à modificação da própria forma de atuação das empresas estatais, que passam a ter a sua autonomização facilitada pela possibilidade de captar recursos do exterior

A frustração dos anseios dos dirigentes do Banco e a perda do controle do "Setor Produtivo do Estado" está intimamente ligada a estes fatores, pois que a autonomização das empresas estatais impede a constituição do BNDE enquanto *holding* das mesmas e é um dos fatores que interfere na reversão das aplicações do Banco para o setor privado.

Outra questão relacionada à modificação na forma de atuação do Banco tem a ver com a especificidade do período de retomada e com a mudança da postura do próprio Banco quanto ao seu papel, o que leva à diversificação das suas atividades de financiamento e à sua transformação: de Agência de Desenvolvimento para um agente operativo - um banco de financiamento ao setor privado, inserido numa política econômico/financeira sobre a qual não tem controle.

É esta nova postura que marca o caráter dos empréstimos concedidos no período de Retomada e do Milagre e que estabelece, a partir daí, a forma de ação do Banco<sup>37</sup>. Não só o BNDE passa a se outorgar o papel de "defensor e protetor do Setor Privado Nacional", como também abre um maior leque de aplicações para atender a este perfil. Verifica-se uma maior diversificação de aplicações, abarcando, tanto novos setores, quanto novos tipos de colaboração.

<sup>37</sup> - Martins (1985:109), observa que *"o que estamos sugerindo, em síntese, é que a progressiva reversão das aplicações do BNDE, do setor público para o setor privado, decorre em parte do fortalecimento, ampliação da capacidade de autofinanciamento e recurso fâcial a fontes externas de crédito do primeiro, como resultado do próprio modo de expansão do Estado a que temos nos referido. Tudo isso não exclui, entretanto, que outros fatores se tenham combinado para que essa reversão se fizesse. Mas a observação feita é um dado importante, a nosso ver, para explicar, em termos da necessidade de substituir zonas de influência pela busca de novos tipos de alianças o empenho com que o BNDE passou a se outorgar, então, o papel de protetor e defensor do setor privado nacional."*

Nesta nova fase, o BNDE passa a trabalhar não apenas com operações diretas de financiamento para o Investimento ( implantação e expansão), mas também com a colaboração para o desenvolvimento de um amplo leque de setores e atividades.

A atuação do BNDE no período de Retomada está também relacionada a esta ampliação de suas atividades. Além do redirecionamento das aplicações para o setor privado, o dado substantivo que queremos destacar refere-se a acima mencionada diversificação, sendo que, a partir daí a atividade de financiamento ao investimento passa a ser uma das modalidades de financiamento do banco.

Na verdade, é uma reversão do papel do BNDE, pois o discurso é o de que o Banco vinha trabalhando com metas exageradas e de que não era preciso investir maciçamente em infraestrutura, mesmo no período do Milagre. No entanto, o papel do Banco enquanto agência de desenvolvimento se firmava em destacar a importância da base técnica e da manutenção do investimento nestes setores em períodos de crescimento mesmo quando, momentaneamente, apresentassem capacidade ociosa.

A partir destas observações, queremos destacar que a análise do BNDE enquanto agente ofertador de crédito a longo prazo para o investimento deve ser balisada. Como resultado da Reforma, vemos que o papel do Banco passa a ser o de agência de fomento tanto por seu papel como repassador de recursos externos de agências internacionais, captados no exterior, como também por sua ação enquanto agência especial para financiar o setor privado. No entanto, este papel precisa ser qualificado, pois grande parte das operações não só não necessitam de financiamentos com prazos mais alongados, como também não são crédito de capital.

O fato de o Banco ocupar o espaço do crédito de longo prazo que é deixado em aberto pelos Bancos de Investimento também deve ser levantado. Em primeiro lugar, por este segmento ter sido destinado aos intermediários privados, podemos notar que nos anos considerados não existe uma delimitação clara quanto ao papel do BNDES e muito menos quanto às suas fontes de recursos, o que compromete a sua atuação. Em segundo lugar, é preciso perceber que os intermediários privados não têm interesse em assumir este espaço uma vez que não rivalizam com os intermediários financeiros Públicos e que, antes pelo contrário, encontram no esquema de repasses outra fonte de captação fácil e lucrativa. Esta estruturação específica mostra um forte esquema de solidariedade entre intermediários financeiros públicos e privados, recaindo o

ônus das operações a este último, esquema este que inclusive enrijece a postura de encurtamento de prazos assumida pelo setor financeiro privado.

Em verdade, pretendemos destacar que até 1974, ano em que o BNDE passa a receber o PIS/PASEP como fonte de recursos, este sistema de financiamento de longo prazo não esteve organizado e que, mesmo a partir daí, tendo em vista a forma específica de sua atuação isto também acaba não ocorrendo, o que nos leva a questionar a existência de um esquema organizado de crédito de longo prazo ao Investimento em nossa estrutura de financiamento.

### **3.3.3 - Balanço da estrutura de financiamento no período**

Quando vamos analisar os anos pós implantação da Reforma até o Milagre, podemos perceber o grande dinamismo apresentado pela Economia brasileira no período em questão. Nestes anos, de acordo com a nossa análise, podemos dizer que o padrão de desenvolvimento opera com todas as suas potencialidades. Percebemos, no entanto, que não é a viabilização de um arranjo financeiro interno, ofertador de crédito de longo prazo para o investimento que permite a continuidade da acumulação e que define a expansão.

Vimos que as fontes de financiamento para as empresas são intensificadas, não só pela modernização institucional instaurada e organizadora mecanismos financeiros de captação que crescem sobremaneira logo após a Reforma, mas também pela sofisticação de canais de entrada de capital externo de empréstimo.

Neste esquema, percebe-se claramente a continuidade da "preferência pelo endividamento" por parte dos investidores. As boas condições de crédito que se estabelecem, aliadas ao fracasso da proposta de institucionalização dos Bancos de Investimento, ao desvirtuamento das corretoras e dos fundos fiscais e à concorrência com títulos do Governo seguros e rentáveis são elementos que contribuem para a não dinamização do mercado de capitais. No entanto, é preciso perceber que isto se deve também, essencialmente, ao fato de estarmos lidando com financiamentos a empresas privadas nacionais que não entram em setores que envolvam grandes indivisibilidades. Trata-se de empreendimentos que podem ser bancados por empresas familiares que se instalam em mercados protegidos, num tipo de concorrência que não necessita do mercado de capitais como locus fundamental.

A "preferência pelo endividamento" deve ser entendida nestes termos, sendo que o financiamento da expansão da capacidade instalada pode ser feito pela utilização de lucros retidos na fase de aceleração, bem como pela utilização de crédito de curto prazo em condições vantajosas e que possam ser repactuados. É pois uma estrutura em que nos períodos de expansão, mesmo o *o finance de Investimento* às empresas privadas nacionais pode ser suprido, em parte com capital próprio e em parte, com crédito de curto prazo repactuado periodicamente.

Este foi o movimento detectado quando da análise das fontes de recursos, destacando-se que, no período do Milagre cresce a participação dos intermediários privados, ofertadores de empréstimo a curto e médio prazos. No caso do BNDE, especificamente, pudemos notar substancial diminuição em sua participação, o que confirma a queda de seu papel nestes anos de grande aquecimento da Economia brasileira.

Ademais, nesta configuração, as necessidades gerais de recursos por parte dos devedores podem ser atendidas em épocas de aceleração das vendas, graças à estrutura dos mercados das grandes empresas privadas nacionais que possibilitam o repasse do aumento dos custos aos preços. Ampla possibilidade de financiamentos de curto prazo e médio prazos permite, por outro lado, que em épocas de crise o refinanciamento de exigibilidades, em especial de capital de giro, possa ser efetivado.

A perspectiva de análise adotada mostra que a estrutura de financiamento se modifica, se adequando às necessidades do novo padrão de acumulação. Esta adequação, no entanto, se dá em moldes já estabelecidos anteriormente, sendo que as características fundamentais, definidoras da lógica de operação do Sistema anteriormente, continuam prevalecendo. O mesmo acontece com relação à dependência com os fluxos financeiros externos, à estrutura inflacionária e também (até se agudizando) ao pacto/conciliação entre Estado e o grande capital privado.

Uma conclusão importante a que se chega é a de que, de fato, o Plano de Metas determinou um salto qualitativo rumo à industrialização avançada. No entanto, até aí ainda não estão completadas as bases do novo padrão de acumulação. Estas se completam com a Reforma que, por seu caráter conservador não modifica a lógica de operação do padrão de desenvolvimento. Mesmo considerando que se está trabalhando, com uma economia avançada a partir

daí, podemos dizer que, na verdade, se continua com o mesmo padrão de desenvolvimento, agora em sua etapa especificamente capitalista.

Ou seja, não se pode dizer que a mudança da base técnica seja suficiente para mudar o padrão de desenvolvimento. Para que isto fosse possível, seria necessário modificar não só a histórica relação entre a produção material de bens e a distribuição de renda, como também a lógica de operação do sistema, atingindo frontalmente os seus beneficiários.

Em se tratando da estrutura de financiamento isto fica muito claro. Apesar de mais moderna e complexa, ela na verdade, continua operando calcada nas características que apresentava no período anterior e que são CONSTITUTIVAS<sup>38</sup>. Elas, por sua vez, estão intimamente ligadas a uma certa relação PÚBLICO/PRIVADO, que se consubstancia numa lógica de privatização do Estado PRÓPRIA do padrão de desenvolvimento em questão e que não é modificada, nem com o Plano de Metas nem com a Reforma.

Com a análise do período do Milagre vimos que se instituiu a correção monetária, embora não se tenha conseguido romper com o deságio, e a inflação continuasse sendo fonte de grandes ganhos especulativos. As empresas privadas nacionais continuaram trabalhando em seus mercados protegidos e pouco competitivos, com a possibilidade de repasse a preços de seus aumentos de custos, e os intermediários financeiros privados formaram conglomerados e trabalham apenas no curto e médio prazos, continuando a operar com suas estruturas super dimensionadas e custosas, facilitadas agora por um esquema de captação que estabelece canais para a entrada de recursos externos. De outro lado, os intermediários financeiros públicos assumiram o crédito de longo prazo ofertado pelo Sistema Financeiro Nacional, incluindo créditos subsidiados, mas com estruturas passivas que acabam não sendo compatíveis com sua atuação<sup>39</sup>. A idéia é destacar que nestes anos a captação nominal ficara bastante facilitada, pois os repasses tornam o esquema de captação muito cômodo, na medida em que a captação de longo prazo recai sobre o sistema público, e que também cabe a ele oferecer estes recursos com juros negativos para as operações consideradas prioritárias.

---

<sup>38</sup> - Com isto não estamos querendo "amarrar" a análise a uma camisa de força "estruturalista", que levaria à interpretação de que tudo o que é estrutural não pode ser mudado. Estamos querendo afirmar justamente, que é necessário um movimento mais amplo, para que estas modificações se efetivem, movimento que passa por uma mudança política capaz de mudar a própria relação de pacto/conciliação com os interesses do grande capital privado e que levariam a uma modificação do próprio padrão de desenvolvimento, o que não ocorre com as reformas implementadas.

<sup>39</sup> - O Banco do Brasil, por exemplo efetiva o crédito agrícola de longo prazo, mas continua com a conta movimento.

Esta configuração, por outro lado, possibilita que os intermediários privados continuem trabalhando com baixo risco, mas também leva a uma forte instabilidade monetária e a um "encilhamento financeiro do Estado". A estruturação do financiamento de longo prazo ao investimento deve então ser entendida neste contexto, o das transformações que não foram de fato implementadas (não transformações), mas contornadas graças a conjunturas favoráveis.

Neste tipo de estrutura de financiamento, os contratos em termos reais, a presença de agências estatais, administrando solidariamente com as agências privadas (via repasses) recursos da poupança compulsória, a existência de amplo sistema de crédito seletivo, com custos reais negativos, definem forte complexidade para a fixação de taxas de juros no país. Aqui, o caráter inflacionário e o pacto entre capital privado e Estado, que determinam um pesado ônus sobre as contas deste último não são portanto desajustes, mas sim elementos CONSTITUTIVOS que se mantêm após a Reforma.

Assim, queremos enfatizar que o financiamento de longo prazo ao investimento, ofertado pelo sistema financeiro nacional não pode ser visto desagregado desta discussão, que interrelaciona o baixo risco e a alta lucratividade envolvidos em operações financeiras de prazos reduzidos, com o alargamento de prazos e o alto ônus assumido pelos intermediários públicos - situação confirmada em nosso trabalho, pela análise do BNDE.

O interessante neste esquema é que permanece a solidariedade entre Estado e capital privado, tanto porque o Estado assume o risco do financiamento de longo prazo numa estrutura inflacionária, quanto porque não existe concorrência por fundos entre os intermediários financeiros públicos e privados.

## CAPÍTULO 4

### **A Desarticulação do Padrão de Desenvolvimento: Rebatimentos sobre a estrutura de financiamento.**

Entre 68 e 73, tivemos um rápido crescimento, com grande desenvolvimento da capacidade instalada. A fase de crescimento do ciclo já demonstrava desgastes em 72, período em que começam a aparecer alguns sintomas de crise.

Como já destacamos, a fase de expansão relativa ao Milagre Brasileiro é aquela em que o padrão de desenvolvimento atinge o limite de suas potencialidades (Almeida Filho, 1994), fato intimamente relacionado às reformas adotadas, articulado ainda às condições internacionais favoráveis. Estas últimas permitiram que as tensões latentes não emergissem, na medida em que, graças à ampla liquidez externa, houve um movimento de intensificação da entrada de capitais de empréstimo e de crescimento da importação de bens intermediários, que impediram o surgimento de estrangulamentos na expansão. No entanto, mesmo antes da alta do preço do petróleo já se mostravam problemas estruturais próprios do padrão de crescimento adotado.

Uma das marcantes características do ciclo expansivo foi a liderança do setor de bens de consumo duráveis, havendo grandes desproporções inter e intra setoriais, sendo o atraso do crescimento da produção dos bens de produção (devido ao crescimento das importações) um dos indicadores de tal situação. O estilo de crescimento adotado havia produzido sérios gargalos e os elementos que levaram à liderança do setor de bens de consumo duráveis tenderam a um esgotamento progressivo, pois por sua própria natureza há uma fratura entre a ampliação de sua taxa de acumulação e o crescimento de sua demanda efetiva. Assim, a indústria de duráveis é incapaz de manter um crescimento autogerado, como o é a indústria de bens de produção (Cardoso de Mello e Belluzzo, 1993).

Chegou-se ao período 72/73 com um desfalecimento da taxa de expansão do setor de duráveis, que começa a arrastar os demais setores. Paralelamente, aparecem pressões advindas do mercado internacional, pela

elevação do preço das matérias primas (petróleo, em especial) e dos equipamentos industriais importados pelo país. Como resultado das referidas desproporções e dos desajustes externos, surgiram focos inflacionários e tendências a fortes déficits na conta comercial do balanço de pagamentos.

As desproporções intersetoriais vão se projetar com especial ênfase com as sérias transformações internacionais (que já vinham em curso desde a década de 60) que se estabelecem a partir do choque do petróleo de 1973. Isto porque a crise do petróleo não foi um fato isolado e passageiro, pois a ela se somaram as transformações do sistema financeiro internacional. Estes elementos, conjugados, estimularam o ajustamento estrutural/industrial nos países avançados (exceto EUA)<sup>1</sup>.

A natureza destas transformações intervém diretamente na inserção dos países do terceiro mundo, entre eles o Brasil, no que tange às relações de comércio e com o sistema financeiro internacional. Ela abarca também a alteração de paradigma tecnológico, com consequências para o padrão competitivo internacional, levando a um gradativo redirecionamento dos fluxos de investimento para os mercados preferenciais dos países centrais.

*"A natureza da reestruturação é de alteração de paradigma tecnológico, com profundas implicações para o padrão competitivo internacional. A maior parte das empresas transnacionais, sobretudo as mais atingidas pelo processo microeletrônico e os setores que utilizaram mais intensamente seus produtos como insumos - automotiva - promoveram alterações estratégicas de dimensão crucial para os países em desenvolvimento. Considerando que desde a década de 50 havia um movimento intenso de internacionalização da concorrência entre os capitais, determinando um fluxo de investimento para os mercados nacionais dos países em desenvolvimento - investimentos diretos -, a reestruturação industrial redirecionou gradativamente o fluxo para os mercados preferenciais dos países centrais" (Almeida Filho, 1994: 91)*

Com relação ao Brasil, estes aspectos são fortalecidos na medida em que:

- i) O ajustamento macroeconômico das principais economias face à crise do petróleo diminui nosso potencial de exportação;
- ii) verifica-se uma alteração nas definições estratégicas das multinacionais que parte das matrizes impondo restrições à base internacionalizada da nova indústria;

---

<sup>1</sup> - Este ajustamento estimulou uma onda inovativa industrial, que ganhou uma dimensão de reestruturação, estabelecendo o que é definido por muitos autores como a "III Revolução industrial" (Cano, 1993).

iii) alteram-se as condições internacionais para empréstimos, com ascensão dos patamares de juros, o que causa impactos sobre os contratos em dólar e sobre a própria organização da estrutura de financiamento;

iv) a matriz industrial brasileira era extremamente dependente do petróleo;

v) vários projetos de investimento em maturação seriam afetados por uma descontinuidade no crescimento.

Desde que em nosso padrão de desenvolvimento o crescimento do comércio, os fluxos financeiros internacionais e a participação do capital externo têm um peso fundamental, a verificação de que estas transformações têm um caráter de continuidade - que não permite o retrocesso à situação pretérita - indica a necessidade de uma nova inserção, que envolve a adequação do padrão de desenvolvimento à nova realidade, ou mesmo à transição a um novo padrão.

A idéia aqui é destacar que as modificações internacionais abrem, historicamente, a alternativa estratégica de escolha entre a alteração das bases do padrão de desenvolvimento ou a promoção de modificações que permitissem sua continuidade/aprofundamento.

Desde o início, verifica-se o descarte da possibilidade de transformações estruturais<sup>2</sup>. A escolha a ser enfrentada parecia estar centrada unicamente na segunda perspectiva, que tem um caráter de "não transformação". De fato, esta perspectiva se abria para 2 opções, que não envolviam a correção dos rumos do "estilo de desenvolvimento" adotado.

A primeira estava relacionada a um ajustamento tradicional via recessão corretiva, e a segunda envolvia financiamentos via entrada de capitais de empréstimos e investimentos diretos que garantissem a manutenção do crescimento pelo amortecimento do impacto do aumento de custos sobre os preços internos.

Na medida em que a questão se colocava nestes termos, a alternativa "desejável" recaía sobre a segunda opção que, apesar de não recessiva e de destacar o aspecto das desproporções existentes, não considerava a mudança inexorável das condições internacionais e de seus reflexos sobre o padrão de desenvolvimento brasileiro. O discurso do II PND

---

<sup>2</sup>- No sentido de modificação dos elementos estruturais citados no capítulo II: estrutura de investimento, estrutura de financiamento, estrutura de distribuição e inserção internacional.

era o de que, frente ao "desequilíbrio estrutural" do Balanço de Pagamentos<sup>3</sup>, não era desejável adotar medidas de limitação às importações, pois estas ameaçariam o desempenho da Economia. A opção passaria, na verdade, por ajustes "macro", "estrutural" e "de energia".

A proposta do ajuste macro dizia não à recessão, pois esta inviabilizaria o "ajuste estrutural", de fundamental importância<sup>4</sup>. Optava-se pela manutenção do crescimento com uma desaceleração gradual em seu ritmo. Este ajuste macroeconômico deveria estar atrelado também ao citado "ajuste energético", que passava pelo estímulo ao programa de Investimentos da Petrobrás, acompanhado de medidas para reduzir o consumo de derivados.

Em termos do "ajuste estrutural", podemos observar que a análise destaca a necessidade de homogeneizar a base produtiva que apresentava gargalos. Para este ajuste, indicava-se a modificação na ênfase do crescimento da Economia, do setor de bens de consumo duráveis para o de bens de produção, o que seria arbitrado pelo Estado, via gastos públicos e concessão de incentivos. Para se alcançar tal objetivo, são traçadas duas frentes de ação:

i) O desenvolvimento de um vasto programa de investimento nas áreas das indústrias básicas - bens de capital e insumos básicos - com ampliação e diversificação desses setores, em resposta ao desequilíbrio do balanço de pagamentos<sup>5</sup>. Estes deveriam ser os setores líderes da economia do país, sendo que a idéia fundamental passava por criar aqui uma estrutura industrial, com as características das existentes nas nações industrialmente avançadas.

ii) A implementação de linhas de ação complementares consonantes com a ação norteadora citada acima e que tinham a ver com a necessidade de corrigir os desequilíbrios do "tripé empresarial". Estas passavam pelo fortalecimento da posição da Empresa Privada Nacional, pelo esforço na área de desenvolvimento tecnológico e pelo esforço em se arbitrar a concentração da atividade industrial.

---

<sup>3</sup> - A pressão das importações sobre as contas externas, somada ao aumento do preço do petróleo levou a que a balança comercial se tornasse altamente deficitária, tendo o déficit em conta corrente, mais que quadruplicado.

<sup>4</sup> - Aliás, em termos dos propósitos do Plano, este ajuste tornaria a recessão desnecessária.

<sup>5</sup> - Esforço de "substituição de importações".

Como se pode notar, o "ajuste estrutural" do II PND deve ser qualificado, pois o Plano limitava-se a mostrar problemas relacionados à produção industrial e a indicar as ações necessárias para a sua resolução, sem atacar, de fato, a lógica da estrutura de investimento e sem passar por qualquer modificação da estrutura de financiamento.

Em primeiro lugar, é preciso observar que o diagnóstico do II PND<sup>6</sup> não passava, em nenhum momento, por uma análise crítica do estilo de desenvolvimento adotado até então. Na verdade, tal plano apontava para a disposição de manter o projeto "Brasil Potência" (Lessa, 1987) e portanto do próprio padrão de desenvolvimento estabelecido anteriormente. Só que tal disposição se apresentava em circunstâncias bastantes adversas e desconsideradas.

Destacava-se a necessidade de modificação na ênfase do crescimento da economia, do setor de bens de consumo duráveis para o de bens de produção. A proposta não altera as características fundamentais da estrutura de investimento, sendo que se manteria a dependência tecnológica e financeira com os capitais externos.

Senão vejamos. Uma das características estruturais de nosso padrão de desenvolvimento refere-se ao papel central do capital estrangeiro, com ênfase para seu volume e sua natureza inovadora, determinante da dinâmica econômica. Tal papel se destaca, tanto em termos de investimentos diretos, com um peso determinante na estrutura de investimentos, quanto em termos dos fluxos de recursos na forma de capitais de empréstimos, aspecto determinante da própria conformação da estrutura de financiamento.

Em termos do primeiro elemento, verificamos que no período em questão já começa a se apresentar um redirecionamento dos investimentos para os mercados dos países centrais<sup>7</sup>. Isto se constitui numa modificação estrutural importante, indicando que a participação do capital estrangeiro na determinação do nível de investimentos sofreria uma queda<sup>8</sup> - fato não considerado pelo plano. Quanto ao segundo elemento, os fluxos de capitais de

<sup>6</sup> - Existe extenso debate acerca do diagnóstico do Plano, bem como de seus pontos positivos e negativos. Para algumas posições a respeito vide: Serra (1983), Batista (1987), Reis Velloso (1986), Langoni (1985), Castro (1985) e Lessa (1978).

<sup>7</sup> - Nestes mercados, os investimentos destinados à racionalização da capacidade produtiva e à redução dos custos ganharam importância relativa.

<sup>8</sup> - É interessante observar que, já no caso do II PND, as transferências tecnológicas previstas (joint ventures, acordos de licenciamento etc) e mesmo o ingresso de capital e tecnologia sob a forma de investimentos diretos, apresentaram um caráter muito mais induzido, sendo que os investimentos "autônomos" envolveram diretamente a articulação estatal e sua capacidade financeira de gasto.

empréstimo, verificamos que o Plano considera a continuidade de dependência de recursos externos, aproveitando-se da disponibilidade de empréstimos bancários do exterior.

Além do mais, as ações previstas não atacavam uma questão fundamental, a referente à consolidação em curso de um novo padrão tecnológico, baseado na utilização intensa da microeletrônica, que passara a ser o setor mais importante concernente à inovação tecnológica (Almeida Filho, 1994). O Plano, no entanto, não indicava qualquer ação nesta direção, sendo que os investimentos indicados por ele tinham o sentido de aumentar a produção nacional em setores já tradicionais - no sentido de que se situavam nos marcos da "II Revolução industrial"<sup>9</sup>.

A análise nos permite observar que a introdução do Plano não modifica a forma de inserção internacional, e muito menos a estrutura de financiamento, o que mostra, desde logo, seus limites num momento em que os capitais externos indicavam uma mudança de estratégia. Neste aspecto, destacamos então o fato de que o II PND, apesar de seu caráter direcionador, pode ser considerado como um momento de "não transformação". Assim, queremos destacar que a articulação dependente com os capitais externos continua nos mesmos moldes, não sendo atacada nem questionada pelo II PND.

A questão da fragilidade do financiamento não é sequer mencionada. Seguindo esta interpretação, tal Plano é um momento privilegiado de análise, especialmente no que tange à questão do financiamento a longo prazo. O Plano insere-se no sentido de "não transformações", com a manutenção das estruturas de investimento e financiamento nos moldes anteriormente existentes, decisão que indica o início do processo de descoordenação do padrão de desenvolvimento, que entra em crise nos anos 80.

Quanto à estrutura de financiamento, assunto que nos interessa de perto, mais do que não modificações, o que verificamos é um aprofundamento nas características definidoras da mesma, com fortes consequências para as contas do Estado e para a descoordenação do padrão de desenvolvimento, fato que merecerá nossa atenção a seguir.

---

<sup>9</sup> - Cano (1993:17) observa que *"a inserção do Brasil nessa Segunda Revolução industrial (...) demorou meio século, a partir da crise de 1929. Por outras razões, levamos outro meio século para consolidarmos sua implantação: iniciamo-la entre 1933-1955 de forma restringida e incipiente e de forma mais decisiva nos períodos de 1956-1962 e 1968-1980, quando concluímos a instalação dos setores produtores de bens de consumo durável, de bens intermediários e de capital"*.

## **4.1- A estrutura de financiamento e seu ajustamento face à desaceleração**

Vamos destacar o período em questão em 2 fases. Uma é, relativa ao período de implantação do II PND, que visava reverter as tendências de desaceleração - objetivo que não se concretiza e que traz consigo amplo movimento de endividamento externo. A idéia é destacar o caráter instável da intermediação financeira nacional, com a mudança de sinal dos indexadores, o que aponta para a possibilidade de fortes disrupções na estrutura de financiamento. No entanto, pretendemos mostrar que isto não ocorre essencialmente por que o Estado assume o ônus do ajuste, comprometendo suas contas. A outra fase se refere a década de 80, período em que fica então patente a desarticulação do padrão de desenvolvimento, em especial da estrutura de financiamento.

### **4.1.1 - A estrutura de financiamento até o final da década de 70**

Entre 74 e 76, como resultado da redução das exportações e do aumento das importações devidas à implantação do II PND, temos, ao contrário do período do Milagre, vultosos déficits no balanço comercial. O II PND ignorava a mudança de sinal ocorrida no cenário internacional, sendo que para garantir o crescimento acelerado da economia, o Governo Geisel estimulou ainda mais a captação de recursos externos em moeda.

A política do Governo, nesta época, foi relacionada a necessidade de fechar o balanço de pagamentos e manter o mais alto possível o nível de reservas. Para atingir este objetivo, segurou-se o crédito internamente e estimulou-se a entrada de empréstimos em moeda estrangeira através de um diferencial entre a taxa de juros interna e a externa. Além de várias medidas<sup>10</sup> para incentivar o endividamento externo, os recursos em moeda estrangeira não utilizados nas operações de repasse poderiam ser depositados no BACEN que, a partir de agosto de 74, assumiria os riscos de câmbio e os encargos financeiros ao credor externo durante o período de depósitos. Em julho de 1977, esta medida foi estendida aos empréstimos captados pela 4131 (res. 432).

---

<sup>10</sup> - Em fevereiro de 74 tinha sido suspensa a exigência de depósito compulsório por 6 meses, de 40% do valor do empréstimo. Em setembro de 74, foi reduzido o prazo mínimo de contratação de novos empréstimos em moeda para 5 anos. Com a circular 205 foi diminuído, de 25% para 5%, o imposto de renda incidente sobre juros, comissões e demais despesas referentes a operações de empréstimos externos.

Cabe observar que o movimento de "estrangeirização do crédito" que se dá nesta época é viabilizado, não só pela conjuntura favorável do mercado financeiro, como também e principalmente pelo curso e determinação da política econômica praticada no Brasil, que leva a uma maior dependência e vulnerabilidade em relação ao exterior. Tal fato mostra suas consequências a partir da interrupção dos fluxos de recursos externos em 82 e a consequente crise do financiamento público. Isto fica muito claro quando se observa que entre 74 e 76 apresentam-se vultosos déficits no balanço comercial, enquanto que no período 77/78, regularizam-se as relações comerciais, sendo que o balanço comercial se apresenta equilibrado nestes anos. Portanto, o acréscimo da dívida ocorrido no período pouco tem a ver com o financiamento do hiato de recursos, revelando o caráter predominantemente financeiro da tomada de novos recursos externos (Cruz, 1983).

Dada a forte entrada de recursos externos, o Governo é obrigado, cada vez mais, a colocar títulos em circulação para enxugar o sistema, o que já se mostrava perverso, dado ser este um período em que o investimento privado cai. Nos anos compreendidos entre o II PND e o final da década de 70, como resultado da aceleração inflacionária e da ascensão da taxa interna de juros, temos expansão da demanda por crédito contratado em moeda estrangeira e insolvências por iliquidez de inúmeras instituições financeiras que operavam em termos nominais, bem como de empresas produtivas que contratavam em termos reais. Enormes volumes de recursos são transferidos para bancos oficiais e estabelecimentos de maior porte.

De qualquer forma, posteriormente, a fim de salvar o setor que contrata em termos nominais, verificou-se substancial expansão da ajuda financeira do Banco Central para Bancos Comerciais, Financeiras e Bancos de Investimento. Ademais, como já foi dito, para reduzir os riscos dos tomadores de recursos externos de possíveis especulações cria-se o depósito em moeda estrangeira no Banco Central, que passa a se responsabilizar pelo pagamento de juros e demais encargos financeiros da dívida em moeda estrangeira (circular 230). Por outro lado, em termos do oferecimento de *finance*, verifica-se o incentivo à captação externa e paralelamente, forte expansão do crédito subsidiado para o setor agrícola, para exportadores de manufaturados e para a pequena e média empresa etc. Os tomadores de financiamento, portanto, ou se endividam em dólar, ou via créditos subsidiados.

Cabe destacar que as empresas mais líquidas e saudáveis tornaram-se aplicadoras no mercado financeiro e avessas ao endividamento bancário,

particularmente pela ausência de perspectiva de expansão produtiva<sup>11</sup>. Os aplicadores, por outro lado procuraram face à incerteza, reduzir o prazo de suas aplicações, barganhar juros elevados ou procurar ativos indexados. Isto porque não conseguiam mais definir uma taxa de juros nominal que lhe assegurasse um retorno real de suas aplicações.

Assim, num curto intervalo de tempo, verifica-se a saída dos fluxos do setor de contratos em termos nominais crescendo rapidamente as aplicações dirigidas a ativos com cláusula de correção monetária a posteriori (entre 74 e 76), principalmente depósitos de poupança.

TABELA IV-1

## HAVERES FINANCEIROS - PARTICIPAÇÃO DAS MODALIDADES NO TOTAL

saldos no final de período (em percentagens)

Especificações	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<b>Haveres Monetários</b>	42,9	38,6	36,3	33,7	31,3	33,1	33,3
1. Moeda em P. Pub	7,1	6,7	6,8	6,4	6,1	6,6	6,8
2. Dep. à vista	35,8	31,9	29,5	27,2	25,2	26,5	26,5
Banco do Brasil	7,1	5,9	5,4	4,4	4,0	4,5	4,0
Bcos Comerciais	27,2	24,5	22,4	21,2	19,9	20,7	21,2
Cxs econômicas	1,5	1,5	1,7	1,7	1,3	1,4	1,4
<b>Hav. não-monetários</b>	57,1	61,5	63,7	66,4	68,7	66,9	66,7
3. Dep. de poupança	9,9	11,9	15,7	17,4	18,7	20,7	22,8
CEF	5,1	6,1	7,8	8,5	8,8	9,4	10,1
CEES	2,1	2,4	3,1	3,5	3,6	3,9	4,0
SCI	2,1	2,6	3,8	4,4	5,1	6,2	7,4
APE	6,0	0,7	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2
4. Dep. à prazo	11,5	11,7	10,7	13,1	14,7	14,3	13,7
Banco do Brasil	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7
Bcos comerciais	2,7	2,4	2,7	4,2	6,0	6,1	4,6
Bcos investimentos	7,8	8,2	7,8	8,7	8,5	8,2	8,9
Bcos Desc/Cxs Econ	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3
5. Letras de câmbio	14,6	12,0	10,0	8,0	8,5	7,4	6,4
Bcos investimentos	0,1	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Financeiras	14,5	12,0	10,0	8,0	8,5	7,4	6,4
6. Letras Imobiliária	2,8	1,9	1,4	1,1	0,7	0,5	0,4
BNH	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Soc. Crd. Indust.	2,7	1,9	1,4	1,0	0,7	0,5	0,3
7. Tit. Púb. Est/Mun	1,9	3,0	3,4	3,1	3,0	3,3	3,5
8. Títulos federais	16,4	21,0	22,5	23,6	23,2	20,6	19,8
ORTN	11,3	12,9	12,3	11,7	10,6	9,9	13,8
LTN	5,1	8,0	10,1	11,9	12,6	10,7	6,1
OTN e outros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

fonte: Boletins mensais do BACEN.

A reversão do quadro inflacionário, desencadeada essencialmente pelo primeiro choque do petróleo, muda a forma de atuação dos agentes atuantes no sistema financeiro. Os agentes credores buscam contratos indexados às

<sup>11</sup> - O II PND não consegue rearticular as "três pernas do tripé".

ORTNs, sendo este o período de ouro dos títulos públicos (Mendonça de Barros, 1990b). Quanto aos títulos privados, por exemplo, os CDBs passam a carregar cláusula de indexação à ORTN a partir de 77, quando se inicia a troca pelo setor privado, do endividamento externo pelos créditos domésticos indexados às ORTNs.

TABELA IV-2

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS - 74/80 TAXAS MÉDIAS DE CRESCIMENTO REAL

saldos em final do período (em Cr\$ de 1977)

Especificações/anos	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<b>Haveres Monetários</b>	3,7	12,0	-2,0	-3,4	1,0	13,4	-15,0
1. Moeda em P. Pub	-1,6	16,6	5,4	-1,1	3,3	16,4	-13,2
2. Dep. à vista	4,8	11,1	-3,5	-4,0	-0,5	12,7	-15,5
Banco do Brasil	9,9	3,0	-5,0	-14,4	-1,5	19,6	-25,5
Bcos comerciais	3,7	12,3	-4,7	-1,8	2,1	11,5	-13,3
Cxs econômicos	2,2	22,9	21,3	0,8	-14,1	9,5	-15,4
<b>Hav. não-monetários</b>	5,3	34,3	8,0	8,5	12,6	4,3	-15,8
3. Dep. de poupança	59,2	49,3	37,8	15,6	16,6	18,7	-6,9
CEF	62,6	49,8	33,0	13,9	12,4	14,2	-8,9
CEES	44,5	41,1	32,4	17,2	14,3	13,7	-11,9
SCI	73,1	58,4	52,3	18,9	25,8	30,9	0,4
APE	45,2	43,3	45,1	11,0	19,7	15,2	12,4
4. Depósitos à prazo	0,8	27,5	-5,1	28,2	21,2	4,8	-19,2
Banco do Brasil	142,5	39,5	-87,1	10,6	-17,0	-44,0	-66,2
Bcos comerciais	-12,9	12,2	16,6	63,5	55,2	8,1	-36,1
Bcos investimentos	-1,3	31,3	-1,5	17,0	6,1	2,6	-8,4
Bcos Desc/Cxs Econ	142,6	33,5	4,3	-30,3	-62,8	218,1	247,3
5. Letras de câmbio	-4,9	2,4	-13,2	-16,4	14,9	-6,7	-26,6
Bcos investimentos	-79	-77,8	-89,6	-29,9	-	-	-
Financeiras	-3,2	2,8	-13,2	-16,4	14,9	-6,7	-26,6
6. Letras Imobiliária	-1,2	-15,7	-11,5	-11,5	-27,8	-22,3	-38,3
BNH	-3,4	-6,4	-9,3	-8,8	-4,3	-6,6	-24,8
Soc. Crd. Indust.	-1,1	-15,9	-23,0	-23,1	-29,1	-23,4	-39,4
7. Tít. Púb. Est/Mun	30,3	99,7	18,9	-4,5	5,5	18,2	-11,6
8. Títulos federais	-3,1	59,6	11,7	9,6	6,5	-4,6	-18,8
ORTN	22,3	42,6	-0,6	-0,8	-2,2	0,8	17,2
LTN	-33,9	97,6	31,4	22,2	15,1	-9,2	-52,1
OTN e outros	-	-12,0	73,1	-19,5	109,8	-24,1	43,6
<b>TOTAL</b>	4,6	24,7	4,1	4,2	8,7	7,1	-15,6

fonte: Boletins mensais do BACEN.

Já entre 74 e 77, verificamos uma transformação operacional na atuação dos intermediários financeiros. Em termos de sua estrutura de captação, há uma forte queda nos depósitos (especialmente depósitos à vista) e o crescimento das operações por repasses (Tabela III-4), dos débitos junto às autoridades monetárias, de recursos de origem externa. Assim, verifica-se que pouco a pouco a estrutura tradicional de captação vai sendo substituída por fontes alternativas de recursos, o que já se desenha no final da década de 70.

TABELA IV-3

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS OFICIAIS - PASSIVOS

participação dos itens no total

itens períodos	depósitos				déb. junto às AM	Repasses (1)	Oper. cambiais (2)	Rec. Próprios	Rep. int + Rep. ext.
	à vista	à prazo	outros	total					
78	24,7	6,1	2,4	33,2	6,4	33,1	13,2	11,3	46,3
79	23,9	5,4	3,5	32,8	6,5	31,5	18,7	8,5	50,2
80	23,3	3,3	3,5	30,1	6,2	34,4	18,9	7,9	53,1
81	23,8	3,3	3,0	30,1	4,8	36,6	17,6	8,3	54,2
82	16,4	5,4	2,9	24,7	4,3	41,7	18,2	8,7	59,9
83	11,3	6,3	2,0	19,6	5,2	40,0	25,2	8,6	65,2
84	9,9	7,2	2,0	19,1	8,9	36,7	24,2	9,4	60,9
85	13,1	11,7	2,9	27,7	3,0	40,1	18,0	9,9	58,1

fonte: Boletins BACEN - Vários anos.

1. Responsabilidades junto a entidades financeiros oficiais: BNH, FINAME, FIPEME e outros.

2. Corresponde, em nossa classificação, a repasses externos, entram aí os vinculados à Resolução 63 e outros.

TABELA IV-4

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS - PASSIVO

participação dos itens no total

itens períodos	depósitos				déb. junto às AM	Repasses (1)	Oper. cambiais (2)	Rec. Próprios	Rep. int + Rep. ext.
	à vista	à prazo	outros	total					
78	32,7	10,7	3,0	46,4	5,4	3,3	26,3	1,6	29,6
79	31,5	10,0	3,9	45,4	4,2	3,2	32,2	1,1	35,4
80	30,9	6,9	3,4	40,8	4,6	3,0	36,1	1,1	39,1
81	23,8	6,8	2,8	33,4	5,0	2,6	42,0	2,9	44,6
82	18,9	8,6	3,2	30,7	4,6	3,1	42,9	2,0	46,0
83	11,6	9,7	2,2	23,5	2,6	1,9	56,2	2,6	58,0
84	9,7	15,7	2,5	27,8	0,8	1,3	53,0	1,8	54,3
85	13,6	20,6	3,2	37,4	1,0	1,3	40,8	2,6	42,0

fonte: Boletins BACEN - Vários anos

1. Responsabilidades junto a entidades financeiros oficiais: BNH, FINAME, FIPEME e outros.

2. Corresponde, em nossa classificação, a repasses externos, entram aí os vinculado à Resolução 63 e outros.

TABELA IV-5

## BANCOS DE INVESTIMENTO - BALANCETE CONSOLIDADO - PASSIVO

participação dos itens no total (%)

itens anos	dep. a prazo	obrig. por emp.	Recursos Próprios	outros
80	54,0	32,8	11,0	2,2
81	51,5	32,3	11,3	4,9
82	51,6	30,0	14,5	3,9
83	47,7	33,6	15,2	3,5
84	49,5	31,5	16,5	2,5
85	47,1	32,0	18,7	2,2

fonte: Elaborado a partir de Boletins do BACEN - Vários anos

Por outro lado, se formos verificar a composição das principais aplicações do sistema, perceberemos que entre 74 e 80 não ocorreram, aparentemente, grandes modificações. No entanto, esta performance precisa ser melhor qualificada, pois podemos detectar certa alteração no comportamento operacional dos intermediários financeiros vis-a-vis sua atuação no período do Milagre (especial destaque para os Bancos Comerciais).

Crescem as operações cambiais e os depósitos registrados em moeda estrangeira (Tabela III-8), que representam saldos ociosos de recursos tomados e não foram repassados internamente. Estes recursos passam a correr por conta da autoridade monetária, que assume os custos e o risco cambial, o que é um fato novo que demonstrativo de que o Estado assume o ônus da instabilidade intrínseca do sistema, razão por que ela não se apresenta efetivamente nesta fase de mudança nos sinais dos indexadores. Por outro lado, até o final dos anos 70 os empréstimos mantêm a sua participação em termos de composição do ativo (Tabela IV-6)<sup>12</sup>

TABELA IV-6

## EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO - 1974 a 1980

Especificações	taxas de crescimento real (em Cr\$ de 1977)						
	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<b>Sistema Monetário</b>	23,5	22,6	9,9	5,6	6,0	10,0	-14,9
Banco do Brasil	38,0	28,7	14,2	4,3	-1,6	7,7	-16,1
Oficiais (Est. e Fed)	24,7	22,8	9,0	8,0	10,6	2,4	-14,3
Privados	10,0	15,5	4,9	6,1	13,5	1,3	-14,0
<b>Sistemas não monetário</b>	18,3	22,2	13,8	6,6	9,7	6,1	-13,8
Financeiras	-2,8	4,5	-8,7	-10,3	15,3	-2,4	-30,9
Bancos de invest.	4,3	21,5	3,0	8,5	7,1	12,9	-15,6
BNH (líquido)	-2,1	-0,6	5,5	15,7	18,5	14,6	6,6
Total (bruto)	25,7	23,7	23,7	17,2	13,7	5,6	-3,0
(-) repasses	39,4	32,1	28,4	17,5	12,0	3,6	-5,4
Soc. Cred. Imobiliário	26,1	11,7	18,3	15,8	7,5	9,8	-13,3
APES	41,8	30,3	40,5	25,4	17,3	15,1	-9,1
CEF	37,5	55,8	25,4	6,1	5,1	-1,0	-0,8
Caixas Estaduais	29,1	31,5	51,6	5,4	9,0	2,2	-14,7
BNDE (líquido)	151,1	57,1	28,9	11,3	13,4	6,6	-17,0
Total (bruto)	72,2	56,5	33,3	17,6	16,3	14,0	-13,6
(-) repasses	5,9	55,2	42,0	29,2	21,0	24,8	-9,4
Bcos Est. Desenvol.	51,8	41,1	38,1	11,9	8,6	6,4	-12,5
PIS	56,1	-29,2	-2,7	-21,2	-15,9	-20,7	-40,6
BNCC	56,8	93,6	13,5	-10,0	-2,1	29,2	25,3
<b>TOTAL</b>	20,9	22,4	11,8	6,1	7,8	8,0	-14,4

fonte: Boletins do BACEN, valores nominais deflacionados pelo IGP, col. 2 da FGV.

<sup>12</sup> - Os empréstimos reais de todo o Sistema Financeiro crescem até 77 (Tabela IV-6), apesar de o fazerem a taxas inferiores às do período anterior.

No entanto, uma questão a destacar quanto à concessão de créditos até o início da década de 80, é a retração da participação dos intermediários privados e a forte expansão, a partir de 76, da participação dos intermediários públicos que passam a financiar diretamente os governos estaduais e empresas estatais.

Percebe-se que o período de desaceleração reverte a tendência do período do Milagre, e as instituições financeiras públicas voltam ao seu papel tradicional de prover crédito subsidiado em nível relativamente mais amplo que o das instituições privadas. Verifica-se então, que os intermediários financeiros públicos contribuem para a sustentação da massa de investimentos e do produto agregados.

Devemos destacar o caso do BNDE que, ao desempenhar importante papel na implementação do II PND, é um dos responsáveis para a expansão do crédito no início do período em questão. Aliás, apenas os intermediários públicos continuam assumindo o risco do oferecimento de financiamentos com prazos mais alongados, sendo que os intermediários privados se concentram cada vez mais em operações de curto prazo, já indicando a reversão rumo a outras aplicações alternativas, que não os empréstimos.

Assim, até o início dos anos 80, os intermediários financeiros tomados como um todo continuam com sua atividade principal de concessão de empréstimos, só que os clientes são encontrados graças ao Governo, que arca com as baixas taxas de juros dos empréstimos oficiais e ao mecanismo do endividamento externo, que garante empréstimos indexados ao câmbio, também com juros mais baixos.

Outra questão a ser destacada quanto às aplicações é a de que os intermediários financeiros privados também modificam, pouco a pouco, sua carteira de aplicações rumo a ativos pós-fixados, sendo que uma das características deste período foi o início do crescimento das chamadas operações de *open market*<sup>13</sup> com lastro em títulos públicos.

As primeiras operações tiveram início no começo da década de 70. Os intermediários financeiros passaram a trocar recursos ociosos de caixa em espécie depositados na conta Reserva junto ao BACEN, por aplicações de curtíssimo prazo em títulos públicos federais. Paulatinamente, com o aumento

---

<sup>13</sup> - Um fator importante para o crescimento do OPEN foi a implantação do Sistema SELIC, em 1976. Para esta discussão, vide Mendonça de Barros (1990b.)

da inflação, as operações do OPEN invadiram também as empresas não financeiras.

Para entender a importância destas transações para os aplicadores, dentre os quais se destacam os intermediários financeiros, é preciso considerar que a colocação de títulos da dívida pública no Brasil tem características especiais, que vão no sentido de reduzir o risco do aplicador deixando a perspectiva de fortes ônus ao Estado.

Conforme já salientamos anteriormente, havia falta de comprador final para os títulos do Governo. Por isto, aparece a figura da aplicação com recompra. As instituições financeiras adquirem então o título do Governo, mantendo-o em sua carteira. Financiam esta compra, tradicionalmente via *open market*, vendendo estes títulos a seus clientes e garantindo a recompra num prazo fixado mutuamente. Através deste mecanismo, as instituições financeiras esperam conseguir grandes ganhos, pois têm a expectativa de que o juro do título, quando de seu resgate, seja maior que o juro de mercado do OPEN, que é devido aos clientes. É claro que aqui estaria embutido um risco, visto o potencial descasamento entre os títulos indexados à ORTN ou à taxa de câmbio e o dinheiro de seus clientes, indexado à taxa do *over*. No caso brasileiro, no entanto, isto não ocorria, pois a autoridade monetária cobria os riscos, na medida em que o Banco Central se comprometia a manter o custo do *Over* inferior à remuneração dos títulos públicos e se tal não ocorresse, comprava os títulos dos bancos e lhes vendia outros com a rentabilidade compatível ao novo nível do OPEN. O Banco Central garantia, ainda, a recompra daqueles títulos da carteira dos bancos que não conseguissem financiamento no mercado.

Além do mais, a operação de venda do título não aparecia como uma responsabilidade das instituições financeiras, pois o compromisso de recompra não era contabilizado. Isto só passa a ocorrer a partir de 88, ano em que as instituições financeiras passam a registrar suas operações de recompra de títulos.

Assim, além da questão das aplicações rentáveis, é preciso perceber que passa a existir, a partir do início destas operações, um passivo oculto que não estava sujeito a nenhuma restrição quantitativa<sup>14</sup> e que era um importante instrumento de captação que, ademais, levava a ganhos especulativos

---

<sup>14</sup> - Existiam instituições financeiras com compromissos de recompra equivalente a 1.000 vezes o seu patrimônio líquido.

e seguros por parte dos bancos,<sup>15</sup> o que não parece na análise simples dos balancetes. A situação é bastante cômoda para o setor privado, dado os riscos praticamente nulos envolvidos nas operações de *open-market*. O aplicador, de um lado, tem a sua liquidez garantida, conseguindo além do mais, uma remuneração igual ou superior à inflação. De outro lado, o intermediário financeiro consegue generosos *spreads*, praticamente sem riscos. O Governo, no entanto, capta recursos a juros reais, tendo perdido, progressivamente, a arrecadação do imposto inflacionário.

Com estes dados, procuramos demonstrar que entre 74 e o fim desta década, já percebemos mudanças operacionais que destacam o fato de que os intermediários financeiros fazem sua atividade de "intermediação" sem grandes traumas, sem ter que enfrentar, em última instância, a tão temida "instabilidade" própria do sistema, posto que o Estado acaba assumindo o ônus dos desajustes.

Em termos dos anos 80, é preciso considerar que houve mudanças muito importantes na estruturação patrimonial das empresas nacionais, com sérias consequências para o Estado, que assume o ônus do ajuste, fatos que têm rebatimentos sobre a estrutura de financiamento. O segundo choque do petróleo, a explosão das taxas de juros internacionais e o posterior fechamento dos recursos externos fazem com que o país comece a queimar rapidamente reservas, sendo constantemente atemorizado pelo fantasma da crise cambial. Dadas as sérias dificuldades de fechar o balanço de pagamentos, opta-se pelo ajuste recessivo, via monitoramento do FMI, com o intuito de resgatar a confiança junto às autoridades monetárias.

A elevação das taxas de juros e o agravamento do risco cambial nos empréstimos em moeda estrangeira, conjugados a uma política monetária e financeira que contraiu a liquidez monetária e o crédito, conduziram à referida reestruturação.

#### **4.1.2 - A estrutura de financiamento, pós anos 80.**

No início dos anos 80, verificamos outra mudança de sinal nos indexadores que mais uma vez afeta a forma de operação dos agentes do sistema financeiro nacional. O início deste movimento se dá em 1979, com a maxi de

---

<sup>15</sup> - "Nesta situação as intuições financeiras corriam um risco muito pequeno, desde que tivessem sempre a carteira média do mercado, de prejuízo ou de iliquidez. Podiam portanto comprar títulos de 2 a 5 anos de prazo e rolá-los com dinheiro de um dia de seus clientes" (Mendonça de Barros, 1990 b).

30%, seguida de préfixação do câmbio em 80 e da maxi de 1983. Tais fatos abalam o sistema de indexação como um todo<sup>16</sup>.

Com o agravamento do risco de câmbio, a correção cambial passou a ser rechaçada pelos devedores e procurada especulativamente pelo credores<sup>17</sup>, sendo as ORTNs dolarizadas. Por outro lado, a falta de credibilidade na correção monetária vai empurrando a poupança financeira para o *Open*.

Novo movimento em termos de indexação ocorre a partir do Plano Cruzado, com o lançamento das LBCs, e dos fundos de curto prazo. A novidade é que o referido título passa a incorporar o conceito de indexação financeira, ou seja, a variação de seu valor de face estava vinculada à taxa média de juros nas operações de 1 dia no sistema SELIC.

Nos período acima considerado, o setor privado virtualmente deixa de produzir e vai liquidando seus contratos em dólares, através da aplicação na 432 e 230 e o Governo se vê em situação cada vez mais difícil para fechar o balanço de pagamentos, num momento em que o giro da dívida é muito elevado. Assim, nos primeiros anos da década, as empresas estatais são incentivadas a se endividar em dólar.

Com isto, *"a simples renovação das dívidas das estatais e das agências públicas contraídas a altas taxas de juros era responsável por demanda de crédito crescente junto ao sistema financeiro, por parte do setor público"* (Almeida et alii, 1987: 70). Nos anos 80 temos então, como característica do sistema a "estatização do crédito", pois é o Governo que dá sustentação ao setor bancário, ampliando e reciclando a sua dívida.

No início desta década de 80, apesar da estagnação, o Setor Privado continua demandando empréstimos, isto porque este setor procurava fugir das obrigações em dólares. A idéia era conseguir empréstimos, mesmo com altas taxas internas de juros, para se livrar da instabilidade do risco cambial aplicando na 432 e 230, junto ao Banco Central. Dada a redução do crédito, algumas empresas não conseguem financiamento suficiente, e a saída é aplicar os recursos existentes em títulos do Governo.

---

<sup>16</sup> - *"Um dos pilares do sistema de indexação, as minidesvalorizações diárias abaixo da inflação interna, começa a ruir de forma incontrolável"* (Mendonça de Barros, 1990 b).

<sup>17</sup> - As ORTNs são dolarizadas.

Até 82, o Governo conseguia empréstimos externos para se financiar, mas a partir daí fecham-se as portas deste tipo de crédito. Num primeiro momento, mesmo sem endividamento adicional, o Governo aprofunda a estatização da dívida externa, passando a assumir as dívidas do setor privado. O pré pagamento da dívida passa a ser um mecanismo de financiamento do setor público, na medida em que a mesma é transferida do setor privado para ele, mas ao mesmo tempo implica em forte ônus por deixá-lo responsável pelas condições do endividamento que haviam sido assumidas pelas empresas.

Como resultado, vemos que a partir de 84, o setor privado praticamente já tinha pago as suas dívidas em condições mais vantajosas que no contrato original e se tornado credor. Por outro lado, da parte do Estado, findo o mecanismo indireto de financiamento, resta-lhe o recurso de financiar-se internamente através do lançamento de títulos de dívida. Apresenta-se uma carga tributária em declínio, tarifas defasadas e um enorme elenco de despesas difíceis de serem cumpridas, aparecendo apenas o recurso ao endividamento interno como substituto ao endividamento externo. Portanto, mesmo o mecanismo de estatização do crédito a nível nacional tem seus limites e com isto, vemos caírem as operações de crédito, em termos reais, a partir de 86.

Nos anos 80, do lado dos bancos comerciais oficiais, temos uma forte deterioração dos ativos, pois são efetuados empréstimos incobráveis, concedidos a Governos e empresas estatais. Na verdade, as raízes do estreito envolvimento operacional dos bancos estaduais com os empréstimos aos governos estaduais encontram-se na segunda metade dos anos 70. *"A opção de crescimento com endividamento deu oportunidade aos estados de intensificar as relações com seus Bancos e de potencializar a alavancagem de recursos financeiros. Entretanto, esse movimento ganhou corpo nos anos 80, quando cresceram os empréstimos para atender às dificuldades de financiamentos dos governos estaduais e o impacto deles no resultado operacional dos agentes financeiros"* (Lopreato, 1992: 123).

Os governos valeram-se do comando político sobre os BES, usando-os tanto para carregar os títulos da dívida mobiliária não colocados junto ao setor privado, quanto para tomar empréstimos com o objetivo de atender aos gastos públicos e aos problemas emergenciais. Assim, o Estado aparece como principal tomador, sendo que em 84, chega a ser responsável por 70% das operações de crédito destes bancos Tabela(IV-7).

TABELA IV-7

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS OFICIAIS - ATIVO

participação dos itens sobre o total.

itens anos	encaixe	empréstimos			op. cambial	I. em títulos			
		outros	set. pub.	set. priv.		total	de G. (1)	outros	total
78	8,5	3,1	28,9	42,0	72,9	6,2	2,7	1,0	3,7
79	7,8	2,5	31,8	40,3	73,4	9,4	2,0	0,2	2,2
80	6,8	3,1	34,1	37,6	71,1	8,5	3,1	0,4	3,5
81	5,6	2,8	38,4	31,4	78,1	5,5	8,1	0,2	8,3
82	4,9	3,7	44,9	30,5	77,5	3,6	4,2	0,4	4,6
83	2,3	4,4	48,5	25,0	68,9	6,2	2,2	0,8	3,0
84	4,1	6,4	46,5	17,6	72,0	8,6	2,2	0,6	2,6
85	3,0	3,3	50,1	18,6	72,9	5,6	6,1	0,6	6,7

fonte: Boletins do BACEN - Vários anos

(1) compreende ORTN, LTN e títulos estaduais e municipais.

TABELA IV-8

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS - ATIVO

participação de cada item no total

itens anos	encaixe	empréstimos			op. cambial	I. em títulos		
		set. pub.	set. priv.	total		de G. (1)	outros	total
78	16,7	1,1	52,9	56,3	11,5	0,6	2,9	3,5
79	13,6	3,3	49,5	54,3	14,6	2,0	1,2	3,2
80	11,8	4,5	43,7	52,1	14,5	5,9	1,9	7,8
81	9,9	6,6	38,0	48,6	15,9	6,8	2,4	9,2
82	8,1	7,9	35,9	46,7	14,7	9,4	4,3	13,7
83	4,3	12,0	25,3	40,3	22,8	6,2	2,8	9,0
84	6,7	10,6	27,4	42,2	20,9	5,3	2,0	7,3
85	6,2	11,3	35,9	50,2	12,0	7,2	3,2	10,4

fonte: Boletins do BACEN - Vários anos

(1) Compreender ORTN, LTN e Títulos Estaduais e Municipais

TABELA IV-9

## BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS MÚLTIPLOS - ATIVO

participação de algumas contas sobre o total

itens anos	disponibilidade	depósitos no BACEN	aplic. em títulos e valores mobiliários	op. de crédito e arrend. mercantil	haveres externos
88	0,5	5,1	45,9	26,5	4,1
89	0,5	2,5	54,9	24,1	8,2
90	0,7	22,9	14,0	52,4	10,2
91	0,6	13,5	11,8	42,3	11,4
92	0,4	2,3	28,1	41,0	12,8

fonte: Boletim do BACEN - set. 1993

Os bancos comerciais privados apresentam elevada taxa de rentabilidade, apesar da recessão. No entanto, vemos a estagnação da estrutura

de financiamento como um todo. Um dos indicadores é a redução do crédito em termos reais (exceção dos anos 85 e 86). As operações ativas se distanciam da dominância exclusiva das operações de crédito e vão concentrar-se, de forma crescente em várias outras modalidades, com destaque para a carteira de títulos e dos depósitos em moeda estrangeira junto ao Banco Central (entre 85 e 86).

Seria ainda importante destacar que, em uma década verificou-se praticamente uma estagnação no tamanho do ativo/passivo dos bancos comerciais privados. Só que, como destacamos acima, altera-se a qualidade dos ativos.

Quanto à estrutura de captação dos intermediários financeiros, também verificamos transformações. Nos bancos comerciais oficiais, vemos grande queda na participação dos depósitos totais (Tabela IV-3), em especial dos depósitos à vista e o crescimento paralelo dos repasses das Autoridades Monetárias, consubstanciando um socorro financeiro aos referidos bancos, que apresentam péssima situação.

Os bancos comerciais privados também vêm cair a estrutura de captação via depósitos (Tabela IV-4), fato ligado à progressiva desmonetização da economia, que leva a um decréscimo real brutal dos depósitos à vista. Até 85, vemos um aumento das operações de repasses, destacando-se os repasses externos. A partir daí, no entanto, estas obrigações também caem<sup>18</sup>.

Em termos de um balanço da década de 70 e anos 80, verificamos uma mudança paulatina na composição operacional dos intermediários financeiros. Quanto aos intermediários privados, especialmente os bancos comerciais, pudemos observar a facilidade de ajuste rumo a captações alternativas em especial a repasses, em detrimento aos depósitos, tradicional forma de captação bancária. Ademais, a atividade de "position making" é também facilitada pela forma específica como são feitas as operações com títulos do Governo. Estas características se exacerbam na década de 80, sendo que as mudanças na estrutura de captação, que já se desenhavam pós II PND, se aprofundam aí.

Paralelamente, vemos os Intermediários Financeiros Públicos assumindo mais uma vez papel de destaque na concessão de créditos em período de desaceleração e o ônus do ajuste dos movimentos sofridos pelos indexadores.

---

<sup>18</sup> - A partir do final dos anos 80 devemos passar a considerar o Balancete Consolidado dos Bancos Múltiplos. Esta nova configuração deve ser observada com atenção, pois aí não estamos apenas considerando a *performance* dos bancos comerciais.

De acordo com a conformação da estrutura de financiamento já discutida no capítulo anterior, continua cabendo a estes intermediários a concessão de financiamentos com prazos mais alongados. Para nós, a conformação do oferecimento de financiamento de longo prazo a nível nacional faz parte de toda esta configuração e não pode se desconectar dela. No período considerado está intimamente ligada: ao movimento dos intermediários privados, rumo a ativos de curto prazo; à reestruturação dos passivos destes mesmos intermediários no sentido da dependência de recursos externos; à performance exacerbadora da especulação em detrimento da intermediação e que destaca a aversão ao risco e a perspectiva de o Estado assumir o ônus das perdas.

No caso específico do financiamento à indústria, observamos que foi determinado ao BNDE papel de destaque na implementação do II PND, sendo que ao lhe serem então transferidos os recursos do PIS-PASEP, este Banco passa, enfim, a contar com uma fonte firme de recursos. Nossa idéia é analisar mais detidamente as operações do BNDE entre 74 e 80 e mostrar não só sua atuação na gestão de tal tarefa como também os seus descaminhos.

#### 4.2 - O BNDE e o II PND - análise de seu papel e indicação de sua atuação posterior

Para analisar o BNDE nos anos em questão, é preciso retomar o próprio diagnóstico do II PND, vez que a sua atuação neste período está intimamente relacionada ao papel que lhe é destinado por este Plano e que faz elevar a sua participação no total de empréstimos do Sistema financeiro ao Setor privado. Queremos salientar que nos deteremos na análise deste Banco essencialmente até os anos 80, pois para nós aí já se mostram os elementos que pretendemos destacar.

TABELA IV-10

#### BALANCETE CONSOLIDADO DOS BANCOS MÚLTIPLOS - PASSIVO

participação de algumas contas sobre o total				
itens anos	ob. haveres financeiros	ob. por emp. e repasses	ob. externos	recursos próprios
88	73,2	1,2	5,2	16,9
89	67,4	3,5	10,1	11,5
90	39,1	9,9	12,9	13,8
91	41,0	9,1	15,4	20,2
92	46,8	8,5	19,6	17,0

fonte: Boletim do BACEN - set. 1993

Para a implementação do II PND, é definida uma ação fundamental ao BNDE, no sentido de lhe ser imputado um papel chave no direcionamento de recursos para as indústrias básicas e de infra-estrutura.

TABELA IV-11

## EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO

itens/anos	participação de cada segmento						
	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<b>Sist. Monetário</b>	51,1	51,1	50,3	50,0	49,2	50,1	49,8
Banco do Brasil	21,7	22,8	23,4	22,9	20,9	20,9	20,4
Bcos Comerciais	29,3	28,3	26,9	27,1	28,3	29,2	29,4
<b>Sist. Não-Monetário</b>	48,9	48,9	49,7	50,0	50,8	49,9	50,2
Financeiras	12,1	10,3	8,4	7,1	7,6	6,9	5,6
Bcos de Investimentos	10,9	10,9	10,0	10,2	10,2	10,6	10,5
BNH (líquido)	2,5	2,0	1,9	2,1	2,3	2,4	3,0
Soc. Cred. Imobiliário	6,4	5,9	6,2	6,8	6,8	6,9	7,0
APES	1,3	1,4	1,7	2,1	2,2	2,4	2,5
Caixas Econômicas	7,8	9,4	11,2	11,2	11,5	10,1	11,2
BNDE	4,2	5,4	6,2	6,5	6,9	6,8	6,6
Bcos Estaduais	2,1	2,4	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2
BNCC	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
PIS(CEF)	1,4	0,8	0,7	0,5	0,4	2,9	0,2

fonte: Boletins do BACEN, novembro de 1980 a março de 1981.

As suas ações são balisadas pelas linhas traçadas pelo Plano que podem ser delineadas em duas frentes. Uma, relacionada ao esforço de investimentos na área de insumos básicos e de bens de capital e outra, vinculada ao estabelecimento de condições favoráveis à participação da empresa privada nacional.

No bojo do Plano são delimitadas certas áreas preferenciais de atuação ao Estado, Capital Privado Nacional e externo. O primeiro deveria se ocupar da infraestrutura, do desenvolvimento social (educação, saúde e previdência), bem como dos setores em que já houvesse monopólio estatal. Caberia à empresa estrangeira o papel de contribuir para o desenvolvimento tecnológico e de expandir as exportações em manufaturados tradicionais, ocupando também as áreas de maior complexidade tecnológica. Ao Capital Privado Nacional caberia a atuação restante das indústrias de transformação, construção, agricultura, pecuária, seguros e sistema financeiro.

A idéia que rege tal proposta e que justifica também o apoio do Plano ao capital Privado Nacional é a de que seria necessário corrigir os desequilíbrios do "tripé empresarial". Por isto mesmo, a delimitação do campo da atuação, tanto das empresas estrangeiras quanto do Estado visavam, o apoio ao Capital Privado Nacional. No caso do capital externo, pretendia-se destacar

a importância da cooperação entre Governo e iniciativa privada, buscando delimitar novas funções às empresas estrangeiras nas áreas de P&D e de abertura de mercados. Quanto às empresas de controle estatal, pretendia-se evitar o "avanço da estatização" e por isto destacava-se que só seriam implementados projetos sob controle de empresas estatais se o setor privado nacional demonstrasse não poder, ou não desejar realizá-los.

Ademais, a idéia de correção dos desequilíbrios do tripé, passava também pela criação de fortes estruturas empresariais nacionais, objetivo este que se desdobrava em duas linhas estratégicas, listadas a seguir.

i) Estimular a emergência de expressão da capacidade empresarial nacional, com apoio do BNDE (IBRASA, EMPRAMEC, FIBASE, FMRI e estímulos fiscais).

ii) Dotar as empresas nacionais de condições de competitividade face a empresas estrangeiras. A idéia era sanear as deficiências do empresariado nacional com relação a capital, financiamento de longo prazo, tecnologia e capacidade gerencial. Isto deveria ser feito com o apoio do Governo, via BNDE, através da definição de condições financeiras extremamente vantajosas. Estas condições passavam tanto por empréstimos de longo prazo para os mais variados fins, como também, pelo apoio à capitalização das empresas.

#### **4.2.1- Análise do comportamento operacional do BNDES**

O papel de agente financiador de investimentos, definido pelo II FND ao BNDE, leva a que o Banco incorpore os recursos do PIS/PASEP, até então aplicados pela Caixa Econômica Federal e pelo Banco do Brasil em operações que não tinham qualquer vinculação obrigatória.

A transferência do PIS/PASEP ao Banco modifica o *mix* dos recursos captados (Tabela II-12) não só pela inclusão de um novo item, mas principalmente, pelo seu peso sobre as demais fontes. De imediato, podemos perceber que de 73 para 75, houve substancial acréscimo nas fontes de recursos levando a que o Banco alcançasse um novo patamar em termos de captação, o que em grande medida, se deveu aos aportes da nova fonte de recursos.

TABELA IV-12

## EVOLUÇÃO DOS RECURSOS MOBILIZADOS PELO BNDE

(Cr\$ de 1981)

itens anos	Valor	Taxa de cresc.
70	73949452	13,4
71	82900363	12,0
72	104880597	26,5
73	137356863	31,2
74	252173166	83,6
75	426365428	69,0
76	388358994	(9,8)
77	454455531	17,0
78	472411953	3,9
79	169916220	(0,5)
80	406029576	(15,7)
81	326574000	(24,3)

fonte: BNDE: 30 anos - avaliação e rumos. Retirados de Welmowicki, (1990:239)

TABELA IV-13

## COMPOSIÇÃO DAS FONTES DE RECURSOS

(US\$ mi)

itens anos	Recursos de geração inteira	aportes de origem nac				aportes de origem estr.			total das fontes
		dotação	emp. e repases	PIS PASEP	total	emp. em moeda	financ	total	
74	297,0	114,5	726,3	326,3	1.167,1	17,3	87,8	105,1	1.569,2
75	516,3	170,6	595,2	1.325,2	2.091,0	245,6	21,7	267,3	2.874,6
76	612,9	27,6	473,1	1.520,0	2.025,6	130,8	29,9	160,7	2.799,2
77	771,4	76,2	628,4	1.665,7	2.730,3	368,5	30,0	398,5	3.540,2
78	1.000,2	121,8	511,2	1.826,7	2.459,7	528,3	26,6	554,9	4.014,8

fonte: Relatório de atividades do BNDE - 74 a 78 e BNDE - 30 anos Avaliação e Rumos.

Cabe aqui um destaque à a modificação no mix de recursos, que terá consequências sobre as contas do banco, conforme discutiremos mais adiante. Outra questão a ser observada é o crescimento das fontes de recursos em geral, destacando-se os recursos externos, que cresceram 428% em termos reais<sup>19</sup>. Podemos também verificar que no início do II PND, os recursos alcançaram um novo patamar<sup>20</sup>, que se mantém até 78<sup>21</sup>, mas que a partir de 79, ano que corresponde ao fim do ciclo de aplicações ligado ao II PND, apresenta um paulatino decréscimo<sup>22</sup>.

<sup>19</sup> - Os empréstimos em moeda, a partir de 75, passam a dominar enquanto forma de captação de recursos de origem estrangeira.

<sup>20</sup> - De 73 a 75 há uma elevação de 210% nos recursos disponíveis.

<sup>21</sup> - Excetuando-se o ano de 76

<sup>22</sup> - Em 1981 os recursos disponíveis apresentam uma queda de 44.5% em termos reais, com relação ao ano de 78.

TABELA IV-14

## VOLUME DE RECURSOS - FBKF

Especificações	<u>desembolsos</u>	<u>Prest. gas. + des</u>	<u>Des.</u>	<u>P. gas + des</u>
	FBKF	FBKF	FBKFind	FBKFind
74	6,8	6,8	30,3	30,3
75	9,1	10,6	49,2	57,8
76	8,9	10,6	38,2	45,5
77	9,3	10,6	41,2	47,0
78	9,4	10,6	46,0	51,8
79	8,1	8,7	48,6	49,0

fonte: Elaborado a partir BNDES: "30 anos Avaliação e Rumos" e relatório do IBGE (1987). Retirado de Najberg (1989:24)

Estes dados nos permitem fazer uma breve análise quanto aos recursos do Banco. É preciso considerar que os aportes do PIS-PASEP ao BNDE se constituem em importante medida, pois se apresentam enquanto fonte firme e constante de recursos, fato importante para um Banco envolvido com prazos alargados de financiamento. A questão mais complexa referente à utilização do PIS/PASEP diz respeito ao fato de que as aplicações destes recursos constituem um fundo à parte e que eles não geram receitas próprias para o BNDE, sendo definido que a remuneração mínima para estes fundos seria a Correção monetária mais 3% ao ano. A partir daí, podemos perceber que o Banco deslocou suas operações mais rentáveis para utilização do PIS/PASEP a fim de garantir aquela taxa mínima, sendo que os recursos que geravam receita própria foram aplicados em operações que propiciavam retornos menores. De qualquer forma, mesmo tal fato precisa ser devidamente qualificado quando analisamos o papel de um Banco Público de desenvolvimento, especialmente se consideramos que grande parte dos contratos de financiamento firmados neste período acabam se transformando em doações patrimoniais, aspectos que serão tratados mais à frente.

Em termos da aplicação de recursos, há uma articulação com o II PND pelo papel de destaque dado ao BNDE na implantação do mesmo. Para tanto, não só foi elaborado um Plano de ação para o banco em consonância com os objetivos estipulados, como também foram efetuadas modificações em diversas modalidades, programas e fundos, com o intuito de operacionalizar a ação do Banco, especialmente no que tange às relacionadas com os programas prioritários, definidos pelo II PND.

O I Plano de Ação do Sistema BNDE (I PA) abarca o quadriênio 74/78 e, segundo consta na proposta, buscava-se efetivar um processo de institucionalização de um sistema permanente de Planejamento de longo prazo,

consonante com o objetivo mais amplo do Banco, ou seja, o de impulsionar o processo de desenvolvimento do país. A partir daí são definidas diretrizes norteadoras da ação do Banco, sendo que, no caso do I PA, foram antecipados<sup>23</sup> os setores que seriam estabelecidos como prioritários pelo II PND:

- I- Produção de insumos básicos
- II- Produção de equipamentos básicos
- III- Serviços de infra-estrutura
- IV- Melhoria e eficiência das empresas (FMRI)
- V- Fortalecimento da pequena e média empresa
- VI- Desenvolvimento tecnológico
- VII- Consumo de base

Apesar de este Plano de Ação ter sido pensado para vigorar até 78, em 1976 foi feita uma revisão estabelecendo-se o **II Plano de Ação**, que deveria vigorar até 79. Em verdade, este não chega a ser um novo Plano, pois as diretrizes anteriores foram reafirmadas. A grande novidade é que foram criados mecanismos suplementares de apoio à capitalização das empresas privadas nacionais.

Em 78 é estabelecido o **III Plano de Ação**, que deveria vigorar até 81. O diagnóstico que justificava a confecção de um novo plano era o de que os projetos ligados ao II PND já haviam entrado em fase de execução. Por isto, deveria haver uma proposta no sentido de se estabelecerem novas diretrizes. Seguindo esta perspectiva, os caminhos indicados pelo novo plano foram a consolidação das indústrias de insumos básicos e equipamentos e o ataque às carências de infra-estrutura, bens de consumo essenciais, saúde educação e habitação.

Mesmo considerando que este novo Plano de Ação levava em conta a necessidade de consolidação dos projetos em andamento, cabe observar que o estímulo à expansão da capacidade produtiva perde o caráter prioritário. Apesar da definição de novas diretrizes, o III PA não contém uma orientação clara quanto aos rumos da instituição, visto que continuar reafirmando que, dentre os objetivos fundamentais da ação do BNDE, deveria estar o apoio e fortalecimento da Empresa Privada Nacional.

---

<sup>23</sup> - Para maiores detalhes, vide Welnowicki (1990:109).

Quanto à análise global da atuação do BNDE nos anos considerados, podemos verificar que a sua principal forma de ação é efetivada via financiamento direto e que, ao longo dos 2 primeiros PAs são implementadas várias modificações em modalidades, Programas e Fundos vinculados ao Banco para melhor atender os objetivos que lhe foram determinados.

#### QUADRO IV-1 MODALIDADES OPERACIONAIS

<b>NOME</b>	<b>I - FINAME</b>		
<b>Tipos</b>	a) Programa de Médio Prazo	b) Programa de Longo Prazo (FINAMÃO)	C) Programa Especial
<b>Objetivos</b>	Para atender empresas de pequeno e médio porte	Para atender a comercialização de equipamentos de maior porte	Para atender operações relacionadas à produção e comercialização de equipamentos sob encomenda que estivessem concorrendo em licitações internacionais ou em processo de incorporação de novas tecnologias
<b>Prazo</b>	Até 60 meses incluindo carência	Inicialmente com carência de 2 anos e amortização de 6. (Prazos modificados em 74)	Até 8 anos podendo ser dilatado para 15.
<b>NOME</b>	<b>II - POC (Programa de operações conjuntas)</b>		
<b>Linhas de ação</b>	<u>Mini POC</u> - até 17.000 ORTNs - BNDE não precisa analisar a operação	<u>POC</u> - 17.000 a 217.000 ORTNs - BNDE precisa analisar a operação	
<b>Linhas de operação</b>	a) <u>Operações Programa</u> Para apoiar projetos interrelacionados, estímulo à integração de atividades de diferentes regiões	b) <u>Operações Pacote</u> Projetos para atender empresas de pequeno e médio porte, no que tange a implantação, expansão e realocação.	c) <u>Operações Projeto</u> Apoio a empresa de grande porte (ativo fixo + novo I > 500.000 ORTNs).
<b>Taxas de juros</b>	regulamentadas pela res. 452/74, determinando condições diferenciadas, a depender da Região e da categoria da empresa		
<b>NOME</b>	<b>III - apoio ao desenvolvimento tecnológico (FUNTEC reformulado)</b>		
<b>Obs.:</b>	- Modificado em 74, passando a atuar <b>diretamente</b> junto às empresas no estímulo à absorção do progresso tecnológico e não apenas via recursos à institutos de Ensino Superior		
<b>NOME</b>	<b>IV - FMCI (fundo de modernização e reorganização industrial)</b>		
<b>Objetivo</b>	Apoiar a recuperação das empresas nacionais do setor industrial ameaçadas por dificuldades técnicas gerenciais e financeiras.		
<b>Taxas de juros</b>	4 a 8% mais correção monetária		
<b>Prazo</b>	Amortização mais carência (18 meses) - até 10 anos		
<b>Obs.:</b>	Criado em 1970, fundindo FUNESPE (fin. de estudos e pesquisa técnica) mais FUNDEPRO (fin. para o desenvolvimento da produtividade)		
<b>NOME</b>	<b>V - Apoio à capitalização de empresas</b>		
<b>Tipos</b>	a) Finac Programa de fin. e acionistas	b) PROCAP Programa que permite que BNDE financie, na forma de linhas de crédito com os BI, a aquisição de ações de empresas privadas nacionais.	c) Novos mecanismos a partir de 76 sem restrição a qualquer setor de atividade. Através nesta linha de crédito aparece o apoio isolado à pequena e média empresa.

Um dos elementos importantes a destacar é a criação, em 76, de 3 subsidiárias do BNDE: EMBRAMEC, FIBASE E IBRASA, empresas de participação, constituídas sob o controle acionário do BNDE para dar suporte ao fortalecimento da Empresa Privada Nacional. Estas subsidiárias se instituem enquanto um desdobramento da forma da atuação do Banco, que passa a ter participação direta no capital das empresas beneficiadas.

**QUADRO IV-2**  
**(Exemplo I)**

Contrato	Valor descontado	Prazo	Juros	Amortização	Desenbolsos inicial	Desenbolsos final (juros + amort.)
Padrão	250.000 ORTNs	8 anos (2 de carência)	5% aa	20 parcelas pagas trimestralmente a partir de 31/3/78	15,6 mil ORTNs	12,7 mil ORTNs
A) 458/74 Correção limitada	250.000 ORTNs	8 anos	5% aa	20 parcelas pagas trimestralmente a partir de 31/3/78	12 mil ORTNs	2,1 mil ORTNs (2,07 mil de amort.)
B) 458/74 refinanciamento	153.780 ORTNs	19 anos	5% aa	Parcelas pagas trimestralmente com amortização fixa de 2,07 mil ORTNs + juros	3,96 mil ORTNs (2,07 + 1,89)	

fonte: Elaborado a partir de exemplo montado por Najberg (1989), anexo III.

**TABELA IV-15**  
**BNDE - OPERAÇÕES APROVADAS POR PROGRAMAS**

participação sobre o total (%) e total de recursos

item anos	IB	EB	FPN (1)	IE	DT	CB	outros (2)	total de recursos (US mi)
74	44,0	4,8	23,2	19,5	0,6	2,3	5,6	2.433,5
75	40,8	21,2	21,6	10,4	0,9	1,2	3,9	4.012,5
76	45,2	23,5	16,8	2,8	6,3	-	11,3	4.821,0
77	27,9	46,6	14,4	4,6	6,2	-	6,3	2.284,9
78	29,9	20,7	37,7	6,6	0,1	-	5,0	4.091,3
<b>media</b>	<b>38,3</b>	<b>22,8</b>	<b>23,3</b>	<b>7,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>6,7</b>	<b>17.642,7</b>

fonte: Relatório anuais de atividades do BNDE - Vários anos

(1) Inclui fomento Regional, FIPEME, PEB, FINAC

(2) Inclui PROCAP

IB - insumos básicos

EB - equipamentos básicos

FPN - fortalecimento da Empresa Privada Nacional (engloba os programas "melhoria e eficiência das empresas" e "fortalecimento da pequena e média empresa").

IE - infra-estrutura

DT - desenvolvimento tecnológico.

Isto posto, podemos começar a levantar as operações aprovadas e os desembolsos efetivados. Podemos perceber (Tabelas IV-15 e IV-16) que entre 74 e 78, os três principais Programas beneficiados foram o de Insumos Básicos, Equipamentos Básicos e o de Fortalecimento da Empresa Privada Nacional<sup>24</sup>.

<sup>24</sup> - A única exceção é o ano de 74 em que o Programa de Equipamentos básicos, apesar de apresentar forte crescimento, obtém uma participação de apenas 4.8% do total de projetos aprovados. O terceiro lugar fica, neste ano, para o setor de

Apesar de apresentarem uma pequena alternância em termos de colocação, no período correspondente ao I e II PAs, os projetos vinculados a Insumos Básicos apresentam sempre a primeira colocação em termos de projetos aprovados, com uma participação acima de 40%.

**TABELA IV-16**  
**BNDE - DESEMBOLSOS SEGUNDO PROGRAMAS**

especificação	participação sobre o total (%) e total de recursos							total de recursos (US mi)
	IB	EB	FPN (1)	IE	DT	CB	outros	
74	33,2	13,1	28,7	11,9	1,6	3,8	7,7	1.527,0
75	41,3	18,5	22,7	11,9	0,1	1,5	4,0	2.560,0
76	30,8	35,5	20,5	7,4	0,5	-	5,3	2.813,0
77	36,1	35,3	16,3	5,7	0,2	-	6,4	3.106,0
78	42,5	31,1	18,0	5,4	0,2	-	2,8	4.091,0

fonte: Relatórios anuais do BNDE - Vários anos  
(1) Inclui fomento regional, PIB, FIPEME e FINAC  
(2) Inclui PROCAP

**TABELA IV-17**

**DESEMBOLSOS PELO SISTEMA BNDE - ATUAÇÃO SETORIAL EM %**

Setores	74	75	76	77	78	79
<b>I - Insumos básicos</b>	30,5	39,4	29,9	32,5	36,2	30,8
Mineração	0,5	0,6	0,6	1,5	1,1	0,3
Siderurgia	20,8	18,9	10	11	13,6	12,2
Metalurgia	0,4	0,7	0,9	1,8	3,2	2,9
Química/Petroq.	5,2	7,1	8,8	8,9	7,5	5,5
Fertilizantes	0,5	2,1	1,6	0,8	1,9	1,6
Papel e Celulose	0,3	3,2	4,6	4,6	2,6	1,6
Cimento	2,5	4,2	0,7	0,5	0,9	0,4
Fibase	0,3	2,6	2,7	3,4	5,4	6,5
<b>II - Equipamentos</b>	20,2	23,4	39,1	41,5	41,5	42,1
Bens de Capital	3,5	3,3	5,6	3,8	1,6	1,3
FINAME	16,7	19,5	31,8	36,5	38,1	39,0
EMBRAMEC	-	0,6	1,7	1,2	1,8	1,8
<b>III - Outros Programas</b>	49,3	37,4	31,0	26,0	22,3	27,1
Op. c/agentes	15,2	12,7	13,4	11,7	12	15,6
Moern. de emp.	10,1	6,7	3,3	2,2	2,2	6,1
Infra-estrutura	11,3	11	6,9	5,1	4,6	4,4
Desenvol. tecnl.	1,6	0,9	0,5	0,2	0,1	0,1
I. base	0,5	1,6	1,9	1,1	1,0	2,4
Capital	-	-	1,5	3,4	1,8	3,7
Outros	10,6	4,8	3,5	2,3	0,6	0,8

fonte: Najberg (1989:27)  
(1) a tabela IV - 5 diz respeito a liberações do BNDE individualmente

Em termos gerais, até 76 verificamos que os recursos aprovados apresentam um contínuo crescimento e que, em 77 há uma queda substancial,

infra-estrutura. Em compensação, no ano de 75, os valores de projetos aprovados que apresentam maior crescimento são os vinculados a equipamentos básicos, razão pela qual este é alçado ao 3º lugar em termos de aprovações efetivadas.

tanto no que tange as operações aprovadas pelo Sistema como um todo, quanto no que se refere aos contratos efetuados pelo banco isoladamente. A queda nos montantes aprovados (-50,8%) está ligada a uma brusca redução na demanda de crédito, pois parte dos projetos ligados ao II PND já tinham sido equacionados, além de haver também um recuo de novos projetos devido à extinção da cláusula de redução da correção monetária.

No ano de 78, como resultado do novo direcionamento adotado, as operações aprovadas voltam a crescer, só que seus valores atingem apenas o nível de 74, sendo que o programa líder passa a ser agora o de Fortalecimento das Empresas Privadas Nacionais (37,7%).

Quanto à verificação do comportamento dos recursos liberados às subsidiárias, nas linhas de apoio à capitalização das empresas, que fazem parte do Sistema BNDE (Tabela IV-18), percebemos que eles seguem basicamente uma performance semelhante às das aprovações do banco isoladamente.

TABELA IV-18

**VALOR DAS OPERAÇÕES APROVADAS NAS LINHAS DE APOIO À CAPITALIZAÇÃO DE EMPRESAS**

Especificações	(US\$ mi)					
	FINAC	PROCAP	FIBASE	EMBRAMEC	IBRASA	Total
74	-	-	8,0	1,1	12,3	21,4
75	-	-	43,0	35,8	51,4	130,2
76	193,5	226,1	232,0	131,8	76,7	860,1
77	262,1	119,3	127,7	18,8	35,0	562,9
78	752,0	194,9	236,3	37,4	94,5	1.315,0

fonte: Elaborado a partir de relatórios anuais do BNDE.

TABELA IV-19

**SISTEMA - BNDE - INDICADORES GERAIS DE DESEMPENHO**

item	(BNDE + subsidiárias) US\$ milhões		
	Col. aprov.	desenbol.	op. de prest. de gar. em moeda est.
anos			
73	1.223,9	875,8	65,1
74	2.932,6	1.791,4	354,5
75	4.595,3	2.742,6	431,0
76	4.821,0	3.019,0	575,4
77	3.190,0	3.415,5	453,7
78	9.290,0	4.091,0	617,8
<b>Total</b>	<b>26.490,9</b>	<b>15.068,5</b>	<b>2.432,4</b>

fonte: Relatórios de desempenho do BNDE (73 a 78)

Obs.: os valores das colaborações aprovadas e dos desembolsos incluem também os efetuados pelo FINAME.

Cabe ainda observar que o grande crescimento das operações aprovadas em 78, muito superior ao verificado pelas operações do Banco isoladamente, deve-se em grande parte às operações FINAME que corresponderam a 67% do total, e tiveram um crescimento relativo a três vezes o aprovado no ano anterior. Este movimento esteve ligado à concentração de operações destinadas a apoiar projetos de grande vulto como Itaipu, Programa Siderúrgico Nacional e Metrô do Rio e São Paulo.

TABELA IV-20

## DESEMBOLSOS E PRESTAÇÃO DE GARANTIA DO SISTEMA BNDES SOBRE FBKF

ano	desemp (A)	Prest. Serv (B)	FBCF	FBKF na ind (D)	A/C	$\frac{A+B}{C}$	A/D	em Cr\$ bi $\frac{A+B}{D}$
74	11,2	-	162,8	37,0	6,8	6,8	30,3	30,3
75	22,4	3,6	244,8	45,0	9,1	10,6	49,2	57,8
76	32,7	6,2	365,5	85,5	8,9	10,6	38,2	45,5
77	49,4	6,9	529,6	119,8	9,3	10,6	41,2	47,0
78	74,4	9,4	788,9	161,2	9,4	10,6	46,0	51,8
79	111,9	8,3	1.375,1	245,1	8,1	8,7	48,6	49,0

Fonte: 30 anos de BNDE - avaliação e rumos e IBGE (1987)

(1) Apesar do aumento das aprovações do BNDES com a transferência em 74, do fundo PIS/PASEP, o seu reflexo nos desembolsos se faz sentir a partir de 75.

#### 4.2.2) A correção monetária parcial/ o comprometimento dos financiamentos do BNDE e os caminhos de sua atuação posterior.

Conforme constatamos, o BNDE é destacado para exercer importante papel na implementação do II PND. No período 74/76, vimos crescerem substancialmente os recursos do Banco e suas aplicações feitas essencialmente via concessão de empréstimos. A simples constatação destes dados não nos explica, no entanto, o expressivo crescimento dos empréstimos efetuados. Na verdade, para entender este movimento é preciso considerar as condições em que foram feitos tais financiamentos.

Como se sabe, os empréstimos concedidos pelo banco são essencialmente de Longo Prazo, e os contratos foram realizados prevendo juros mais correção monetária, só que a maioria dos empréstimos contratados com o Setor Privado foi estabelecido, entre 74 e 77, via utilização de mecanismos de cobrança de Correção monetária Parcial.

Nestes termos, é interessante analisar este mecanismo para poder verificar o próprio sentido dos benefícios concedidos e também para destacar os montantes das doações patrimoniais concedidas, correspondentes à dívida do Tesouro para com o BNDE<sup>25</sup>. Por fim, a idéia é destacar a atividade do BNDES enquanto BANCADOR e mostrar que aí se encerra um ciclo em que o Banco exerce papel importante para, a seguir, entrar em um outro em que são requeridas definições quanto à sua efetiva atribuição na estrutura de financiamento.

Como se sabe, os empréstimos concedidos pelo banco são essencialmente de longo prazo e os contratos foram realizados prevendo a cobrança de juros mais correção monetária. Os juros foram definidos programa a programa, variando de acordo com a prioridade do financiamento em questão. À época, a correção monetária estava atrelada às variações da ORTN. No entanto, os propositores do II PND verificam a complexidade de se trabalhar com empréstimos de longo prazo, corrigidos com pós-fixação, em uma situação inflacionária.

Com o intuito de incentivar os investimentos previstos no referido Plano, atenuando as dificuldades que o setor privado poderia enfrentar, introduzem medidas criando um outro critério de indexação, capaz de atrair o empresário privado. De 74 a 79, foram adotados essencialmente três tipos de critérios, estabelecidos a partir de legislação que define a forma como se daria a correção monetária parcial.

i) Pré-fixação da correção monetária em 20% ao ano, com refinanciamento do excedente (correção que ultrapassasse aquele limite), após o término do contrato original<sup>26</sup>.

- Adotado pela resolução 458/74 em que o BNDE autoriza o refinanciamento da correção monetária que excedesse 20% aa às empresas mutuárias do sistema.

- Decreto lei 1.410/75, visando o abatimento no IR, da Correção Monetária que excedesse 20% aa concedido a investimentos definidos como prioritários

<sup>25</sup> - Os dados referentes a esta parte da análise são retirados do trabalho de Najberg.(1989)

<sup>26</sup> - Este critério já fora utilizado anteriormente por norma Interna da FINAME e pela resolução 317/68, instrumentos que fixavam a Correção Monetária em até 10% ao ano para projetos vinculados a Pequenas e Médias empresas e a projetos de desenvolvimento tecnológico.

ii) Pré-fixação da correção monetária em 20% aa, sendo que o excedente é transformado em doação ao mutuário, uma vez que ele fica dispensado das amortizações suplementares. O Tesouro Nacional assume estas dívidas, transformando-se ele, em devedor do Banco.

- Decreto Lei 1.452/76, modifica a sistemática de benefício e revoga o DL 1.410, sendo sustado o mecanismo de refinanciamento. A partir daí, o sistema de concessão de benefícios para posterior ressarcimento passa a ser tratado pelo BNDE, como um empréstimo que estivesse sendo tomado pelo Tesouro. Beneficiários: setores prioritários. Vigência: 75 e 76.

- Decreto Lei 1.471/76, estende o benefício da Correção Monetária pré-fixada aos Bancos de Investimento privados, no caso de subscrição de ações em aumentos de capital das Empresas Privadas Nacionais. Beneficiários: Bancos de Investimento. Vigência 75 e 76.

- Decreto Lei 1.479/76, estende os benefícios do DL 1.452 às operações de capitalização da Empresa Privada Nacional. Os Beneficiários seriam Bancos de Investimentos, Bancos de Desenvolvimento, Bancos Comerciais com carteiras de desenvolvimento, subsidiárias do BNDE. Vigência: 75 e 76.

- Decreto Lei 1.531/77, define que a pré-fixação valeria para operações de capitalização, extinguindo-se assim, dos demais contratos, que deveriam ser realizados com correção plena. Vigência: 77.

- Decreto Lei 1.621/78, define que a pré-fixação valeria para operações de capitalização e também para operações com Pequenas e Médias Empresas na região da SUDAM e SUDENE, bem como para operações de capitalização. Vigência: 1978

iii) Delimitação da Correção Monetária em 70% do crescimento das ORTNs.

- Decreto Lei 1.679/79, modifica o esquema de subsídio, sendo criado um fator de redução fixo em 7/10 da evolução da ORTN. Beneficiários: operações de capitalização e financiamento às Pequenas e médias empresas na Região da SUDAM e SUDENE.

Pelo primeiro critério adotado, a garantia de um teto máximo de correção parecia ser a solução. Esta modalidade funcionava quase como se fosse uma pré-fixação e, sem dúvida, como um importante subsídio. De acordo com o discurso dos propositores de tal medida, o teto de 20% fôra determinado a partir da análise da taxa média do período 68-73, considerando-se a hipótese de que se esperava controlar a inflação neste patamar.

Para melhor entender o alcance de tal medida, é importante levantar os beneficiados que estavam relacionados a projetos que envolviam indústrias de bens de capital, indústrias siderúrgicas, indústrias de fundição e ferro ligas, pesquisa, mineração e metalurgia de metais não ferrosos, produção de pasta mecânica, indústria de papel e celulose, indústria química e petroquímica, indústria de cimento, indústria de fertilizantes e pequena e média empresas em geral.

O interessante nesta listagem é que além de ser bastante ampla, ela engloba os financiamentos à pequena e média empresa, sem distinção de setor e sem qualquer qualificação especial, visto o intuito do II PND de fortalecer a Empresa Privada Nacional.

Em primeira instância, pela **Resolução 458** a legislação previa o refinanciamento do montante que excedesse o teto de 20%<sup>27</sup>. Este montante era contabilizado em separado, correspondendo praticamente a um novo financiamento, que deveria ser iniciado após o término do período previsto no contrato base (depois do prazo de amortização). Estavam aí previstas as mesmas normas do contrato inicial, só que no caso do refinanciamento utilizava-se a Correção Plena.

Ainda com respeito a este contrato, devemos destacar que o valor de cada amortização da nova dívida não poderia ser, em ORTN superior à última parcela do contrato original. Ademais, o valor a ser amortizado em ORTN, não se modificaria a partir daí, o que tornou-se uma vantagem a mais, na medida em que acarretava em dilatação de prazos e em redução do tamanho do desembolso. Esta nova vantagem se estabelece a partir do momento em que a inflação vai alcançando patamares mais altos, pois tal cláusula acabava por determinar um grande alargamento dos contratos, com baixas valores a serem

---

<sup>27</sup> - A cada vencimento, a prestação devida era corrigida monetariamente com base na ORTN e na ORTN limitada. As diferenças eram levadas à conta "refinanciamento".

pagos a cada parcela<sup>28</sup>. As vantagens<sup>29</sup> se tornaram tanto maiores, quanto maior a ampliação do prazo, sendo que este se estenderia mais, quanto maior fosse o financiamento.

Desde a implementação tanto da resolução 458 quanto do DL 1.410, se pôde observar que houve um crescimento da taxa de inflação, que atingiu patamares de 34,55% em 74 e de 29,35% em 75 (IGP- DI). Tais índices foram, no entanto, considerados atípicos, consequência da elevação dos preços do petróleo.

Seguindo esta interpretação e na busca de incentivar a implementação do II PND, atraindo os empresários nacionais a investirem nos setores considerados prioritários, é introduzido o DL 1.452/76, modificando e revogando o DL 1.410, mas mesmo assim, mantendo o teto da Correção Monetária em 20% aa. Este novo decreto susta o mecanismo de refinanciamento para o mutuário e joga este pagamento para o Tesouro Nacional, que se responsabiliza pelo restante da dívida. Um fato interessante a ser destacado é que tal decreto é retroativo e estende seus benefícios a todos os projetos considerados prioritários entre 75 e 76, abarcando contratos já em andamento.

Em termos operacionais, o cálculo do benefício tornou-se mensal, sendo criada uma nova unidade monetária com o valor inicial igual ao da ORTN no mês da liberação do empréstimo. Esta evolui até o teto de 20%, permanecendo neste valor até dezembro do ano em questão. Em janeiro começa então novo processo de contabilização.

Conforme se pode constatar, o novo benefício estabelecido passa a determinar uma redução substancial na dívida do mutuário, contabilizada em ORTN, uma vez que estes não pagam o que excede a 20% da Correção em um ano civil. Na verdade, mais do que propriamente um benefício, esta redução da

<sup>28</sup>-Em vários casos seria necessário um número absurdo de prestações para liquidar o financiamento. Na verdade, o limite legal pode ser delimitado para o ano de 2005 (1.575+ 30) pois, pelo artigo 817 do Código Civil, o prazo de uma hipoteca não pode ultrapassar 30 anos.

<sup>29</sup>- O exemplo retirado de Najberg, (1989: 49) esclarece um pouco mais a questão. Levando-se em consideração um contrato com uma única liberação de 1.000 ORTNs, em dezembro de 74 e com 2 amortizações de 50 ORTNs, vencendo em junho e em dezembro de 75. Se, em dezembro de 74, 1 ORTN=Cr\$ 1; se em junho de 75, 1 ORTN=Cr\$ 2; se em dezembro de 75, 1 ORTN=Cr\$ 5, a empresa contratante desembolsaria:

jun 75 (50 x Cr\$ 1.2)/Cr\$ 2 = 30 ORTNs

dez 75 (50 x Cr\$ 1.2)/Cr\$ 5 = 10 ORTNs

Portanto, as amortizações que deveriam ter o valor de 50 ORTNs teriam sido reduzidas para 30 e 10 ORTNs, perfazendo um total de 40 ORTNs, cabendo um refinanciamento de 60 ORTNs. Este valor seria objeto de um novo financiamento, num sistema de amortizações, também semestrais, só que o valor de cada uma das parcelas deveria ser o de 10 ORTNs, com início em junho de 76 e portanto, término em dezembro de 78. No exemplo, um empréstimo de 1 ano ficou estendido para 4 anos.

dívida se consubstancia em DOAÇÃO PATRIMONIAL, sendo que o ônus cabe ao TESOURO.

**QUADRO IV-3**  
**Exemplo II**

Contrato	Valor do contrato	Juros	Amortização	Desembolso inicial (amort+juros)	Desembolso final (amort+juros)	Amort + Juros	Benefício
Padrão	96.000 ORTNs	5%	96 parcelas a partir de 31/1/80 (3 anos de carência)	1.391,10 ORTNs (1.000 + 391,10)	1.004,07 ORTNs (1.000 + 4,07)	12.048,28 ORTNs	-
Com correção	96.000 ORTNs	5%	idem	921,49 ORTNs (662,42+59,07)	2,450 ORTNs (2,55 + 0,01)	37.210,4 ORTNs	91.837,88 ORTNs

Subsídio: 71,2%

fonte: Elaborado a partir do exemplo montado por Najberg (1989), anexo IV.

Além disto, no âmbito do DL 1.452, um amplo leque de setores passa a ser considerado prioritário: produção de máquinas e equipamentos e seus componentes; indústria de máquinas e equipamentos agrícolas, rodoviários e para exploração de recursos florestais; produção de material ferroviário; produção de veículos automotores destinados a transporte coletivo, construção naval e aeronáutica. Além desses são também priorizados os setores ligados à siderurgia e metalurgia primária de não ferrosos; produção de cimento e materiais refratários; produção de celulose e papel; produção de fertilizantes e defensivos agrícolas e de suas matérias primas; produção de insumos químicos e farmacêuticos básicos; indústria petroquímica, indústria de mineração; industrialização de produtos alimentícios; indústrias ligadas à segurança nacional e por fim, financiamentos ligados ao desenvolvimento das pequenas e médias empresas comerciais e industriais em geral.

Apesar da extensão dos setores considerados prioritários, ultrapassando os limites determinados pelo II FND, inclusive, os DL 1.471/76 e 1.479/76, em consonância com o II PA do Banco, podem ser considerados adendos ao DL 1.410, pois estenderam ainda mais estes benefícios. Através da modalidade prevista no DL 1.410, o BNDE contrata com os Bancos de Investimento, linha de crédito pelo prazo de 10 anos, com vantagens da pré-fixação para que eles subscrevessem ações ou para financiar acionistas nacionais na aquisição de ações. Esta é uma resposta à constante acusação de "estatização das poupanças", sendo que o BNDE atua também no fortalecimento da estrutura de capital das empresas na garantia de subscrição. Já no DL 1.479, o dito benefício é estendido aos financiamentos vinculados à integralização de

subscrição de ações em aumentos de capital para acionistas da própria empresa.

Após o término de 76, os projetos voltam a ter correção monetária plena. Em 77 e 78 são definidos novos critérios pelos Decretos Lei 1.531 e 1.621; determinando a continuidade da pré-fixação apenas para algumas operações de capitalização e de financiamento das pequenas e médias empresas nas regiões da SUDAM e da SUDENE.

A modificação efetiva do esquema de subsídios se dá com o DL 1.679/79, que cria um fator de redução fixado em 0,7 da evolução da ORTN para operações de capitalização e de financiamento a pequena e média empresa nas áreas da SUDAM e da SUDENE. Operacionalmente, o subsídio consiste na aplicação, mês a mês, de um índice de correção 30% inferior ao índice das ORTNS sobre a dívida do mês anterior. O excedente da correção, mais uma vez, passou a ser crédito do mutuário junto ao BNDE, sendo que este passa a ser credor do Tesouro Nacional que assume o ônus de tal operação.

Uma observação interessante é que quanto aos contrados com correção de 70% da ORTN, seu efeito não é o da mera redução de 30% nos saldos devedores, mas é maior que isto pelo impacto que o benefício de um ano tem nos anos seguintes. Na verdade, tanto no que tange à correção vinculada ao DL 1.452 quanto ao DL 1.679, o valor da doação é maior quanto maior for a inflação e o tamanho do projeto.

As doações patrimoniais resultantes dos mecanismos adotados foram enormes e mostram sua magnitude a partir do momento em que se percebem os patamares atingidos pela inflação, muito superiores a 20%. Para se ter uma idéia, podemos observar a relação abaixo:

ORTN/ORTNlim	dez 74 = 1
ORTN/ORTNlim	dez 87 = 463,72

Como se percebe, o diferencial se torna considerável, uma vez que as empresas que recebem subsídios mais elevados são as que, nos anos de maior inflação, apresentavam elevados saldos devedores.

Devemos observar que, já em 76, a inflação se eleva de patamar, atingindo a casa dos 40% e que, de acordo com os dados apresentados na seção anterior, existe forte concentração de empréstimos no ano de 76, sendo que os

Podemos notar, em consequência, que os dados levantados são, a bem da verdade, "otimistas".

Estes 13.350 contratos correspondem a 407.904,5mil OTNs liberadas. Deste montante, o correspondente a 92,4% foram efetuados com a cláusula de correção estabelecida pelo DL 1.452 e 7,6%, pelo DL 1.679. Portanto, a quase totalidade destes projetos prevê correção monetária parcial, com um teto de 20% ao ano.

De acordo com a tabela IV-22, apenas 2.250 projetos estiveram diretamente vinculados ao BNDE. No entanto, podemos perceber que estes correspondem a 62% do total de recursos concedidos, o que nos mostra que os grandes projetos ficaram a cargo de operações diretas com o Banco. Já os restantes 11.100 projetos foram repassados a agentes, que ficaram com aqueles que não envolvem elevada complexidade e nem volume substantivo de recursos.

TABELA IV-22

**FINANCIAMENTOS COM CORREÇÃO MONETÁRIA PARCIAL  
(liberação e benefícios - até dez. /87)**

Especificações	nº de contrato	valor liberado	%	(em mil OTN)	
				benefício concedido	% sobre o liberado
Operações diretas	2.250	252.954,0	62,0	201.464,4	79,64
Operações c/agentes	11.000	154.950,5	38,0	99.314,3	64,1
<b>Total</b>	<b>13.350</b>	<b>407.904,5</b>	<b>100,0</b>	<b>300.778,7</b>	<b>73,7</b>

fonte: Najberg (1989:70) - quadro elaborado a partir de dados primários.

TABELA IV-23

**BENEFÍCIOS NAS AMORTIZAÇÕES DOS CONTRATOS ASSINADOS NO ÂMBITO DO  
DECRETO LEI 1.452/76 e 1679/79**

Especificações	Valor	% Part.	(em mil OTN)
			% Part. acum.
76	4.511,7	1,5	1,5
77	6.917,9	2,3	3,8
78	183.475,0	6,1	9,9
79	42.710,6	14,2	24,1
80	46.620,7	15,5	39,6
81	57.448,7	19,1	58,7
82	42.710,6	14,2	72,9
83	33.987,2	11,2	84,1
84	18.949,1	6,3	90,4
85	12.933,5	4,3	94,7
86	9.624,9	3,2	97,9
87	6.316,2	2,1	100,0
<b>Total</b>	<b>300.778,7</b>		

fonte: Najberg (1969:69).

De acordo com o estudo realizado (Tabela IV-23), os benefícios atingiram, em 87, a magnitude de 300.778,7 mil OTNs. Em resumo: dos 407.904,5 mil OTNs concedidos, apenas 107.125,8 mil OTNs foram efetivamente pagas. O restante, que corresponde a 73,74%<sup>31</sup> do total, foi DOAÇÃO PATRIMONIAL, transferida ao Setor privado, sendo que o ônus da mesma cabe ao TESOURO NACIONAL.

TABELA IV-24

SETOR DE ATIVIDADES - GRAU DE CONCENTRAÇÃO DOS BENEFÍCIOS  
CONCEDIDOS PELO BNDES NAS AMORTIZAÇÕES DOS EMPRÉSTIMOS COM  
CORREÇÃO MONETÁRIA PARCIAL

(em mil OTN)

Setor de ativ.	Nº de contratos pesq.	liberações (valor)	lib/tot lib (%)	benefícios (valor)	benef/total benef. (%)	benef/lib (%)
Agropecuária	4	144,8	0,03	57,1	0,02	39
Armazém/silos	2	146,6	0,04	105,3	0,03	72
Bebidas	102	1.082,7	0,26	709,7	0,24	65
Borracha	45	713,4	0,17	415,2	0,14	58
Comercialização	2.718	25.598,4	6,28	17.415,4	5,79	68
Cooperativas	7	361,8	0,08	154,4	0,05	43
Couros/peles	110	1.414,2	0,35	1.019,9	0,34	72
Distribuição	5	132,8	0,03	49,6	0,02	37
Editorial/Gráfica	94	1.152,7	0,28	776,3	0,26	67
Elétrica/comunic	220	5.521,1	1,35	3.825,3	1,27	69
Extração minerais	70	1.436,5	0,35	1.068,4	0,35	74
Formac veterinaria	100	1.207,9	0,30	838,9	0,28	69
Fumo	5	114,4	0,03	71,4	0,02	64
Ind. tranf. outros	1.778	35.590,7	8,72	26.499,3	8,81	74
Madeira	316	4.096,2	1,00	3.064,7	1,02	75
Mat. transporte	40	3.297,6	0,86	2.634,3	0,88	75
Mat. plásticos	320	4.880,4	1,20	3.597,3	1,20	74
Mecânica	533	33.362,3	8,18	24.815,2	8,25	74
Metalurgia	759	4.442,4	10,90	33.630,3	11,18	76
Mobiliário	402	3.854,5	0,94	2.875,6	0,96	75
<b>Financeiro</b>	<b>1.912</b>	<b>66.249,2</b>	<b>16,24</b>	<b>49.512,1</b>	<b>16,46</b>	<b>75</b>
Papel e papelão	199	18.966,5	4,65	13.719,2	4,56	72
Perf./sabões/velas	51	475,0	0,12	310,9	0,10	65
Prod. met. n/ferros	753	37.556,7	9,21	27.792,3	9,24	74
Prod. alimentares	1.383	26.331,2	6,46	17.748,4	5,90	67
Quim/petroq.	353	75.328,9	18,47	58.108,7	19,32	77
Textil	326	7.935,7	1,95	5.933,9	1,97	75
Vest/calç/tecido	743	6.332,9	1,55	4.029,6	1,34	64
<b>Total</b>	<b>13.350</b>	<b>407.904,5</b>	<b>100,0</b>	<b>300.778,7</b>	<b>100,0</b>	<b>74</b>

fonte: Najberg 1989:75 - elaborado pela autora a partir de dados primários

<sup>31</sup> - As doações correspondem a US\$ 2,452 bilhões. Os dados foram levantados tomando por base janeiro de 87 com a OTN valendo NCZ\$ 6,170 e o dólar oficial de venda, NCZ\$ 0,757. Segundo Najberg (1989), a forma de levantamento dá um limite inferior à privatização dos recursos públicos. Isto se dá porque seria possível adotar a opção alternativa de desagrupar o subsídio total, contabilizado originalmente em OTN, em parcelas anuais e utilizar a cotação do dólar a cada final de ano, o que elevaria, ainda mais o benefício.

Além da verificação do montante total de transferência de recursos ao Setor Privado Nacional, é interessante analisar a classificação dos ditos contratos.

Os setores de maiores liberações concedidas são, de acordo com classificação do BNDE (Tabela IV-24), os de "química e petroquímica", "financeiro", "metalurgia", "prod. met não ferrosos", "ind. de transformação e outros" e "mecânica", sendo que todos apresentam uma relação entre benefícios/liberações acima de 74%.

Parte da concentração de grandes volumes de liberações estava relacionado a projetos de porte considerável que, por isto, necessitavam de financiamentos com prazos mais alongados para que pudessem se efetivar. Neste sentido, os 5 maiores projetos foram, respectivamente, realizados na área de Petroquímica, Papel e Celulose, Siderurgia e Máquinas e equipamentos (Tabela IV-25) correspondendo a 23,8% das operações diretas do Banco e a 15,9% do total de operações do Sistema, o que demonstra o grande porte dos mesmos.

TABELA IV-25

**GRAU DE CONCENTRAÇÃO POR PROJETO DOS BENEFÍCIOS CONCEDIDOS PELO BNDES NAS AMORTIZAÇÕES DOS FINANCIAMENTOS COM CORREÇÃO MONETÁRIA PARCIAL**

(em mil OTN)

Setor	Valor do benef	Total oper. diretas		Total operações	
		% Part.	% Part acum.	% Part.	% Part. acum.
1. Petroquim.	21.356,6	10,6	10,6	7,1	7,1
2. Celulose	7.885,7	3,9	14,5	2,7	9,7
3. Siderurgia	6.685,2	3,3	17,8	2,2	11,9
4. Papel celul	6.295,4	3,1	20,9	2,1	14,0
5. Maq e equip	5.764,5	2,9	23,8	1,9	15,9
6. Siderurgia	3.799,6	1,9	25,7	1,3	17,2
7. Quim.	3.033,4	1,4	27,2	1,0	18,2
8. Petroquim	3.006,8	1,5	28,7	1,0	19,2
9. Cimento	2.934,4	1,5	30,2	1,0	20,2
10. Siderurgia	2.496,1	1,2	31,4	0,8	21,0
11. Petroq.	2.423,8	1,2	32,6	0,8	21,8
12. Cimento	2.282,3	1,1	33,7	0,8	22,6
13. Mineração	2.225,6	1,1	34,8	0,7	23,7
14. Cimento	2.221,1	1,1	35,9	0,7	24,0
15. Petroq.	2.167,7	1,1	37,0	0,7	24,7

fonte: Najberg (1989:75) - elaborado pela autora a partir de dados primários.

No entanto, é interessante observar que um volume expressivo de capital liberado esteve ligado a um grande número de pequenos projetos, vinculados aos setores "financeiro", "ind. de transf." e "comercialização. O caso do setor financeiro merece especial destaque, pois é um dos maiores pesos

em termos de concessão de financiamentos e de benefícios, apenas superado pelo setor de química e petroquímica.

Portanto, em termos da análise dos dados levantados para o BNDE, é possível questionar o seu próprio papel nestes anos enquanto Banco de Desenvolvimento pois:

i) é preciso considerar que grande parte dos financiamentos concedidos diz respeito a setores que, efetivamente não são estratégicos que não necessitam de financiamento de longo prazo para se realizar. Na verdade verificamos uma enorme extensão dos setores considerados "prioritários" levando a que o Banco acabasse por financiar projetos secundários, que não deveriam estar sob sua responsabilidade;

ii) notamos que o BNDE, mais do que propriamente oferecer incentivos e financiamentos subsidiados a setores prioritários, como é de se esperar de um Banco de Desenvolvimento, extrapola esta função. Isto se dá porque ele se torna agente financeiro do setor privado, oferecendo financiamentos de cunho eminentemente de curto prazo, inclusive, como é o caso do empréstimo para capital de giro. Por outro lado, devemos observar que, muito mais do que subsidiar as operações pertinentes à estratégia de "financiamento do desenvolvimento", o que o Banco oferece são DOAÇÕES PATRIMONIAIS, que se estendem a operações de capitalização das empresas. Assim, mais do que propriamente incentivar as empresas ao investimento nos setores estratégicos, há o incentivo a investimentos que levam em conta as condições absurdamente vantajosas que se apresentam.

Quando vamos analisar estas vantagens do ponto de vista das empresas inversoras, não só as doações patrimoniais devem ser consideradas, como também outros ganhos relacionados. É interessante destacar que os dados das doações são levantados numa perspectiva otimista e que, na verdade, as vantagens auferidas são maiores. Em primeiro lugar, é preciso considerar que consecutivas aplicações de índices de correção, limitada a 20% ao ano nos saldos devedores, gradativamente reduziram a base de cálculo não só para amortizações como também para juros, sendo que este último impacto não foi considerado no estudo.

Ademais, as vantagens auferidas são maiores também devido à crescente defasagem entre a evolução das ORTNs e a inflação efetiva, o que proporciona ganhos adicionais, tanto maiores quanto maior a ampliação do

prazo. Uma das considerações possíveis é a de se analisar a relação entre a ORTN e o IPA da indústria, o que nos daria novos instrumentos para analisar os ganhos das empresas industriais que contrataram empréstimos junto ao BNDE no período considerado. Para tanto, cabe observar que o IPA foi sistematicamente superior à ORTN/OTN. Percebemos que os preços da indústria tiveram variações maiores do que as dos indexadores dos contratos de dívida dos investidores que assumiram empréstimos junto ao BNDE, apesar de terem assumido a correção monetária plena. Assim, se considerarmos as doações patrimoniais sob tal perspectiva, veremos que seu peso é até maior.

Outra questão a ser levantada em termos dos ganhos com os financiamentos do BNDE se refere à possibilidade de aplicações financeiras alternativas com o montante financiado. Como se sabe, o cronograma de liberações prevê a comprovação de utilização de cada parcela na data de liberação da parcela seguinte, mas há um prazo entre estes eventos, o que abre a possibilidade de aplicar estes recursos em ativos de curto prazo, com grande rentabilidade, e baixo risco, sendo que estes ganhos vão crescendo à medida que a inflação vai se acelerando.

Percebemos que a lógica da relação PÚBLICOxPRIVADO que aí se estabelece é a mesma que destacamos como característica do padrão de desenvolvimento que continua em vigência. Na verdade, a medida que a desaceleração se apresenta, tal relação aparece magnificada, uma vez que continuam sendo garantidos ao Setor Privado, baixos riscos com forte ônus para o Estado. No caso específico que estamos analisando (o envolvimento do BNDE em um empreendimento) assegura-se à empresa um suprimento seguro de recursos. Estes recursos podem ser levantados não só ao longo da implantação como também por vezes, nas etapas posteriores do projeto, conforme pudemos verificar via "aditivos contratuais".

Nesta esteira, não é de se surpreender que algumas empresas tenham se descuidado de sua administração financeira e passado a captar recursos no mercado financeiro privado, independente de seus custos ( Najberg, 1989). Na medida em que os encargos financeiros aumentavam e que o passivo de curto prazo destas empresas começava a criar pressões insustentáveis no fluxo de caixa, a tendência, como vimos, foi a de reescalonar tais dívidas. Transformava-se o exigível de curto prazo em longo prazo através de novos empréstimos ao BNDE, que passa a SOCORRER as empresas cujos investimentos em andamento, ou já realizados, tivessem contado com o apoio prévio do Banco.

A conclusão é a de que, para projetos que se desenvolveram normalmente, o Banco foi órgão financiador, fonte de grandes doações patrimoniais. Para projetos que apresentaram problemas, o Sistema BNDE se tornou um sócio temporário, supercapitalizado, responsável pela liquidez dos compromissos das empresas junto aos Bancos Privados (Najberg, 1989 : 28).

A performance do BNDE, após a sua atuação no financiamento do II PND denota não só as dificuldades decorrentes do fracasso do Plano e da questionável gestão do Banco, como também dificuldades de definição de um perfil para si próprio.

Esta falta de rumos definidos já aparece com a definição do III PA, em 78, na medida em que ele direciona a atuação do Banco no sentido da consolidação da indústria de insumos básicos e da consolidação da infraestrutura, sem estar vinculado a um projeto mais amplo do Governo. O crescimento das operações aprovadas em 78 se dá agora com um redirecionamento nos programas apoiados pelo BNDE, ou seja, o Programa de Fortalecimento das Empresas Privadas Nacionais passa a ser o líder e os projetos vinculados a Indústrias básicas tomam o segundo lugar.

No entanto, tal movimento não denota, de fato, um sucesso do Banco quanto à determinação de um novo rumo para a sua atuação. O que se verifica é que, em termos das indústrias básicas, várias operações aprovadas foram destinadas a manter operações que já estavam em andamento e, portanto, não se referem a um novo direcionamento induzido pelo ENDE.

Por outro lado, no final da década de 70 e início dos anos 80 há um movimento no sentido de bancar o saneamento financeiro de Empresas Privadas Nacionais, sendo que ele se transforma, em grande parte num "hospital de empresas". Este movimento se verifica inclusive na atuação do BNDESPAR, inclusive, que assume o "controle transitório" de uma série de empresas por conta do insucesso de seus controladores na gestão dos referidos negócios. De qualquer forma, verifica-se que no início da década o Banco acumula créditos cuja iliquidez deteriora seus ativos e impede que os ativos longos gradativamente sejam amortizados, o que permitiria que os recursos pudessem ser canalizados para apoiar novas operações.

Esta situação se torna séria quando se observa que, a partir de 82 e até o início dos anos 90, o BNDE torna-se a única fonte de dinheiro de longo prazo para as empresas brasileiras. No entanto, verifica-se flagrante escassez

de recursos. Até o final da década de 70, com a disponibilidade dos recursos externos e dos aportes do PIS/PASEP, os empréstimos e financiamentos do BNDE chegaram a ser responsáveis por 7% das operações de crédito do Sistema Financeiro ao Setor Privado. No entanto, no início da década de 80, não representavam mais do que 2,5%. Entre 82 e 91, o orçamento do Banco para investimentos teve uma queda de quase 50% (Gazeta Mercantil, 1992). Esta queda pode ser observada ao verificarmos que no início dos anos 80 a participação do BNDE na Formação Bruta de Capital Fixo era de cerca de 10%, reduzindo-se para 5% em 1991, movimento este que acompanhou a redução da taxa de investimento em relação ao PIB, no Brasil.

Parte desta queda pode ser creditada a fatores específicos, como aqueles decorrentes de problemas gerados pela Nova Constituição quando da criação do FAT (FUNDO DE AMPARO AO TRABALHADOR), em substituição ao PIS/PASEP<sup>32</sup>. De um lado, isto implicou numa dificuldade de transferência desses recursos para o BNDE nos anos 88/89, acarretando em queda de recursos e por outro lado, parte da queda verificada em 1990 pode ser debitada ao Plano Collor I, em virtude da retenção temporária do FAT. Na medida em que verificamos o grande peso do FAT no total da captação de recursos, podemos perceber o peso destes problemas para a operacionalização das atividades do Banco.

O importante a enfatizar é a estagnação das fontes de recursos e dos montantes financiados, especialmente no final dos anos 80, destacando-se a suspensão das injeções externas no referido período. O nosso estudo mais detalhado foi justamente até o final da década de 70 porque acreditamos que o período posterior denota, em verdade, um movimento de deterioração da estrutura de financiamento como um todo e do BNDE enquanto banco de Desenvolvimento. O fundamental para nós é destacar este movimento e observar o direcionamento do Banco no sentido de socorrer as empresas privadas, BANCANDO parte de suas perdas no momento em que começa a se mostrar sérias dificuldades de captação. Ademais, tendo em vista o movimento de estagnação da economia e de deterioração das contas públicas, verificamos a desestruturação do segmento de financiamento de créditos mais alongados à indústria, o que não pode ser meramente resolvido por novas ações determinadas unilateralmente pelo Banco, sem que haja um movimento que indique modificações estruturais.

---

<sup>32</sup> - Parte do FAT vai para o BNDE e parte está destinada a pagar o Seguro Desemprego.

Em termos do período em questão, destacamos as não transformações ocorridas, como contraface da tentativa de manutenção do crescimento a qualquer custo, mostrando que houve um impacto negativo crescente sobre as contas do setor público e sobre a estruturação do padrão de desenvolvimento como um todo. A opção feita em 74 (II PND) é um fator importante que contribuiu para a deterioração da capacidade de intervenção do Estado. Esta aprofunda-se posteriormente, na medida em que se renova constantemente a escolha de não modificações e em que o Estado assume o ônus das perdas, decisões que se repetem na forma de enfrentamento do II choque do petróleo e ascensão dos juros internacionais, bem como com o ajuste face a crise cambial.

Quanto à análise da estrutura de financiamento, verificamos também uma não transformação. Cresce o processo de especulação e se exacerba a circulação financeira como demanda da própria concorrência privada, que requereu o dinheiro financeiro de emissão ou de garantia do setor público (Belluzzo e Almeida, 1990). Observamos, desde o final dos anos 70, um movimento rumo a uma nova composição operacional por parte dos intermediários financeiros, que indicava, em verdade, um aprofundamento dos aspectos constitutivos de tal estrutura de financiamento. A indicação de que as modificações não são estruturais é percebida na medida em que vai se exacerbando a sua dimensão especulativa, em que o Estado assume o ônus das perdas nos momentos de desajustes e em que o sistema continua indo cada vez mais para o curto prazo, inexistindo qualquer mudança organizativa na estrutura de financiamento.

A continuidade deste arranjo institucional tem um papel fundamental na explicitação do desmantelamento desta como um todo na medida em que o setor financeiro privado tem condições de se ajustar facilmente às novas conjunturas que se apresentam, cabendo ao Estado o ônus de tal ajuste.

Nos anos 80, as políticas adotadas tentaram produzir excedentes comerciais com a idéia de que seria possível repor as condições para que a economia reencontrasse a sua senda de crescimento sem tocar na configuração básica do padrão de desenvolvimento e, portanto, sem violar critérios e padrões de avaliação que regulavam o risco e as expectativas na economia. Estas políticas, de um lado, deram um impulso a trajetórias de fragilização financeira do Estado e de outro, protegeram os sistemas empresariais privados. O crescimento da economia real ficou na estreita dependência do crescimento das exportações.

A política de ajustamento, que levou a uma aceleração da inflação aumentando as condições de instabilidade e imprevisibilidade geral dos negócios e resultou na manutenção de altos juros fez com que as maiores e mais sólidas empresas paralisassem a tomada de crédito novo e liquidassem suas dívidas para fugir dos custos financeiros. A seguir, dado o grande crescimento dos títulos públicos, com suas enormes vantagens, entraram no sistema financeiro como credores. Evidenciava-se a deformação da composição da riqueza privada que se concentrava em ativos de curto prazo, de imediata negociabilidade.

O estudo desta década é fundamental para destacar o ajuste privado. Quando os interesses do capital estrangeiro se alijam da América Latina, num redirecionamento dos fluxos de capital, a articulação fundada eminentemente nas bases técnico financeiras do capital externo se rompem e deixam o país como que num barco sem rumo. Todas as reorientações implementadas até aquele momento haviam sido feitas de forma adaptativa aos movimentos do capital internacional e com o Estado assumindo o ônus. O capital privado nacional não havia precisado fazer esforço para romper com as barreiras impostas pelo capitalismo tardio. Este fato se destaca mesmo na década de 80, período de recessão em que o grande capital privado consegue se ajustar, jogando mais uma vez ao Estado o ônus do ajuste. A reorientação do BNDES nestes anos tem a ver com a forma do ajuste e mostra a fratura da articulação sobre a qual se fundara o crescimento.

Os programas adotados conseguiram, de fato, resultados na redução dos déficits em transações correntes via altos superávits na balança comercial, cumprindo a finalidade implícita na sua concepção. Ajustou-se a carteira dos bancos credores reduzindo-se ao máximo os riscos de uma disrupção financeira a nível interno. No entanto, a meta de produzir elevados saldos na balança comercial, que permitissem a transferência de recursos aos credores externos, acabou conduzindo à elevação das taxas de inflação e à completa desorganização das finanças públicas.

O giro das dívidas interna e externa apresenta patamares exorbitantes e neste contexto, o déficit público, dados os encargos da dívida, assume um caráter eminentemente financeiro e estrutural, capaz de repetir-se ano a ano. Percebe-se que, com a crise da dívida e a exaustão da fonte externa de recursos, criou-se uma situação de subfinanciamento crônico, de forma que a estrutura de financiamento virtualmente fica descoordenada. Destacamos aqui não só o colapso das finanças públicas como também da

estrutura de financiamento como um todo na medida em que dois de seus grandes pilares, o capital externo e o Estado, não mais podem ter o papel que desempenhavam antes e que determinou aquela específica organização institucional.

Estamos querendo enfatizar que nos anos 80, devido ao aumento das taxas de juros internacionais e o posterior bloqueio do crédito externo, a fragilidade do sistema financeiro se apresenta de novo. O sistema financeiro teve que se ajustar novamente e, mais uma vez, o Estado assumiu o ônus do ajuste sem que houvesse modificação na referida estrutura. Até meados da década, os intermediários financeiros ainda conseguiram desenvolver sua atividade de intermediação graças ao Governo que se torna o principal tomador. A estrutura de captação apresentava problemas, pois os depósitos de terceiros sofreram uma queda brutal. Nos primeiros anos, como mostramos, a estrutura foi sustentada pelos repasses, mas de meados da década em diante praticamente não havia mais o que repassar. Ficam patentes os *spreads* negativos que já se avolumavam desde o início dos anos 80.

Os intermediários privados se adaptaram a esta conjuntura, ou seja, já que não dava mais para trabalhar como intermediador numa estrutura completamente estagnada, a saída foi potencializar a dimensão especulativa que aliás já se apresentava desde os anos 70. A grande lucratividade bancária destaca-se no período e é bastante interessante, pois esta permanece em um momento em que a estrutura de ativos apresenta sérios problemas e em que a estrutura passiva mostra riscos potenciais<sup>33</sup>. A redução do *spread* creditício mostra que a origem do lucro vem de aspectos não operacionais<sup>34</sup>, no caso, da aplicação no *open market* do saldo das disponibilidades líquidas. Por outro lado, toda vez que há uma queda repentina na inflação e/ou nos juros e um crescimento na demanda de crédito de curto prazo<sup>35</sup>, a resposta do sistema é rápida, com uma tendência à expansão imediata do crédito corrente. O crescimento dos empréstimos está vinculado ao interesse dos bancos em gerar receitas nestas situações em que tendem a diminuir os ganhos inflacionários obtidos com os depósitos à vista e com as receitas provenientes do giro diário de papéis. Isto mostra a possibilidade de reversão rápida do volume reduzido do crédito corrente, que claramente não ocorre quando o instrumento demandado é o financiamento com prazos mais alongados.

<sup>33</sup> - Com a queda dos depósitos à vista, é necessário desenvolver uma concorrência por outros recursos, levando a acréscimos nos custos operacionais.

<sup>34</sup> - Para esta discussão vide Corrêa (1985).

<sup>35</sup> - Isto ocorre, por exemplo, com o Plano Cruzado.

Em toda esta configuração verifica-se uma reduzida demanda por recursos de terceiros, vinculada à alternativa de preservação da liquidez financeira por meio da moeda indexada. Aliados a isto temos os altos juros determinados pela política monetária que explicam a tímida diversificação dos instrumentos de financiamento das empresas e afetam claramente o mercado de capitais, que apresenta, nos anos 80, uma involução verificando-se aí a redução no número de empresas de capital aberto. Assim, como fruto da prolongada instabilidade macroeconômica, das estratégias de adaptação desenvolvidas por empresas e bancos e das políticas de estabilização efetivadas em distintos momentos, assistimos à atrofia dos instrumentos de financiamento voluntário de longo prazo, em paralelo a uma elevada liquidez no mercado de curto prazo.

Do lado do Setor Financeiro Público, vemos o movimento inverso ao ocorrido com os intermediários privados, tendo-se agravado a sua situação financeira pela internalização dos efeitos mais perversos da crise. O grau de vulnerabilidade dos Bancos Oficiais se explicita na medida em que estes ficam presos a aplicações de riscos e de liquidação duvidosas voltadas ao setor público e a empresas que não conseguiram se enquadrar no movimento de reestruturação do capital privado. O BNDE, como banco público, enquadra-se neste movimento, transformando-se no período imediatamente posterior ao oferecimento de amplos financiamentos ditados pelo II PND, num hospital de seus devedores.

O interessante a observar é a não modificação da estrutura de financiamento, destacando-se a grande facilidade de adaptação dos intermediários privados frente a conjunturas que se mostram adversas, tanto em termos de modificações de indexadores, como em termos de dificuldades de captação e de aplicação. A alta lucratividade, trilhando a linha de menor resistência continua se apresentando, e os riscos são assumidos pelo Estado. A estrutura continua inflacionária, com os intermediários privados concentrando-se cada vez mais no curto prazo e em operações especulativas, que se distanciam de sua ação de intermediação. Está aí explicitado o potencial que se apresentara desde a conformação da referida estrutura.

Consideramos também uma continuidade, o fato de o Estado continuar assumindo o financiamento de longo prazo, enquanto que os intermediários financeiros privados se encaminham cada vez mais para o curto prazo. O interessante a notar é que o oferecimento deste tipo de financiamento também

continua impregnado da própria lógica do padrão de desenvolvimento em questão, podendo-se perceber que:

i) na concessão de créditos prevalece a garantia de baixo risco ao setor privado, sendo este aspecto exacerbado a ponto de se apresentarem vultosas doações patrimoniais. Além do mais, apesar de o BNDES ter assumido fontes firmes de recursos, não se configura, mais uma vez, a estruturação efetiva de um sistema de longo prazo. Vemos não só a concessão de empréstimo sem prioridades efetivas oferecidos pelo Banco de desenvolvimento (e que não necessitam de financiamento de longo prazo) como também a adoção de contratos que jogam um ônus pesadíssimo ao Estado. De qualquer forma, O BNDE continua assumindo o financiamento de longo prazo à indústria, sendo que o Setor Financeiro Privado não responde, em nenhum momento, ao alargamento de prazos.

ii) a organização estrutural deste segmento de crédito de longo prazo é solidária e intimamente relacionada ao Sistema Financeiro Privado, não se apresentando, em nenhum momento, como concorrente. Aliás, da discussão desenvolvida, podemos perceber que o BNDE acabou garantindo parte dos financiamentos concedidos pelos bancos comerciais.

Queremos destacar, além do mais, que a questão é muito mais complexa e não envolve apenas esta perspectiva. A solidez se coloca quando verificamos a interrelação entre os intermediários públicos e privados, inclusive. Já salientamos que parte das operações do Sistema BNDE são levadas adiante via repasses a agentes financeiros e que estes, cada vez mais, apresentam-se como um importante passivo dos Bancos de Investimento e dos Bancos Comerciais. Neste esquema de repasses, os bancos envolvidos se tornam responsáveis pelo pagamento de empréstimos e aí poder-se-ia argumentar que eles assumiriam o risco de crédito. No entanto, o que observamos é que os Intermediários Financeiros privados assumem projetos, via repasses, que não envolvem elevada complexidade nem volume substantivo de recursos.

Com isto enfatizamos que, também para os intermediários financeiros privados envolvidos nas operações de Longo Prazo com o BNDE, o risco é muito baixo. Isto ocorre, de um lado, porque os empréstimos efetuados com a cláusula de limite à correção monetária não deve apresentar problemas de pagamento, pois a doação patrimonial envolvida é muito grande e os montantes exigidos para pagamento são baixos. Para além deste, há também outros aspectos a serem levantados. Um deles é que tais recursos em uma economia com aplicações financeiras rentáveis, seguras e com alta liquidez podem dar um bom

rendimento ao devedor, caso se direcionassem para aplicações de curto prazo, funcionando como um elemento a mais para o próprio pagamento do débito. Outro fator é que o BNDE acaba oferecendo recursos suplementares aos devedores em caso de maiores dificuldades.

Assim, as operações de repasses vinculadas ao BNDE também garantem uma lucratividade aos bancos, que ganham SPREADS pela intermediação, sem incorrem efetivamente no risco de crédito envolvido nestas operações. O crescimento dos repasses internos efetuados pelos Intermediários Financeiros no período em questão deve ser entendido nestes termos. O ajuste do Sistema Bancário, do lado do passivo, esteve mais uma vez vinculado à passagem dos possíveis ônus de tais operações ao Estado. Ademais, os ganhos do Sistema Financeiro Privado não se prendem apenas a tais operações. Não podemos esquecer, por exemplo, dos empréstimos concedidos pelo BNDES no caso das operações de incentivo à capitalização das empresas, que atingiam também o Setor Bancário.

Na medida em que contratos oferecidos com correção monetária parcial abarcaram também os empréstimos concedidos aos Bancos de Investimento, Bancos Comerciais, Corretoras e Bancos de Desenvolvimento para garantia à subscrição de ações de Empresas Privadas Nacionais, verifica-se que tais instituições puderam se valer das doações patrimoniais destinados às operações em que estivessem diretamente envolvidas, como também agiram, mais uma vez, como repassadoras de recursos, visando à abertura de capital de Empresas Privadas Nacionais.

## RESUMO DAS CONCLUSÕES E DISCUSSÕES EM ANDAMENTO

A nossa opção, ao longo deste trabalho, foi a de tecer comentários no final de cada discussão abordada, pois acreditamos que assim podemos passar por detalhes mais aprofundados, deixando para a conclusão o destaque dos aspectos gerais. Por isto mesmo, o caráter desta conclusão é o de dar fecho à análise, sendo que não pretendemos retomar as questões em seus detalhes e nem muito menos levantar todos os pontos pormenorizados .

Na medida em que o nosso objetivo foi o de analisar a especificidade do crédito de longo prazo ao investimento ofertado pelo Sistema Financeiro Nacional, destacamos que nossa conclusão abrange vários níveis. O primeiro, se refere aos aspectos definidores de nossa interpretação; o segundo, à especificidade da estrutura de financiamento nacional e à sua lógica de operação e o último nível se vincula às questões referentes ao arranjo institucional responsável pelo financiamento de longo prazo ao investimento.

De acordo com nossa interpretação, defendemos que o estudo do financiamento de longo prazo ao investimento em um determinado país não se pode dar de forma isolada, sendo que tal análise exige que sejam levantados os fatores determinantes fundamentais da configuração específica de uma estrutura de financiamento. Desenvolvendo esta questão, chegamos assim ao **PRIMEIRO NÍVEL** de conclusões e afirmamos que:

**1)** O financiamento em economias capitalistas pode envolver distintos arranjos institucionais, atrelados a condições próprias a cada caso histórico/concreto analisado e que eles estão ligados, em primeira instância, aos requisitos quanto ao volume mínimo de recursos demandado pelo crescimento a cada momento do desenvolvimento industrial e às condições de estabilidade estrutural vigentes.

De acordo com esta perspectiva, defendemos que a conformação básica de uma estrutura de financiamento depende do padrão de industrialização do país em questão e, portanto, dos requerimentos da acumulação quando do

processo de industrialização, sendo possível traçar para países que tenham um mesmo padrão de industrialização aspectos comuns para as estruturas de financiamento que se conformam, sua problemática básica, seus limites.

No entanto, defendemos também que tal perspectiva não é suficiente para analisar o arranjo institucional específico de cada estrutura de financiamento, pois para isto é fundamental levantar, em segunda instância, aspectos relacionados ao âmbito de análise que envolve a relação Estado X Sociedade e que é fundamental para a definição da organização institucional que, de fato, prevalece. Desta forma, para nós, o estudo da especificidade de uma determinada estrutura de financiamento exige a análise do padrão de desenvolvimento do país em questão, abordagem que engloba a perspectiva acima considerada e que demonstra ser impossível apreender o sentido dos arranjos institucionais adotados, se estes forem analisados de forma estática e particionada.

2) Os modelos institucionais implícitos às análises referenciam-se a uma certa realidade histórico-concreta, o que nos permite levar em conta a modificação destes modelos a partir de novas configurações que se apresentem e que indiquem a inexorabilidade de mudanças para a estrutura de financiamento como um todo.

Mesmo observando que a conformação básica de uma estrutura de financiamento se dá a partir de condicionantes do padrão de industrialização do país e que qualquer conformação que se estabeleça sempre trará consigo esta "herança", não podemos considerar que os arranjos institucionais que aí se estabelecem sejam imutáveis. Antes pelo contrário, destacamos que estas configurações são essencialmente dinâmicas na medida em que estão relacionadas às condições de estabilidade vigentes e aos requerimentos da acumulação, a cada momento.

Assim, em termos dos requerimentos da acumulação hoje, é importante observar que as novas tecnologias que abriram oportunidades de aprofundamento/diversificação industrial não estão, em geral, associadas a investimentos em capital fixo na magnitude dos requeridos pela onda inovativa da II Revolução industrial. Esta perspectiva abre um maior espaço para o auto-financiamento, bem como para a possibilidade de adoção de posturas financeiras que não envolvam necessariamente o financiamento de longo prazo e sim de arranjos diversos e concomitantes que tomam a forma de verdadeiras

"engenharias financeiras". Foi nesse sentido, inclusive, que observamos a própria necessidade de requalificar a relação *finance/funding* como "típica".

3) Não é possível estudar o financiamento de longo prazo ao investimento de um país de forma isolada. Para nós, esta questão exige que se analise a especificidade dessa estrutura de financiamento, seguindo a *démarche* acima indicada. Assim, no caso do Brasil, defendemos que a análise da configuração particular que se monta, só pode ser apreendida se construída neste amplo contexto que envolve, necessariamente, o estudo da estrutura de financiamento como um todo, articulada à lógica do padrão de desenvolvimento, pois essa estrutura é reflexo e parte integrante das condições de acumulação do país em questão.

Partindo destes aspectos centrais, definidores de nossa interpretação, podemos então chegar às principais conclusões quanto à estrutura de financiamento nacional, questão que se refere ao **SEGUNDO NÍVEL** de conclusões.

4) Os traços fundamentais que caracterizam a nossa estrutura de financiamento devem ser buscados no período de transição à acumulação capitalista avançada correspondente ao período de conformação do nosso padrão de desenvolvimento e com ele, de nossa estrutura de financiamento. Afirmamos ser imprescindível passar por tal análise, não só porque ela levanta os limites estruturais do financiamento em um país de industrialização tardia, como também porque defendemos que aí é que se gestam as características constitutivas da nossa estrutura de financiamento, que acabam de se delinear com a Reforma financeira do final da década de 60 e que dá condições à continuidade do padrão de desenvolvimento após o "salto qualitativo" implementado pelo Plano de Metas. No que tange ao conjunto das questões abordadas quanto a esta configuração observamos que:

i) As características técnico financeiras do capital é que limitam o potencial interno de acumulação e diversificação da economia no período da "industrialização restringida", que corresponde à fase de conformação do padrão de desenvolvimento. Esta perspectiva já foi amplamente abordada pelos teóricos da "industrialização tardia", podendo ser apreendida no âmbito de análise do padrão de industrialização e nosso destaque particular é o de que tal âmbito é capaz de nos mostrar que os limites financeiros envolvidos não se

relacionam a "desajustes" da estrutura de financiamento, mas a uma impossibilidade endógena de resposta face aos requerimentos da acumulação. Nesta perspectiva, destacamos também que a estrutura de financiamento existente no Brasil, nestes anos, apesar de não desenvolvida, é compatível com os requerimentos do período de transição e não é "inadequada".

ii) O padrão de desenvolvimento conforma-se baseado num forte esquema de "solidariedade" entre Estado e capital privado, em que este último dá condições de alta rentabilidade ao primeiro, determinando uma certa relação Público X Privado, consubstanciando uma lógica de Privatização do Estado. Nela está implícito que este último deve assumir o ônus de eventuais desajustes, fortalecendo a perspectiva de que o capital privado nacional trabalhe seguindo a "linha de menor resistência" com baixo risco. A nível da estrutura de financiamento podemos destacar suas características CONSTITUTIVAS, intimamente ligadas a esta lógica:

- Os intermediários financeiros privados trabalham com grande lucratividade e baixo risco, garantidos por uma forte solidariedade entre Estado e capital privado, tanto em termos dos que demandam financiamento e aplicações alternativas, quanto dos que os oferecem.

- A inflação está intimamente ligada à configuração de tal estrutura, destacando-se enquanto mecanismo capaz de gerar grandes ganhos especulativos, sendo que esta questão interfere na forma operacional dos intermediários financeiros, que acabam trabalhando com altos custos.

- Na configuração intitucional que se monta, cabe aos intermediários financeiros públicos todo o esquema de alargamento de prazos, via arranjos financeiros frágeis, sem se constituir um sistema organizado de financiamento de longo prazo realmente organizado. É o caso do BNDE, que nasce ligado ao PRE, dependendo de captações compulsórias temporárias e, em alguma medida, de recursos externos.

**5)** A passagem ao padrão de acumulação especificamente capitalista se dá sem modificação da estrutura de financiamento e o próprio BNDE, apesar de seu papel no salto industrializante, não muda sua configuração básica. As reformas na estrutura de financiamento e distribuição só foram necessárias quando a acumulação esbarrou em limites de financiamento para a continuidade do crescimento sustentado em bens de consumo duráveis, limites estes que não se deviam nem ao caráter inflacionário do endividamento, e muito

menos à inexistência efetiva de um sistema financeiro organizado de crédito de longo prazo para o investimento.

6) Com a Reforma Monetário/financeira implementada no final da década de 60 é que se adequa a estrutura de financiamento aos novos requerimentos da acumulação, e afirmamos que só aí se completa a estrutura econômica do padrão de desenvolvimento. O que se efetiva, de fato, é completamente distinto do pretendido com a Reforma, não só porque esta se origina de um diagnóstico equivocado (incapaz de ser alcançado), como também porque existem pressões por uma configuração distinta. O resultado está intimamente ligado à lógica do padrão de desenvolvimento e é essencialmente conservador, sendo que as modificações que se implementam têm um caráter de aprofundamento da estrutura existente anteriormente, na medida em que:

- permanece a lógica inflacionária, com os bancos comerciais à frente, formando grandes conglomerados; com os intermediários financeiros privados trabalhando essencialmente no curto prazo e o Estado assumindo o alargamento de prazos;

- o esquema de solidariedade entre capital privado e Estado está até mais forte e este último segue assumindo o ônus das perdas e das operações mais arriscadas, devendo ser salientado que a relação entre os intermediários financeiros públicos e privados continua não sendo de competição, mas de complementariedade.

- o Sistema Financeiro Privado não assume o alargamento de prazos, fato vinculado aos dois fatores acima.

7) A estrutura de financiamento completada com a Reforma opera sua função de intermediação e oferta diversificada de créditos especialmente no período de retomada e do Milagre Brasileiro, fundada em arranjos financeiros frágeis e com forte relação de dependência de recursos externos, sendo que a partir do final da década de 70 já podemos perceber o movimento de desarticulação desta estrutura.

Quanto a esta questão, precisamos retomar a articulação de nossa economia com os capitais externos e destacar que um aspecto basilar da estrutura econômica do padrão de desenvolvimento brasileiro está relacionada à especificidade da inserção internacional do país, estabelecida a partir de conjunturas externas extremamente favoráveis. Estas condições possibilitaram a

consolidação de uma inserção de natureza extremamente frágil, mas que tem um peso fundamental na estrutura de financiamento. Nesta esteira, justamente as condições favoráveis dos mercados internacionais permitiram que algumas contradições do nosso desenvolvimento, dentre as quais a da fragilidade do financiamento, fossem jogadas para a frente, via crescimento econômico.

Na verdade, a específica inserção internacional que estabelece a entrada de capitais externos via créditos, ofertados internamente através de um lucrativo esquema de repasses é um dos elementos a contribuir para o estabelecimento de "não transformações sociais" no padrão de desenvolvimento, e a permitir que continuassem se estabelecendo relações financeiras centradas numa articulação com o mercado financeiro internacional extremamente frágil e sujeita a fortes instabilidades.

A despeito da extrema fragilidade das "engenharias financeiras" que acabam prevalecendo, instaura-se um enorme potencial de instabilidade, não concretizado efetivamente graças à ação do Estado, que continuara assumindo o ônus dos desequilíbrios com severas consequências para suas contas, na medida em que a renúncia de receitas fiscais e frequentes desvalorizações acabaram causando consideráveis perdas para o Tesouro.

Assim, afirmamos que nesta estrutura, questões como o agravamento da especulação, o estrangulamento da liquidez monetária e a instabilidade institucional que se traduz de tempos em tempos em ameaças de quebras de bancos/intervenções do Banco Central, não são "desfuncionalidades". Para nós, a estrutura de financiamento nacional traz de forma CONSTITUTIVA tais traços, sendo que os referidos movimentos não são meros reflexos de uma crise de padrão de crescimento de nossa economia. O que se verifica é que tais características se aprofundam com a crise, exacerbando a dimensão especulativa e o encurtamento generalizado de prazos, num esquema em que o padrão de desenvolvimento se desestrutura.

A eterna garantia solidária do Estado (resultante de uma determinada relação Público x Privado) aliada a movimentos favoráveis do capital externo cunharam esta determinada organização institucional e levaram a que o movimento dos capitais privados nos momentos de crise fosse o de uma reestruturação patrimonial bancada pelo Estado, sem modificação na estrutura de investimento e financiamento. Mesmo quando ficava claro que o capital externo tomava outro rumo e que o Estado estava inexoravelmente quebrado,

foram estes elementos que levaram a um quadro de "não modificações", permitindo a manutenção da lógica inflacionário/especulativa.

A partir daí chegamos ao **TERCEIRO NÍVEL** de conclusões, referente à análise mais específica da configuração institucional estabelecida para dar conta do financiamento de longo prazo ao investimento.

A perspectiva é a de que esta questão deve estar inserida no contexto das argumentações acima, sendo impossível entender os caminhos do arranjo institucional montado, sem levar em consideração a forma de atuação dos intermediários financeiros privados, que vão se encaminhando, cada vez mais, para operações de curto prazo e para esquemas de especulação. Neste sentido, analisando este segmento da estrutura de financiamento verificamos que:

8) Na configuração da estrutura de investimento nacional, o financiamento de longo prazo ao investimento, embora não esteja efetivamente organizado, se dá fundamentalmente via crédito, assentando-se num esquema de repasses de capitais externos<sup>1</sup> e também através de aportes oferecidos por um Banco de Desenvolvimento público, o BNDE. No que tange a este segmento da estrutura de financiamento, verifica-se que permaneceu o mesmo arranjo institucional que existia antes da Reforma, sofisticando-se o esquema de fundos compulsórios, geridos pelo Estado e de entrada de capital externo.

Os Bancos de Investimento nunca trabalharam com o longo prazo, e o BNDE continuou nesta lacuna, sendo que nesta configuração, estes passivos são tomados e distribuídos internamente via um esquema de repasses muito lucrativo ao Sistema Financeiro Privado Nacional, sem que se desenvolva qualquer instrumento privado capaz de levantar recursos sólidos de médio e longo prazos. O arranjo institucional é altamente solidário e beneficia os intermediários privados, sendo que eles trabalham de forma passiva, sem precisar incorrer em riscos, tanto na busca de captação, quanto na busca de aplicações, pois mesmo na especulação, o Estado arca com os principais riscos.

9) Apesar de o BNDE ocupar parte da lacuna do crédito de longo prazo ao investimento, verificamos que sua atuação enquanto Banco de Desenvolvimento não se organiza efetivamente, tanto porque ele permanece

---

<sup>1</sup> - Recorrer a empréstimos externos foi uma tendência dos países de industrialização tardia, especialmente nos anos 70.

atuando via arranjos financeiros temporários até o II PND, quanto porque, desde a Reforma, ele passou a assumir muito mais a função de agente financeiro do Setor privado do que propriamente de um banco direcionador do investimento articulado a uma política industrial mais global.

Mesmo a partir do II PND, época que o Banco passa a contar com fontes firmes de recursos e apesar de sua ação partir de propostas que envolveriam projetos estruturantes de mais longo prazo, o que se verifica é que a lógica fundamental é a de BANCADOR, com enormes aportes de doações patrimoniais e um direcionamento de recursos que engloba financiamentos que não se destinam ao investimento ou a efetivos setores prioritários. Na verdade, tanto sua ação na concessão de empréstimos, quanto na abertura de capital das empresas se dá no sentido de conciliar os interesses do capital privado nacional, BANCANDO seus financiamentos, perspectiva que se mostra dominante desde a Reforma e permanece, até atualmente.

Assim, levando em consideração a performance do BNDE, nossa idéia é destacar que o seu papel fica desnudado quando se realiza uma análise mais pormenorizada, que mostra a "privatização do Estado" e que este intermediário financeiro público acaba agindo muito mais como BANCADOR do que como banco de desenvolvimento. Ademais, o que se efetiva aparece apenas do lado do ônus assumido em momentos de desajustes, sendo que os ganhos implícitos no exercício de tal atividade acabam não aparecendo nunca.

Apesar de o seu papel de aglutinador de capitais e fornecedor de créditos ter se efetivado, a ação do BNDE na construção/efetivação de planos de desenvolvimento e sua eficácia no direcionamento de investimentos precisam ser questionadas. Enquanto credor, sua atuação em geral se dá apenas do lado dos "estímulos" e no que concerne à indução dos investimentos, muitas vezes o convencimento está articulado às condições absurdamente vantajosas do financiamento extendidas também a setores não prioritários, ou mesmo a políticas traçadas pelo próprio banco sem qualquer articulação com uma política industrial mais ampla, como vem ocorrendo atualmente<sup>2</sup>.

Neste contexto, defendemos que, de fato, não se organiza internamente uma estrutura de financiamento de longo prazo ao investimento, sendo que este é efetivado, a cada período, via "arranjos financeiros" levando a um pesado ônus sobre o Estado e a seguir num esquema de forte

<sup>2</sup>- Mesmo no II PND o BNDE não fazia mais parte do círculo decisório, definidor do Plano. Ademais, verificamos que inclusive nesta época a ação de Bancador é a que mais se destaca.

dependência de recursos externos. Esta configuração, por sua vez, potencializa os interesses do capital estrangeiro, ajusta as necessidades do capital privado nacional e joga o ajuste continuamente para o Estado, sem que se configure uma estrutura efetiva de financiamento ao investimento.

Resumindo a perspectiva desta tese, defendemos que tal configuração do financiamento ao investimento, faz parte de um todo, que abarca a própria lógica de funcionamento do padrão de desenvolvimento, envolvendo um esquema de privatização do Estado, que não se relaciona à hegemonia de um grupo em particular, na medida em que garante os anseios dos grandes detentores de capital. Aliás, é esta estruturação específica que permite a ausência de alianças estratégicas dos grandes grupos econômicos entre si e com o Sistema Financeiro, pois eles têm recorrido ao acesso ao Estado para defender seus interesses particulares, sem haver a necessidade de uma coordenação estratégica de longo prazo (Tavares, 1993). De outro lado, é preciso perceber que apesar de não haver processo privado de coordenação moderna e de alianças estratégicas, há implicitamente um forte esquema de solidariedade, na medida em que os setores líderes da expansão podem garantir ganhos, mesmo num espectro de interesses segmentados e muitas vezes contraditórios.

Assim, para nós é esta especificidade de nosso padrão de desenvolvimento que estabelece uma estrutura de financiamento em que se determina uma operação solidária entre a intermediação financeira privada e a pública. A primeira trabalhando essencialmente com prazos reduzidos, não se envolvendo em grandes riscos, e que tendo grande facilidade de adaptação frente a conjunturas adversas, e a segunda, oferecendo vantagens por vezes abusivas a seus credores e assumindo as perdas nos momentos de disrupção, o que permite a adoção de uma lógica inflacionário/especulativa por parte dos detentores de capital.

Não é meramente a existência de uma vinculação estreita e solidária das contas do Governo com o funcionamento geral do setor a responsável por tal possibilidade e sim, a própria relação de Privatização do Estado existente desde o período de transição, levando à contínua adoção de "arranjos financeiros" que respeitassem os interesses fundamentais dos detentores de capital. É esta específica relação solidária que leva a que moeda e câmbio sempre se valorizem ou desvalorizem para favorecê-los; que garante ao grande capital privado nacional uma alta lucratividade com baixo risco; que leva a que o Estado sempre assuma o ônus das perdas -

especialmente quando se enfrentam mudanças bruscas nos indexadores dos contratos; que leva a que o financiamento ao investimento se configure da forma acima explicitada. Estes fatores não podem ser desconsiderados quando analisamos a especificidade da configuração de nossa estrutura de financiamento e portanto do próprio funcionamento do BNDE, bem como o aprofundamento da referida estrutura até a sua descoordenação.

Por isto, a partir da constatação desta descoordenação, nos contrapomos à idéia de que haja meramente uma necessidade de Reforma assentada basicamente numa reformulação dos mecanismos de ação do Governo na gestão financeira. Ademais, meras inovações financeiras não vão mudar a atual situação, na medida em que as reformulações propostas terão de estar articuladas a uma determinada proposta para o país, envolvendo mudanças estruturais que rebatem na própria configuração do padrão de desenvolvimento. Na verdade, a indicação é a da construção de um novo padrão de desenvolvimento, pois o vigente até o início dos anos 90 não pode mais operar a partir de sua lógica básica, sendo necessárias transformações estruturais.

Para nós, a agenda que se abre envolve uma redefinição da articulação do tripé Estado/capital privado nacional/capital externo, à luz das transformações produtivo/financeiras e até políticas por que passou o mundo nos últimos 20 anos. Com isto não queremos dizer que esteja indicado o caminho a seguir e que este envolva, inexoravelmente, modificações que levem em conta uma redistribuição mais equânime de riqueza, o que é uma opção política que exige um projeto nacional. Na verdade, o caminho que se avizinha, muito ao contrário, tem indicado grande dificuldade de articular visões de longo prazo e passa ao largo da indicação acima.

De qualquer forma, o que salientamos é que modificações estruturais são condição necessária para a volta de trajetórias de crescimento mais estáveis e que esta reestruturação não se dá meramente a partir do mercado. Nesta linha, a indicação é a da necessidade, aí sim inelutável, de reorganização das relações entre o Setor Público e o Privado, com a indicação do papel a ser assumido pelo pelo capital externo.

Ademais, a agenda desta discussão deveria indicar a necessidade de uma reestruturação envolvendo a montagem de uma estrutura de financiamento menos vulnerável (menos "dependente") e mais eficiente, no sentido de abarcar prazos mais dilatados destacando-se que, à luz do desmantelamento do padrão de financiamento público e do quadro de involução financeira não é mais possível

que os detentores de capital construam suas expectativas na perspectiva de que o Estado assumira o ônus de suas perdas.

Por outro lado, quando se pensa em decisões dos detentores de capital é impossível desarticular esta questão do movimento de financeirização da riqueza (Braga, 1991), com mercados globalizados e do fato de que a configuração das estruturas de financiamento são necessariamente afetadas por estas questões, que têm como pilar básico as transformações do Sistema Financeiro Internacional nos últimos 20 anos.

Nestes termos, é preciso considerar que o financiamento hoje passa por novos fluxos de endividamento que podem se dar a margem do crédito bancário tradicional, embora também ligados ao Sistema bancário. Quanto à possibilidade da utilização de capitais externos, devemos levar em conta que a entrada não se dá mais essencialmente via créditos, mas sim através dos mercados de capitais que trabalham à luz da proliferação de produtos derivativos, com uma dimensão "virtual", inclusive; à luz do processo de securitização/underwriting; à luz da globalização financeira.

Mesmo as estruturas de financiamento menos "determinadas pelo mercado" (alemã, japonesa) são afetadas por este mercado financeiro globalizado, que permite transações em tempo real, comandadas por fluxos de capitais especulativos, formados por milhões de investidores e canalizados através de fundos<sup>3</sup> que buscam aplicações lucrativas para além dos mercados nacionais. São afetadas também porque a flexibilidade deste mercado globalizado é fantástica e não pode ser controlada pelos mecanismos tradicionalmente existentes, na medida em que tais capitais não têm qualquer compromisso com as economias para as quais estão se dirigindo, sendo que os Estados Nacionais não têm controle sobre eles.

Assim, a partir destas inovações não se pode deixar de lado o fato de que as estruturas de financiamento dos países capitalistas são afetadas por estes movimentos que, embora resultantes de todo um movimento de *Hedge Finance*, trazem consigo a possibilidade de disrupções bruscas pelo caráter interligado das operações e pela possibilidade de mudança rápida no movimento dos fluxos de capitais de curto prazo, não existindo ainda uma organização institucional capaz de controlar os movimentos do "hot money".

---

<sup>3</sup> - Grande parte dos ativos financeiros está hoje na mãos de fundos de pensão, fundos mútuos, pools de investidores, seguradoras, bancos.

O sentido destas últimas observações para a nossa discussão é o de que estas são transformações inexoráveis que afetam hoje as estruturas de financiamento nacionais, determinando o aparecimento de novos arranjos financeiros a exigir requalificações de conceitos, recolocando a questão da instabilidade a partir de novos aspectos e indicando que meras políticas de liberalização não podem ser consideradas satisfatórias, como comprova o caso recente do México.

O que se coloca, em termos de uma agenda de discussões é como utilizar a liquidez externa, que opera em mercados globalizados, para incentivar a produção mesmo que indiretamente e até para financiar parte da dívida pública dos governos. A idéia que subjaz a este debate refere-se à importância de balisar o acesso ao financiamento externo, tomando-o como complementar, mas sem descuidar da constituição de uma base de financiamento interna, operando em consonância com as inovações financeiras das últimas décadas e com autonomia suficiente para poder absorver as flutuações do balanço de pagamentos sem afetar o equilíbrio fiscal.

Apesar da consideração de que a utilização de capitais externos é necessária e inexorável, ela deve vir acompanhada de mecanismos de proteção econômica, que necessariamente envolve um novo tipo de coordenação entre o Setor Público e o Privado, distinta da associação prevalecente no modelo anterior. Consonante com esta argumentação, a idéia a ser discutida é a de como viabilizar uma base de financiamento interna, capaz de alavancar o investimento industrial e projetos de infraestrutura básica, numa configuração em que os intermediários privados ajam de forma ATIVA e em que os financiamentos externos atuem conjuntamente, mas de forma coordenada e complementar.

Conforme observamos, são modificações que não são indicadas meramente "pelo mercado" através de novas modalidades que continuem desenvolvendo o segmento de curto prazo, pois a questão crucial tem relação com a condução da liquidez para aplicações que dinamizem o investimento, o que exige uma reorganização da estrutura como um todo. Desta forma, a modificação do arranjo institucional atual envolve uma política de recuperação do investimento, num quadro que engloba modificações estruturais e que passa pela reorganização das finanças públicas, pela construção de um novo padrão de financiamento para o Estado, pela reorganização dos intermediários financeiros públicos e definição do seu papel.

A análise do papel dos agentes financeiros públicos na reestruturação das finanças no Brasil não pode deixar de ser abordada. A perspectiva a ser desenvolvida no debate é a de que, hoje, as possibilidades de alavancagem financeira podem ser múltiplas e que o alargamento de prazos pode estar casado a mecanismos de proteção. No entanto, é preciso perceber que a constituição de uma estrutura de financiamento capaz de assumir o alongamento de prazos, que tem no mercado de capitais um dos pilares centrais (via processo de securitização), não exclui o mercado de crédito nacional, nem tampouco a existência de um banco de desenvolvimento.

Neste sentido, para além da questão da forma de articulação com os capitais externos, nosso destaque especial vai para a idéia de que, especialmente nos países de industrialização tardia, não é possível descartar políticas financeiras explícitas e seletivas e a existência de créditos contingenciados a partir de instituições públicas que atuem no fomento de determinados setores e com fontes de recursos específicas.

Apesar da possibilidade de transferência e transformação de riscos relacionados ao processo de securitização, o "mercado" continua não sendo capaz de dar resposta a financiamentos para pequenas e médias empresas, agricultura, construção civil e comércio externo, por seus riscos associados. Tal financiamento é feito, mesmo em Sistemas Financeiros maduros, por "instituições especiais de crédito" que garantem recursos a custos mais reduzidos e fundamentais também para traçar apoio a setores emergentes, para investimentos em infraestrutura que exigem montantes elevados de capital, para fomentar o crescimento das regiões.

As indicações acima envolvem aspectos de coordenação econômica e de uma política financeira voltada para a alavancagem do investimento e articulada a uma reestruturação competitiva que envolve a capacidade de cooperação entre agentes privados e públicos<sup>4</sup>, inclusive à luz da definição do espaço a ser assumido pelo capital externo no que tange ao investimento.

Os aspectos de riscos e garantias são essenciais, sendo que o Setor Público não pode assumir excessivamente os riscos microeconômicos envolvidos, mas pode atuar na concessão de garantias em condições bem determinadas. Aliás, uma das questões colocadas para a reestruturação é a de

---

<sup>4</sup> - Tavares (1993:163) observa que a indicação de reestruturação competitiva "supõe a possibilidade de se montar conexões progressivas e alinhadas estratégicas entre distintas empresas privadas nacionais e internacionais, e bancos públicos privados nacionais e internacionais capazes de desenvolver Redes de Financiamento e de competitividade auto sustentáveis".

que esta já está indicando a associação entre bancos públicos e privados para seguros de risco e operações de financiamento à exportação (Tavares, 1993).

Este aspecto passa pela constituição de entidades destinadas a análises de risco, como uma consequência do próprio processo de securitização, pela existência de um sistema seletivo de refinanciamento de liquidez e pela instituição de um mercado de resseguros de risco, geralmente comandado por um banco, garantidor da liquidez dos contratos e bancador de parte dos riscos - atuações que poderiam ser levadas adiante por um banco público - o BNDE. Considerando as questões acima levantadas, o banco público de desenvolvimento poderia atuar com um papel renovado, que envolveria uma nova COOPERAÇÃO com o Setor privado, mas sempre no sentido de que este último assumira um movimento econômico ATIVO.

De qualquer forma, na medida em que se destaca a importância de compatibilizar a política de competitividade industrial com a política financeira, emerge o papel direcionador do Estado nesta configuração e neste ponto é preciso observar que, no que tange à atuação das agências públicas de fomento dos países com um sistema financeiro desenvolvido, estas se guiam por uma alocação de recursos balizada por diretrizes traçadas através de uma política industrial mais ampla, definida inclusive com a participação destas agências. Ademais, nos países avançados, estas instituições apresentam rentabilidade positiva, mostrando que as necessidades de ajustes patrimoniais em momentos de disrupção não devam se dar contra o agente financeiro público, mas sim contra as firmas que gestaram mal os seus recursos.

Seguindo esta perspectiva, cabe também a discussão de que para um Banco de Desenvolvimento público, quaisquer que sejam as engenharias financeiras adotadas, deve ser garantido o acesso a fontes estáveis de recursos de longo prazo, que não devem ser desmontadas pela Reforma Tributária. Aliás, muito ao contrário, há que fortalecê-las, além de ser necessário rever as restrições para os empréstimos ao Setor Público.

Assim, estamos querendo destacar que a estabilização não é suficiente para a retomada nos moldes indicados acima. O caminho para um crescimento mais estável está a exigir uma agenda que discuta as questões acima e as insira na ordem do dia, abrindo o espaço para analisar qual o modelo institucional possível, que viabilize o financiamento do investimento e induza a que a intermediação financeira privada nacional se dirija também para

o longo prazo, implicando num movimento ATIVO no processo de centralização e direcionamento dos capitais.

Conforme observamos anteriormente, o que subjaz a toda esta agenda é a necessidade de modificação da relação existente entre a esfera Pública e a Privada, no sentido de que os detentores de capital enfrentem realmente condições de concorrência, induzindo movimentos ativos de cooperação em lugar de um posicionamento passivo. Só a título de expemplo, a concessão direta de crédito pelo Banco de Desenvolvimento, a indução de operações para aplicações de longo prazo, o direcionamento dos capitais externos, as operações de garantia, as definições e concessão do redesconto seletivo e outras atuações só serão factíveis se articuladas a um papel bem definido para o Estado, que não seja o de assumir os desequilíbrios nos momentos de desajustes, nem o de renunciar a receitas fiscais, nem o de aplicar frequentes desvalorizações de dívidas .

No entanto, a observação final que queremos retomar é a de que a natureza das decisões políticas no Brasil e o balizamento do espaço Público e Privado continuam não permitindo que decisões mais abrangentes sejam tomadas (no sentido da modificação da estrutura econômica), o que traça limites às próprias ações do Estado e leva a que se estabeleçam apenas ajustes conjunturais, a partir do mercado. Assim, apesar de os elementos estruturais não serem imutáveis, inflexíveis ou inadaptáveis, persiste a dificuldade de se construir uma articulação que norteie a estas modificações e que seja capaz de adequar o desenvolvimento às novas condições externas, tendo em vista a necessidade de se construir efetivamente uma estrutura estável de financiamento de longo prazo, sem prescindir da captação de recursos externos devidamente direcionados.

Afinal, qual é o limite da passividade ?

## Bibliografia

### I - Artigos, Teses e Livros

AFONSO, J.R.R. e DAIN, S. (1987). O Setor Público e as Finanças Públicas na América Latina: o Caso do Brasil. Rio de Janeiro: IEI/UFRJ, mimeo.

AGLIETTA, M. et alii. (1990). Globalisation financière: l'aventure obligée. Paris: Economica, Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales. 1

ALMEIDA FILHO, N. (1993) "Uma Interpretação dos Limites Estruturais à Estabilidade nos Anos 80". Texto para discussão nº 29. Uberlândia: DEECO/UFU.

\_\_\_\_\_. (1994). Os limites estruturais à política econômica brasileira nos anos 80/90. Tese de doutorado apresentada ao IE/ UNICAMP.

ALMEIDA, J. S. G. e TEIXEIRA, A. (1983). "O nó cego". Textos para discussão do IEI, nº 18.

ALMEIDA, J. S. G. (1984). "Conseqüências financeiras do monetarismo". Texto para discussão do IEI, nº 52.

\_\_\_\_\_. (1984). "A crise do mercado paralelo de letras: causas e conseqüências sobre a reforma financeira de 64-66". Textos para discussão do IEI nº 43.

\_\_\_\_\_. (1985). "Problemas da Estrutura Bancária". Debate Econômico Julho. Rio de Janeiro: CORECON.

\_\_\_\_\_. (1986). As Finanças na reforma do mercado de capitais: o descaminho do projeto liberal. Tese de mestrado apresentada ao IE/UNICAMP.

\_\_\_\_\_. (1988) "Tendências Estruturais do Sistema Financeiro". Relatório de Pesquisa, n. 7. S. Paulo: IESP/FUNDAP.

\_\_\_\_\_. (1988) Financiamento e Desempenho Corrente das Empresas Privadas e Estatais. Relatório de pesquisa. São Paulo: IESP/FUNDAP.

\_\_\_\_\_. (1994). Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80. Tese de doutoramento apresentada ao I E/UNICAMP.

ALMEIDA, J. S. G. - et alli (1987). Evolução e impasses do crédito, relatório de pesquisa vinculado ao projeto: Financiamento da Economia e Sistema Financeiro no Brasil. São Paulo: IESP/FUNDAP.

ALMEIDA, J.S.G. e BELLUZZO, L.G.M. (1989). "Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo". Novos Estudos CEBRAP, n. 23.

\_\_\_\_\_. (1992) A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira - a luta pela sobrevivência da moeda nacional. São Paulo: Ed. Paz e Terra.

ASIMAKOPOULOS, A. (1983). "Kalecki and Keynes on finance, investment and saving". Cambridge Journal of economics, vol. 7. n. 3/4, set-dez.

\_\_\_\_\_. (1986) "Finance, liquidity, saving and investment". Journal of Post Keynesian Economics, vol. IX, n. 1, outono.

BAER, M. (1986). A Internacionalização Financeira do Brasil. Petrópolis: Ed. Vozes.

\_\_\_\_\_. (1993). O desajuste financeiro e as dificuldades de financiamento do setor público brasileiro nos anos 80. Tese de doutorado apresentada ao IE/UNICAMP.

BARBOSA DE OLIVEIRA, C.A. (1985). O processo de industrialização do capitalismo originário ao atrasado. Tese de doutoramento apresentada ao IE/UNICAMP.

BARBOSA, F. H. (1990). "O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais". Anais ANPEC.

BARBOSA, F.H. (org) (1991) Estabilização e Crescimento Econômico na América Latina. Rio de Janeiro: Livros Técnicos.

BARROS, O. e MENDES, A.P.F. (1994) "O financiamento externo brasileiro e a captação de recursos via títulos e bônus". Revista do BNDES, v. 1, n. 1, junho. Rio de Janeiro BNDES.

BATISTA, J.C. (1987) "A Estratégia de Ajustamento Externo do Segundo Plano Nacional". REP, vol.7, n° 2(26), abril-junho. pp 66-80.

\_\_\_\_\_. (1989). "A estratégia de ajustamento externo do Segundo Plano Nacional". REP, vol. 7, n° 2 (26), abril/junho. São Paulo: Nobel.

BELLUZZO, L.G. e ALMEIDA, J.S.G. (1989) "Enriquecimento e Produção". Novos Estudos CEBRAP, n° 23, março. pp 120-127.

\_\_\_\_\_. (1990). "Crise e reforma monetária no Brasil". São Paulo em Perspectiva n° 4(1). jan/mar.

BELLUZZO, L.G.M. (1982). O papel dos bancos comerciais no endividamento externo da economia brasileira. Campinas (mimeo).

\_\_\_\_\_. (1988) Prefácio ao livro A Heterodoxia em Xeque. Organizado por Ricardo Carneiro, Campinas: Bienal.

BNDES (1991a). Mercado financeiro internacional: transformações e tendências. Textos para discussão, n. 3, outubro . Rio de Janeiro: BNDES.

BNDES (1991b) "Considerações sobre o financiamento do investimento em países selecionados: Japão, Alemanha, Itália e México" . Textos para discussão, n. 4, outubro . Rio de Janeiro: BNDES.

BONNELLI, R. e PINHEIRO, A.C. (1994) "O papel da poupança compulsória no financiamento do desenvolvimento: desafios para o BNDES". Revista do BNDES, vol, n. 17-36. Rio de Janeiro: BNDES.

BRACHER, C.B. (1993). Capital financeiro e capital industrial: crédito, bancos e financiamento de longo prazo. Os agentes privados e o papel do Estado. Trabalho apresentado no I Congresso Brasileiro de Financiamento do Desenvolvimento, São Paulo.

BRAGA, J. C. S. (1991) "A financeirização de riqueza - a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais". São Paulo, IESP/FUNDAP. Texto para discussão-Economia do Setor Público, ano 6 n° 3 .

BRAGA, J. C. S. (1992) A reestruturação das finanças - a estabilização e o desenvolvimento do Brasil. São Paulo, (mimeo).

BRANDÃO, C. (1989). "A Dívida Pública Interna, Seus Problemas e Soluções, Primeira Parte". Revista Conjuntura Econômica, outubro .

\_\_\_\_\_. (1989). "A Dívida Pública Interna, Seus Problemas e Soluções, Segunda Parte". Revista Conjuntura Econômica, novembro.

BRUNHOFF, S. (1978). A moeda em Marx. Rio de Janeiro, : Ed.Paz e Terra.

CALABI, A. S. e REISS, G. D. (1979). "O capital industrial e capital financeiro: notas sobre o financiamento da expansão industrial recente". São Paulo: FIFE-USP, Relatório de Pesquisa, abril.

CANO, W. (1993) Reflexões sobre o Brasil e a Nova (Des)Ordem Internacional. 2ª edição; Campinas: ed. UNICAMP.

CARDIM DE CARVALHO, F. (1993). "Sobre a endogenia da oferta da moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa". Revista de Economia Política, vol. 18, n°3.

\_\_\_\_\_. (1991). Mr. Keynes and the post-keynesians - principles of macroeconomics for a monetary production economy ( mimeo).

CARDOSO DE MELLO, J. M. (1982). O Capitalismo Tardio. São Paulo: Ed. Brasiliense.

- CARDOSO DE MELLO, J. M. e BELLUZZO (1983). L. G. de M. "Reflexões sobre a crise atual" In: Luiz Gonzaga de Melo Belluzzo e Renata Coutinho (orgs.), Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise, vol. I. São Paulo: Ed. Brasiliense.
- CARDOSO, E. (1988) "O Processo Inflacionário no Brasil e suas Relações com o Déficit e a Dívida do Setor Público". Revista de Economia Política, vol. 8(2), abril-junho, pp 5-20.
- CASTRO, A.B. e SOUZA, F.E.P. (1985). A economia brasileira em marcha forçada. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.
- CHICK, V. (1986). "The evolution of the banking System and the theory of saving, Investment and interest". Economie et sociétés -Cahiers de L'IMSEA, Série Monnaie et Production, 3.
- CINTRA, M. A. M. (1993) Uma visão crítica da teoria da repressão financeira. Tese de mestrado apresentada ao IE/UNICAMP.
- CORRÊA, V. P. (1985). Concentração e lucratividade nos bancos. Tese de mestrado apresentada ao Departamento de Economia do Instituto de Ciências Humanas da Universidade de Brasília.
- COSTA, F. N. (1988). "Debate sobre política monetária em 1987: a ortodoxia da heterodoxia: Textos para discussão n° 4. IE/UNICAMP - CECON.
- COUTINHO, L. e BELLUZZO, L. G. M. (1983) "O desenvolvimento do capitalismo avançado e a organização da economia mundial no pós-guerra". in: L.G.M. Belluzzo e Renata Coutinho (orgs.) , Desenvolvimento capitalista no Brasil - Ensaios sobre a Crise. São Paulo: Ed. Brasiliense.
- COUTINHO, L. e FERRAZ, J. C. (orgs.) (1994). Estudo da competitividade da indústria brasileira. Campinas: Papyrus/Editora da UNICAMP.
- DAVIDOFF CRUZ, P.R. (1983) "Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos 70". In: L.G.M. Belluzzo e R. Coutinho (orgs.) ,Desenvolvimento

Capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise, vol. 2. São Paulo: ed. brasiliense.

\_\_\_\_\_. (1984) Dívida Externa e Política Econômica: a experiência brasileira nos anos 70. São Paulo: Brasiliense.

DAVIDSON, P. (1986). "Finance, funding, saving and investment". Journal of Post Keynesian Economics, vol. IX. n. 1.

DAVIDSON, P. (1972). Money and the real world. Toronto: Ed. John Wiley and sons.

DRAIBE, S. (1985). Rumos e Metamorfoses - Estado e Industrialização no Brasil - 1930/60. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

FERREIRA, C. K.L. e FREITAS, M. C. P. (1990). Mercado internacional de crédito e inovações financeiras. Estudos de Economia do Setor Público, n° 1. São Paulo: IESP/FUNDAP.

FERREIRA, C.K.L. (1990). "Política monetária e consistência fiscal: a experiência de 1988/89". Textos para discussão: ano 5 n° 1. São Paulo: IESP/FUNDAP.

FERREIRA, C.K.L. (1993). "Custos de capital, condições de crédito e competitividade: instituições oficiais de crédito, financiamento de longo prazo e mercado de capitais". Documento da pesquisa - Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. Campinas (mimeo).

FIORI, J.L. (1984) Conjuntura e Ciclo na Dinâmica de um Estado Periférico. Tese de Doutorado, mimeo, Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, dezembro.

\_\_\_\_\_. (1989) "Sobre a Crise do Estado Brasileiro". REP, vol. 9, n° 3(35), julho-setembro. pp 103-114.

\_\_\_\_\_. (1990) "Leitura Política de uma Industrialização Tardia". Texto para Discussão n° 232, Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, abril.

- \_\_\_\_\_. (1993) Ajuste, Transición y Governabilidad: El Enigma Brasileiro. Washington, BID, março, mimeo.
- FLORESTAN, F. (1987) A Revolução Burguesa no Brasil. 3ª edição; Rio de Janeiro: Guanabara.
- FREITAS, M.C.P. (1989). Bancos brasileiros no exterior: expansão, crise e ajustamento. Dissertação de mestrado apresentada ao IE/ UNICAMP
- FREITAS, M.C.P. e SCHWARTZ, G. (1991). "Financiamento de longo prazo nos mercados de crédito e de capitais". Relatório parcial n. 5 do projeto "O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado", mimeo. São Paulo: IESP/FUNDAP.
- FRIEDMAN, M. e SCHWARTZ, A. J. (1971). A monetary history of the United States, 1867-1960. Princeton: Princeton University Press.
- FURTADO, C. (1974) O Mito do Desenvolvimento Econômico. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- \_\_\_\_\_. (1981) O Brasil Pós-"Milagre". 3ª edição; Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- \_\_\_\_\_. (1992) Brasil - A Construção Interrompida. 2ª edição; São Paulo: Paz e Terra.
- GOLDENSTEIN, L. (1985). Da Heterodoxia ao FMI: A Política Econômica de 1979 a 1982. Tese de Mestrado apresentada ao IE/UNICAMP.
- GOODHART, C. (1994). "Private financial dynamics and the challenge for the policies of the central banks". Trabalho apresentado no seminário "Os desafios do sistema monetário internacional". São Paulo: FUNAG/CEBRAP.
- GRIFFITH-JONES, S. e SUNKEL, O. (1990) O Fim de uma Ilusão. São Paulo: Brasiliense.

- GURLEY, J.G. e SHAW, E.S. (1960). Money in a theory of finance. Washington: The Brookings Institution.
- HICKS, J. (1974). The crisis in keynesian economics . New York: Basic Books
- \_\_\_\_\_. (1987) A crise na Economia Keynesiana. São Paulo: Ed. Vórtice.
- HILFERDING, R. (1985). O capital financeiro. São Paulo: Ed. Nova Cultural.
- IANNI, O. (1986) Estado e Planejamento no Brasil. 4ª edição; Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. pp 18-20; 54-68.
- KAUFMAN, G.G. (1993). "The current state of banking reform". working paper, n. 92. New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.
- KEYNES, J. M. "Alternatives Theories of the rate of interest" (1971a). The Collected Writtings of John Maynard Keynes, (CWJMK) vol. XIV, pg. 206 a 215. Londres: Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_. (1971b). "The ex-ant theory of the rate of interest and money". CWJMK, Vol. XIV. Londres: Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_. (1982). A Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Ed. Atlas.
- LANGONI (1985) A Crise do Desenvolvimento: Uma Estratégia para o Futuro. Rio de Janeiro: José Olímpio.
- LARA RESENDE, A. (1985) . "A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial". Revista de Economia Política, vol. 5, n. 2, abr-jun. São Paulo: Brasiliense.
- LESSA, C. (1978). A estratégia do desenvolvimento 1974-76 - Sonho e fracasso. Tese de professor titular. Rio de Janeiro, UFRJ.
- \_\_\_\_\_. (1986). 15 anos de política econômica. São Paulo: Ed. Brasiliense.

LESSA, C. e DAIN, S. (1983) "Capitalismo associado: Algumas referências para o tema Estado e Desenvolvimento. In: Desenvolvimento capitalista no Brasil - Ensaaios sobre a Crise. São Paulo: Ed. Brasiliense

LICHTENSZTJN, S. e BAER, M. (1986). Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial - estratégias e políticas do poder financeiro. São Paulo, :Ed. brasiliense.

LIMA, M. L.M.P. (1985). O Euromercado e a expansão do capital financeiro internacional. Tese de mestrado apresentada ao IE/UNICAMP.

LOPREATO, F.L.C. (1992). Crise de financiamento por governos estaduais: 1980/1988. Tese de doutoramento apresentada ao IE/UNICAMP.

LUNDBERG, E. (1985). "Orçamento Monetário e Socialização dos Prejuízos da Crise Cambial". Revista de Economia Política, vol. 5, n. 1. São Paulo: Brasiliense.

MADI, M.A.C. (1993) Política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana. Tese de doutorado apresentada ao IE/UNICAMP

MALAN, P. (1991) "Uma Crítica ao Consenso de Washington". in Revista de Economia Política, vol. 11(3), pp 5-12. São Paulo: Brasiliense.

MANTEGA, G. (1985) A Economia Política Brasileira. 3ª edição; Petrópolis: Vozes.

MARTINS, L. (1985). Estado capitalista e burocracia no Brasil pós 64. São Paulo: Ed. Paz e Terra.

MENDONÇA DE BARROS, L. C. (1990a). Funções básicas de um sistema financeiro - estruturas e características. Campinas, (mimeo).

MENDONÇA DE BARROS, L.C (1990b). A moeda indexada. Campinas, (mimeo).

- MENDONÇA de BARROS, L.C. (1993). "Moeda indexada, uma experiência brasileira". Economia e Sociedade, n. 2, agosto.
- MINSKY, H P. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.
- MINSKY, H. (1987). Las razones de Keynes. México: Ed. Fondo de Cultura Econômica.
- MIRANDA, J.C. (1992). Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional. Tese de doutorado apresentada ao IE/ UNICAMP.
- MONTORO FILHO, A.F. (1982). "Moeda e Sistema Financeiro no Brasil". IPEA/INPES, mimeo.
- MOURA DA SILVA, A. (1979) "Intermediação financeira no Brasil". FEA/IPE/USP (mimeo).
- NAJBERG, S. (1981). A participação do Estado na Economia Brasileira: o caso do PIS e do PASEP. Tese de mestrado apresentada a PUCRJ/ Departamento de Engenharia Industrial.
- NAJBERG, S. (1989). Privatização de Recursos Públicos: os empréstimos do sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial. Tese de mestrado apresentada a PUC/Rio de Janeiro.
- OFFE, C. (1984) Problemas estruturais do estado capitalista. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.
- OLIVEIRA, F. A. e BIAZOTTO Jr., G. (1986). "As finanças públicas da nova república. In: Maria da Conceição Tavares e Ricardo Carneiro (orgs.). Política Econômica da nova república. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.
- OLIVEIRA, F.A. e BIASOTO JÚNIOR, G. (orgs). (1990) A Política Econômica no Limiar da Hiperinflação. São Paulo: HUCITEC/FECAMP.

- OLIVEIRA, F.A. e BIAZOTO, G. (1990) A Política Fiscal e o Processo de Reordenamento Institucional do Setor Público na Nova República. mimeo. Campinas: IE/UNICAMP.
- PELLEGRINI, J.A. (1993). "Sistema BNDES - atuação recente, diagnóstico da situação atual e perspectivas". Estudos Econômicos, vol. 23, n. 3, set./dez. São Paulo: FIPE/USP.
- PINTO, A. (1982) Estilos de Desenvolvimento e Realidade Latino-Americana. REP, vol. 2(1), nº 5, janeiro-março. pp 29-88.
- REGO, E. C. L. (1991) A operacionalidade da política monetária no Brasil no contexto da moeda indexada (1985/1990). Tese de mestrado apresentada ao IE. UNICAMP.
- SANTOS FILHO, O.C. (1991) Processos de industrialização tardia: o "Paradigma" da Coréia do Sul. Tese de doutorado submetida ao IE/ UNICAMP.
- \_\_\_\_\_. (1994). "O padrão de financiamento na industrialização Coreana". REP, vol. 14, nº 3.
- SERRA, J. (1983). "Ciclos e Mudanças Estruturais na Economia Brasileira Pós-Guerra". In: Belluzzo, L.G.M. e Coutinho L. (orgs), Desenvolvimento capitalista no Brasil - Ensaio sobre a crise, vol. I. São Paulo: Ed. Brasiliense.
- SILVA, L.A.S. (1991). "Endogenia da moeda, instabilidade e política monetária". Revista de Economia Política, vol. 11, n. 1 (41).
- SILVA, Peri A. (1981). Política Monetária e Desenvolvimento Financeiro. Rio de Janeiro: Editora Interciência.
- SILVA, S. (1981) Expansão Cafeeira e Origens da Indústria no Brasil. 5ª edição; São Paulo: Alfa-Omega.

SIMONSEN, M. H. (1979). "O modelo brasileiro de desenvolvimento". In M.H. Simonsen e Roberto Campos (orgs.), A nova economia brasileira. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio Editora.

SIMONSEN, M.H. (1965). O mercado brasileiro de capitais . (mimeo).

SOCHACZEWSKY, A. C. (1980) Financial Economic Development of Brazil 1952-1962. Tese de doutoramento submetida à London School of Economics and Political Science.

STUDART, R. (1993). "O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional". Revista de Economia Política, vol. 13, n° 1. São Paulo: Ed. Nobel.

TAKAHASHI, T. (1991). "Alternative Future of the global financial market". Preparado para a apresentação no XV Congresso mundial da Political Science Association . Buenos Aires, Julho.

TAVARES, M. C. & ASSIS, J. C. (1985). O Grande Salto para o Caos: A Economia Política e a Política Econômica do Regime Autoritário. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor.

TAVARES, M. C. (1983) "O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente". In: L.G. Belluzzo e Renata Coutinho (org.) Desenvolvimento capitalista no Brasil - ensaios sobre a crise - vol. II. São Paulo: ed. Brasiliense.

\_\_\_\_\_. (1986). Acumulação de capital e industrialização no Brasil. Campinas: Ed. UNICAMP.

\_\_\_\_\_. (1975) "Distribuição de Renda, Acumulação e Padrões de Industrialização: um Ensaio Preliminar". in Tolipan, R. e Tinelli, A.C. A Controvérsia sobre Distribuição de Renda e Desenvolvimento. Rio de Janeiro: Zahar. pp 36-72.

\_\_\_\_\_. (1978) Ciclo e Crise. tese de professor titular. Rio de Janeiro: UFRJ.

\_\_\_\_\_. (1979). Da substituição de importações ao capitalismo financeiro. Rio de Janeiro: Ed. Zahar.

\_\_\_\_\_. (1990) "Reestruturação industrial e políticas de ajuste macroeconômico nos centros - a modernização conservadora". Texto para discussão IE/UNICAMP (mimeo).

\_\_\_\_\_. (org). (1990) Aquarella do Brasil. Rio de Janeiro: Rio Fundo Editora.

\_\_\_\_\_. (1993). "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência" In: Maria da Conceição Tavares e José Luis Fiori (orgs.), Desajuste global e modernização conservadora. São Paulo: Ed. Paz e Terra .

TAVARES, M.C. e BELLUZZO, L.G.M. (1984). "Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea". Texto para discussão do IEI, nº 65, dez.

TEIXEIRA, N. G. (1985). O sistema bancário brasileiro e suas transformações frente a crise atual. Tese de doutoramento apresentada ao IE/UNICAMP.

TEIXEIRA, N. G. e NOGUEIRA da Costa, F. (1986). "Setor financeiro: momentos de decisão", In: Maria da Conceição Tavares e Ricardo Carneiro (orgs.). Política Econômica da Nova República. Rio de Janeiro: Ed. Paz e Terra.

TERZI, A. (1986). "The independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation". Journal of Post Keynesian economics, vol. IX, n. 2.

THUROW, L. (1992). Head to Head - the coming economic brattle among Japan, Europe and america. New York: Willians Morrow and company, inc.

VASCONCELOS, J. R. e AGASAVARA R. S. (1992). "Análise Econômica-Financeira dos Bancos Estaduais". Brasília, IPEA - documento de Política, nº7.

VELLOSO, J.P.R. (1986) O Último Trem para Paris.

---

VIANA, A L. A. (1981). O BNDE e a industrialização brasileira - 1952/62. Tese de mestrado apresentada ao IE/UNICAMP.

WELMOWICKY, A. (1990). O papel do BNDE no processo de industrialização brasileira: 1974/1978. Tese de mestrado submetida ao IEI/UFRJ.

ZINI Jr. A .A. (1982). Uma avaliação do setor financeiro no Brasil - da reforma de 1964/65 à crise dos anos 80. Tese de mestrado submetida ao IE/UNICAMP.

\_\_\_\_\_. (1993). Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil. São Paulo: Edusp.

ZONINSEIN, J. (1989). "O circuito financiamento - investimento - poupança financeira" in Amadeo, E. (org.) Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico. Rio de Janeiro: Ed. Marco Zero.

ZYSMAN, J. (1983). Governments, markets and growth - financial systems and the politics of industrial growth. New York: Cornell University Press.

---

## II - Documentos

PAEG-Programa de Ação do Governo (1964). Ministério do Planejamento, novembro.

Programa de Metas (1958). Presidência da República, Rio de Janeiro.

I Plano Nacional de Desenvolvimento (1972). Ministério do Planejamento, Brasília, dezembro.

II Plano Nacional de Desenvolvimento (1974). Ministério do Planejamento, Brasília, novembro.

EPEA, Diagnóstico preliminar para o plano decenal, 1966.

O Plano Decenal.

Andima - séries históricas de inflação (1993)

Relatórios do BNDE - vários números

Boletins do BACEN - vários números

Conjuntura Econômica - vários números