

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

ECONOMIA MONETÁRIA E SISTEMA FINANCEIRO

Prof. Dr. Natermes Guimarães Teixeira *Natermes*

Levantado

Campinas, 1992

9369661
T235e

19837/BC

BIBLIOTECA DE ECONOMIA

ÍNDICE

APRESENTAÇÃO	i
INTRODUÇÃO	iii
<u>PRIMEIRA PARTE: TEORIA MONETÁRIA E FINANCEIRA</u>	1
Capítulo I: MOEDA E ECONOMIA MONETÁRIA	2
1. Significado e Funções da Moeda	3
2. Formas e Evolução da Moeda	15
3. Moeda e Capitalismo	24
Capítulo II: CRÉDITO E BANCOS	39
1. Natureza do Crédito	40
2. Financiamento da Produção Capitalista e Tipos de Crédito	46
3. Origem e Papel dos Bancos	52
Capítulo III: SISTEMA FINANCEIRO	62
1. Intermediação Financeira Institucional	63
2. Mercado e Ativos Financeiros	74
3. Estrutura Financeira e Crescimento Econômico	85

<u>SEGUNDA PARTE</u> : SISTEMA FINANCEIRO DO BRASIL	94
Capítulo I: A FASE PRÉ-REFORMA	95
Capítulo II: O REORDENAMENTO INSTITUCIONAL DOS ANOS 60	107
Capítulo III: A MATURAÇÃO E REVISÃO INSTITUCIONAL ..	124
1. Impactos Sobre a Intermediação Bancária	125
2. A Nova Estrutura Financeira e Seus Desdobramentos	133
3. A Reforma Atual	138
BIBLIOGRAFIA	144

APRESENTAÇÃO

Este Texto foi elaborado com o propósito de atender a um dos requisitos do Concurso de Livre-Docência na Área Monetária e Financeira do Departamento de Teoria Econômica do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, ao qual me escrevi. Sua organização teve por base os últimos cursos de referida área, nos quais fui colaborador ou responsável, dentro dos Programas de Graduação e Pós-Graduação do Instituto de Economia da Unicamp.

Minha expectativa é de que o Texto, constituído de dois ensaios, venha a suprir uma lacuna na literatura disponível dessa importante e complexa área de formação acadêmica dos cursos de economia, sobretudo a nível de graduação. A pretensão, outrossim, é de que esta primeira versão venha a ser melhorada e ampliada, a ponto de converter-se em Livro-Texto, como alternativa ou complemento aos habituais e em geral enfadonhos manuais de Moeda e Bancos.

Meu maior esforço, no primeiro ensaio, concentrou-se na articulação temática, tendo em vista o

objetivo básico de possibilitar a compreensão elementar dos fenômenos monetários e financeiros do capitalismo, particularizando o encadeamento dos principais conceitos, tais como: dinheiro (moeda), crédito, bancos, sistema financeiro, etc. Já no ensaio sobre o Brasil minha opção foi realizar uma breve análise da evolução recente do sistema financeiro, privilegiando os seus aspectos estruturais e institucionais, por julgar importante sua inter-relação com o movimento contemporâneo da economia brasileira, do ponto de vista do padrão de acumulação financeira.

Portanto, não obstante sua pertinência, o presente Trabalho tem pretensões modestas. Não se propõe a discutir grandes controvérsias teóricas e muito menos a concorrer para a ampliação da fronteira de conhecimento do assunto, o qual, aliás, todos acham que entendem pelo menos um pouco.

INTRODUÇÃO

Este Estudo, com finalidade essencialmente didático-expositiva, procura reunir e articular as principais concepções acerca dos aspectos monetário-financeiros de uma sociedade capitalista, à luz das quais busca-se analisar e avaliar a evolução recente do sistema bancário-financeiro brasileiro. Tendo isso em vista, o Texto compõe-se de dois Ensaios: o primeiro foi elaborado com o intuito de discutir a questão monetária e financeira do capitalismo; o outro, de cunho factual, enfoca o caso do Brasil, do ponto de vista das transformações em sua estrutura bancário-financeira.

A primeira parte, abordando inicialmente o âmbito teórico do tema, apoia-se em obras de diversos autores que trouxeram contribuições relevantes à compreensão do intrincado problema relacionado ao financiamento da produção capitalista. Em sequência, ainda na parte primeira, o estudo passa a tratar dos aspectos operacionais relacionados à funcionalidade de um sistema monetário-financeiro circunscrito às relações capitalistas de produção.

Com esse escopo, o primeiro Ensaio inicia-se com uma exposição sobre a função do dinheiro (ou da moeda) nas relações econômicas de uma sociedade mercantil, tentando posteriormente esclarecer as características básicas e, mais precisamente, os fundamentos de uma economia monetária - qual seja, onde o dinheiro é o que importa. Em seguida, procura-se expor a importância do crédito, e particularmente dos bancos, no processo de expansão do capitalismo, para então abordar o lado institucional da intermediação financeira. Ao encerrar essa primeira parte, são apresentadas algumas notas exploratórias acerca das peculiaridades do mercado e dos ativos financeiros, complementadas por uma breve exposição sobre a conexão da estrutura financeira com o processo de crescimento econômico.

A articulação dos assuntos desse primeiro Ensaio pode ser sintetizada na seguinte sequência:

A moeda - representante formal do dinheiro - deve ser considerada absolutamente imprescindível numa sociedade onde se processam trocas generalizadas; porém, somente numa economia monetária - ou seja, numa economia capitalista - ela cumpre suas funções em plenitude. A função meio de pagamento da moeda revela-se através das inter-relações de

débito-crédito. O crédito, exprimindo uma relação básica de endividamento, exerce um papel crucial no processo de expansão do sistema capitalista. A representação formal de uma operação de crédito, por sua vez, ocorre através da emissão de um título de dívida; os títulos e moeda são ativos financeiros, enquanto expressão monetária de valor que se realizará numa determinada data futura (ou presente, no caso da moeda) e, por fim, o sistema bancário-financeiro atua no mercado financeiro centralizando, concentrando e administrando a massa de ativos financeiros emitidos, dispondo ainda da capacidade de alavancar o financiamento e amplificar seus efeitos na economia, podendo, dessa forma, concorrer para a consecução e o sucesso de um processo de crescimento econômico.

A segunda parte trata de examinar a evolução do sistema financeiro brasileiro, do ponto de vista de suas principais modificações, decorrentes de mudanças no padrão de financiamento da economia, e à luz dos marcos institucionais mais importantes.

Num primeiro Capítulo é apresentada uma síntese da situação da intermediação financeira no Brasil, com ênfase na organização e funcionamento das instituições, no período anterior à Reforma Bancária promovida no triênio

1964/66. Em sequência, examina-se o conteúdo e primeiros impactos das medidas reformistas, explicitando as mais importantes novidades, sobretudo aquelas relacionadas ao mercado financeiro de papéis e às operações de financiamento. O item subsequente concentra-se na avaliação dos efeitos e reflexos da Reforma dos anos 60, enfocando particularmente alguns movimentos ocorridos na estrutura organizacional e operacional do sistema bancário, para finalmente tecer comentários sobre a nova Reforma que está sendo implementada no Brasil.

Em suma, o percurso seguido no segundo Ensaio privilegia as transformações estruturais do sistema financeiro, examina as raízes do intenso processo de acumulação financeira instaurado no País, passa pela análise das (re)ações sucedidas no seio da intermediação financeira institucional - com o advento da chamada configuração multi-bancária - e culmina com uma referência crítica à contextura do novo quadro institucional, consubstanciado no Projeto de Reforma que o Governo vem executando desde 1987.

PRIMEIRA PARTE:

TEORIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

Capítulo I

MOEDA E ECONOMIA MONETÁRIA

"Em ferro, em folha, em couro, em ouro, em papel, o dinheiro já teve todas as formas, cores e pesos. Mas nunca saiu de moda. (...) é bom aceitar que as coisas mudem; tudo muda, tudo cansa, tudo passa. Só o dinheiro, desde que o mundo é mundo, não cansa nem sai de moda".

Millôr Fernandes

1. Significado e Funções da Moeda

O dinheiro, de modo geral, é freqüentemente confundido com moeda, seja por força da aceitação usual de definições genéricas do tipo "o dinheiro é o que o dinheiro faz" - chavão perfeitamente cabível ao caso da moeda - ou até mesmo por dificuldades no estabelecimento de distinção a partir de traduções de termos estrangeiros - particularmente no caso da palavra inglesa "money". Em certo sentido, na maioria dos casos não há necessidade de ser explicitada uma diferenciação rigorosa entre os conceitos ou significados de dinheiro e moeda, na medida em que esta viria a ser a expressão corpórea ou exposição escrita daquele.

A moeda pode ser preliminarmente definida como a forma representativa do dinheiro, ou, mais especificamente, "o dinheiro posto sob a forma de meio de circulação é moeda"¹. No entanto, há um marco distintivo fundamental, quando se considera a moeda como uma espécie de unidade de conta atuando em nome do dinheiro. Conforme Keynes, a propósito, "alguma coisa que é somente usada como um conveniente meio de troca no ato pode estar sendo dinheiro,

¹ MARX, Karl. Elementos Fundamentales para la Critica de la Economia Política (Borrador) 1857-1858. Volume I. México, Siglo Veintiuno Editores S.A., 1971, p. 161.

desde que possa representar uma forma de manter poder de compra geral. Mas se isso é tudo, nós apenas acabamos de emergir do estado de escambo. Dinheiro propriamente dito em sentido amplo do termo somente pode existir em relação com um dinheiro de conta. Talvez nós devêssemos elucidar a distinção entre dinheiro e dinheiro de conta dizendo que o dinheiro de conta é a descrição ou denominação e o dinheiro é o objeto que corresponde à descrição".*

Outras maneiras de definir moeda, enquanto representante do dinheiro, recorrem às suas características operacionais subjacentes, relacionadas ao uso ou manuseio que resultam, em última instância, do cumprimento de suas próprias funções. Assim, convergem definições exprimindo a moeda como algo que facilita as trocas, que permite as trocas indiretas ou que é geralmente aceitável na troca, e assim por diante. Uma boa ilustração é a afirmação categórica de Fisher, ao expor as primeiras definições em seu livro clássico sobre o dinheiro: "Há uma variedade particular de mercadoria - um determinado produto acabado - que é de especial importância no assunto de que trata este livro, a saber, dinheiro. Qualquer mercadoria, para ser chamada dinheiro, deve ser geralmente aceitável na troca, e

* KEYNES, John Maynard. Treatise on Money. London, Macmillan, 1930, p. 3.

qualquer mercadoria geralmente aceitável em troca deveria ser chamada dinheiro"³.

Ao lado dessas considerações introdutórias e do ponto de vista da necessidade de realização e generalização das trocas numa sociedade mercantil, dinheiro e moeda, são usualmente definidos através de suas funções. A esse respeito, Hicks, introduzindo sua primeira lição em "As Duas Triádes", escreve: "Quando se pergunta ao estudante o que é o dinheiro, não há outra escolha possível além da definição convencional. O dinheiro se define por suas funções: é dinheiro qualquer coisa que se usa como dinheiro"⁴.

A definição de dinheiro ou moeda, com base em sua funcionalidade, acaba por permitir uma classificação para as funções a partir da qual seriam consideradas como funções básicas aquelas absolutamente indispensáveis ao mínimo funcionamento de uma economia de trocas generalizadas. Nesse sentido, a moeda tem que, ao menos, medir os valores e fazer circular as demais mercadorias: seriam, no caso, as funções de medida de valores e de intermediária de trocas. Cabe sublinhar que tais funções,

³ FISHER, Irving. The Purchasing Power of Money. Reprints of Economic Classics. New York, Augustus M. Kelley, Bookseller, 1963, p. 2.

⁴ HICKS, John M. Ensaio Crítico sobre Teoria Monetária. Barcelona, ARIEL, 1975, p. 15.

além de fundamentais para as relações de troca, contêm os atributos da inseparabilidade e complementaridade, na medida em que uma não se pode exprimir sem que a outra se manifeste; seriam, portanto, funções passíveis de separação apenas para efeito de análise.

No cumprimento da função medida de valores, a moeda corresponderia a um objeto capaz de mensurar as diferentes magnitudes de valor dos demais objetos. Associado a essa função monetária fundamental, à luz da teoria do valor-trabalho, há um aspecto interessante e ainda controverso que diz respeito ao tipo e à natureza da moeda de referência: se moeda-mercadoria, com valor intrínseco e capaz de servir a outros usos, ou um simples pedaço de papel destituído de valor intrínseco e usado exclusivamente como numerário.

Está relacionado a esse aspecto o fato de se considerar a função monetária de medida de valores apenas como um certo padrão de referência quantitativa para simples conversão dos outros valores. Ademais, as magnitudes dos valores, bem como suas variações, seriam determinadas segundo a vigência da "lei da oferta e da procura", que tem como um dos principais pressupostos o de que as mercadorias - ou, mais adequadamente a essa visão,

os produtos (bens e serviços) - entram no jogo do mercado sem preços (enquanto expressões de valores) e a moeda entra sem valor. Dessa forma, a moeda assumiria um significado funcional de um simples denominador comum de valores ou de uma simples unidade de conta - uma propriedade idêntica às de grandezas físicas, como por exemplo: massa (peso) em quilogramas, comprimento em metros ou volume em litros.

A esse respeito, é conveniente observar que Marx, a fim de simplificar sua exposição e ainda enfocando o processo de trocas numa sociedade mercantil simples, adota a forma de moeda-mercadoria - no caso o ouro - e considera que "a primeira função do ouro consiste em fornecer às mercadorias o material para exprimirem o valor ou em representar os valores das mercadorias como grandezas que têm a mesma denominação, qualitativamente iguais e quantitativamente comparáveis. Assim, exerce a função de medida universal dos valores..."².

A forma de manifestação das grandezas, por sua vez, seria dada pelo tempo de trabalho, enquanto medida capaz de conformar um esquema recíproco de equivalência de valores. A função medida de valores, nessa concepção, pressupõe uma inter-relação generalizada de expressões de

² MARX, Karl. O Capital- O Processo de Produção do Capital. Livro I, volume I. Rio de Janeiro. Civilização Brasileira, 3ª edição, 1975, p. 185.

valores submetidas a um determinado equivalente geral: o dinheiro. O que se troca, na verdade, são valores de força de trabalho contidos nas mercadorias, segundo as magnitudes de tempo socialmente necessário às respectivas produções, inclusive e particularmente do próprio ouro.

A distinção essencial entre as duas interpretações, está claro, não se refere ao fato de que os valores das mercadorias devem ser medidos por algum objeto referencial, mas que tal objeto viria, ou não, a ser a materialização do valor criado a partir da produção das mercadorias.

Com relação à função de intermediária das trocas, do ponto de vista essencialmente instrumental a moeda pode ser considerada tão-somente como aquilo que serve de meio de circulação das mercadorias em geral. Todavia, embora aparentemente não haja grande polêmica quanto ao exercício técnico da função em si, parece oportuno sublinhar dois desdobramentos, daí sem dúvida originados e correlacionados à função medida de valores. Um primeiro aspecto diz respeito à já aludida existência, ou não, de conteúdo de valor no meio de troca, e um segundo refere-se à questão da determinação da quantidade de meio de troca necessária à efetivação da circulação das mercadorias.

O aspecto do conteúdo de valor na moeda está relacionado, por um lado, à concepção de criação e perpetuação de valor a partir da produção de mercadorias, que, ao serem trocadas, explicitam que o trabalho despendido em suas respectivas produções foi trabalho útil. Por outro lado, esse aspecto está relacionado à não aceitação da possibilidade de funcionamento de uma economia exclusivamente baseada em trocas diretas, ou seja, uma economia de escambo. A interpretação se resume ao fato de que, se a moeda contém sua própria expressão de valor - direta ou indiretamente representada -, ao entrar na circulação vem a ocupar o lugar de uma mercadoria que dali sai para ser consumida. Portanto, de acordo com esse raciocínio, o cumprimento dessa função estabelece um curso para o dinheiro, a partir do qual o valor criado e trazido à circulação pelo conjunto das mercadorias ali permaneceria, substituído, no processo de troca, pelo valor equivalente em meio de circulação. Se as mercadorias fossem trocadas diretamente por outras mercadorias, tal expressão de valor não se perpetuaria na esfera da circulação, ou seja, os valores das mercadorias desapareceriam ao serem elas consumidas. Fica clara a sutil distinção entre produto e mercadoria, enquanto categorias originadas de um esforço produtivo. Vale dizer, nem todo produto é, ou vem a ser, mercadoria.

No tocante à determinação do montante de meios de circulação necessário ao processo de troca, em primeiro plano surge uma interessante controvérsia relacionada à aceitação ou validade da chamada Teoria Quantitativa da Moeda, no sentido desta prescrever a influência direta da quantidade de moeda sobre os preços. Como bem sintetiza Fisher no enunciado de seu primeiro Teorema, se a velocidade de circulação da moeda e as quantidades dos bens permanecerem constantes, os preços, em média, variarão na mesma proporção do montante médio de moeda em circulação*.

De outra parte, embora o tratamento marxista desse tema também recorra a uma expressão quantitativa, o sentido da determinação é rigorosamente contrário ao aceito pelos Quantitativistas. Como afirma Marx, "a quantidade total de dinheiro que funciona como meio de circulação, em cada período, é determinada pela soma dos preços das mercadorias em circulação e pela velocidade em que se sucedem as fases opostas das metamorfoses", ou seja, a velocidade das trocas.

* Eis o resultado da ilustração algébrica do autor sobre a Teoria Quantitativa da Moeda: $MV = \sum P_i Q_i$, onde M é o montante médio de moeda em circulação, V é a taxa média de movimento de moeda em sua troca por bens (velocidade de circulação), P_i e Q_i são, respectivamente, os preços e quantidades dos "i" bens. FISHER, Irving *op. cit.*, p. 26/7.

* Eis a expressão marxista: [soma dos preços das mercadorias] : [número de movimentos das peças de dinheiro do mesmo nome] = [montante de dinheiro que funciona como meio de circulação]. Ver: MARX, Karl. O Capital, *op. cit.*, pp. 133-35.

Essa suposição de Marx, por usar o ouro como moeda, acabaria por resolver a questão de uma forma extremamente simples. A quantificação seria automaticamente regulada pelos usos alternativos da mercadoria ouro, de acordo com as respectivas vantagens: se, por hipótese, seu valor como moeda diminuísse, o ouro seria transformado em outro qualquer objeto de uso dissociado da função monetária, e vice-versa. Todavia, as conclusões emitidas com base nessa consideração, aparentemente irrefutáveis, tornam-se de difícil aquiescência quando a moeda deixa de ser ouro para transformar-se em papel-moeda inconvertível. Nesse caso, o valor do papel-moeda estaria representando o valor total do conjunto de mercadorias em circulação. Nas palavras de Hilferding: "Na determinação do valor do papel-moeda por meio do valor da soma das mercadorias em circulação, o caráter meramente social do valor se apresenta pelo fato de uma coisa sem valor em si, a exemplo do papel (...), receber um valor que não é determinado por seu ínfimo valor próprio, mas pela massa de mercadorias que refletem seu valor na cédula de papel(...) o papel-moeda só tem valor porque o caráter social do trabalho o concede às mercadorias.(...) O valor que o papel aparenta possuir é, na verdade, o das mercadorias, (...)"*. Esta questão será

* HILFERDING, Rudolf. O Capital Financeiro. São Paulo, Nova Cultural, 1985, p. 46.

retomada noutro contexto, após o exame do quadro completo das funções monetárias e tipos de moeda.

Em síntese, a partir dessas duas primeiras funções, a moeda, sincronicamente, mede os valores e move as mercadorias, possibilitando a generalização das transações de uma economia mercantil, onde toda a produção é feita para, e movida pelo, processo de trocas. "É dinheiro a mercadoria que serve para medir o valor e, diretamente ou através de representante, de meio de circulação".

Além das funções fundamentais enunciadas, e agora ultrapassando os limites de uma sociedade mercantil simples, a moeda desempenha outras funções acessórias ou derivadas, mas não menos importantes, quando pode constituir-se em reserva de valor e funcionar como meio de pagamento.

A função reserva de valor confere à moeda a condição de instrumento de entesouramento, na medida em que, como a grande maioria de outros ativos (mercadorias) - porém de maneira singular - também se apresenta como forma de manutenção de riqueza. Ou seja, a posse de moeda é uma

* MARX, Karl, op. cit., p. 144.

alternativa à posse de um valor patrimonial, e nela, entre outros atributos, destaca-se o poder de compra geral - comando sobre as demais mercadorias.

Um aspecto interessante vinculado a essa função diz respeito à possibilidade de a expressão de valor do dinheiro vir a se tornar autônoma em relação às demais expressões de valor; vale dizer, o dinheiro assim entendido representa o primeiro e grande passo em direção à autonomização do valor. A autonomização torna-se mais clara na medida em que o próprio processo de circulação permite, nesse sentido de funcionalidade, a venda sem a compra. Assim, a possibilidade de deter o dinheiro por ele mesmo só se concretiza por representar também a possibilidade de compra, a qualquer momento, de quaisquer mercadorias.

A moeda, no desempenho de sua função meio de pagamento, permite expressar transações mercantis (compra/venda, por exemplo) incorporando defasagem temporal, isto é, a ocorrência de interstício entre os atos e as realizações das respectivas transações. É possível comprar sem desembolsar, ou seja, pode-se dispor do uso de uma mercadoria num determinado momento, transferindo seu pagamento, a contrapartida, para um momento posterior. Isso

nada mais é do que um ato de compra/venda a crédito, onde o comprador se transforma em devedor e o vendedor em credor.

Esse tipo de relacionamento e interdependência capitalista dá origem a uma acumulação de dívidas, *pari passu* ao aparecimento de títulos, os quais viriam a ser representações das relações débito/crédito. Enquanto meios de pagamento, tais títulos podem passar a circular, através de endosso e aceite, em substituição à própria moeda, enquanto meio de circulação. No entanto, há um aspecto importante relacionado às respectivas garantias que transitam do âmbito social/público ao particular/privado. Como bem observa Hilferding: "A função do dinheiro como meio de pagamento pressupõe, portanto, o acordo recíproco entre o comprador e o vendedor em adiar o pagamento. Aqui, a relação econômica decorre, pois, de um ato privado. Ao lado da compra e da venda estabelece-se a segunda relação entre o credor e o devedor, um compromisso entre duas pessoas particulares (...). Portanto, em contraposição ao papel-moeda estatal de curso forçado, que resulta da circulação como produto social, a moeda fiduciária é garantida de forma privada e não socialmente; por isso tem de ser sempre transformável ou conversível em dinheiro"⁴⁶.

⁴⁶ HILFERDING, Rudolf, *op. cit.*, p. 66.

Das funções primordiais da moeda, associadas à simples circulação das mercadorias, passa-se a um quadro funcional completo e absolutamente conformado ao modo capitalista de produção, onde se destaca com mais vigor e clareza o sentido da complementaridade das funções monetárias, como será visto em maior detalhe posteriormente.

2. Formas e Evolução da Moeda

A forma ou tipo de moeda, em si, não tem qualquer relevância no que diz respeito à sua funcionalidade; isto é, qualquer coisa pode ser (ou pode servir de) moeda, desde que cumpra plenamente suas funções. A História registra que a moeda já assumiu inúmeras formas, usadas em diferentes épocas e locais, que delineiam um interessante quadro evolutivo de suas transformações⁴¹.

Em largos traços, a moeda assumiu primitivamente a forma de mercadoria (moeda-mercadoria) - a exemplo do

⁴¹ Um exaustivo e interessante trabalho sobre a evolução monetária e história da moeda, antiga e atual, é o de GALBRAITH, John Kenneth, Moeda: de onde veio, para onde foi. São Paulo, Livraria Pioneira Editora, 2ª edição, 1983.

sal, do gado, do fumo, entre outros objetos -, onde cada espécie estaria expressando um determinado valor de troca associado à sua utilidade, necessidade, raridade, etc., ou mesmo expressando tão somente valor de troca extrínseco, a exemplo das conchas, penas de animais e pedras não preciosas.

Essas distintas formas de moeda apresentam algumas características comuns, com destaque para o fato de seus usos serem limitados quase exclusivamente ao interior de cada comunidade, as quais, além de primitivas, praticamente não mantinham relações econômico-financeiras entre si. Tratava-se, portanto, de moedas essencialmente instrumentais, que operavam as trocas restritas ao âmbito doméstico dos agrupamentos sociais (tribos).

Em alguns casos, o uso de certas moedas-mercadorias era extremamente dificultado por serem perecíveis e/ou indivisíveis. Com efeito, o processo natural de substituição dar-se-ia mediante a preferência por moedas-mercadorias que ao menos fossem mais duráveis e passíveis de fracionamento.

O passo seguinte, ainda na condição de moeda-mercadoria, foi a assunção da forma de moeda materializada

nos metais preciosos, um marco característico da fase conhecida como metalista. A respeito, vale o registro de Duesenberry: "Uma imensa variedade de coisas foi usada como moeda, numa época ou outra - conchas, penas, dentes de tubarão, fumo e muitas outras. Quando existentes, ouro, prata e cobre foram mais geralmente usados como moeda, muito antes mesmo da invenção da cunhagem. As primeiras moedas teriam sido, ao que se supõe, confeccionadas em cerca de 700 a.C., quando o ouro e a prata já eram usados pelos babilônios em 2.000 a.C."¹⁸.

Um aspecto importante relacionado à preferência pelos metais refere-se aos atributos físicos/materiais do objeto moeda associados às suas qualidades ou caracteres naturais, máxime quanto à durabilidade, divisibilidade e (re)convertibilidade. Assim, durante largo tempo e em vários territórios, houve predomínio do ouro, da prata e mesmo de metais menos valiosos (cobre, por exemplo), como materiais ou objetos preferidos para amedação.

Um registro histórico interessante é o da vigência do chamado bimetalismo, quando a unidade monetária era definida por lei em termos de dois metais (em geral ouro e prata) que mantinham uma específica correlação.

¹⁸ DUSENBERRY, James S. Introdução à Economia Monetária. Rio de Janeiro, ZAHAR Editores, 1966, p. 14.

Nesse sistema a cunhagem era livre para ambos os metais, os quais passavam a circular concomitantemente como moeda legal corrente. A necessidade da característica dual do sistema explicava-se pela suposição de que, a oferta de um único metal, como moeda, poderia não acompanhar ou não ser suficiente aos requisitos advindos do crescimento das atividades econômicas, o que redundaria em deflação - hipótese inteiramente descartada num sistema de papel-moeda, como será visto adiante. A principal dificuldade dessa convivência era a não rara desigualdade nas flutuações dos preços dos metais, com a consequente tendência do metal subvalorizado expulsar o outro da circulação - a conhecida Lei de Gresham.¹² Na verdade, o metal de maior valor seria exportado, permanecendo na circulação doméstica apenas o estoque de moeda em metal de valor inferior.

Com o desenvolvimento do processo de trocas, trazido tanto pelo avanço social como pela ampliação do volume e do alcance territorial dos negócios, surgem alguns inconvenientes do uso direto dos metais preciosos como instrumento de troca, particularmente no caso do ouro. Com efeito, tornou-se preferível e mais cômoda a utilização de representantes do metal, na forma de certificados de

¹² Lei estabelecida pelo inglês Sir Thomas Gresham no século XVI: "Bad money drives out good".

existência e propriedade. Tratava-se, então, de fazer circular papéis que correspondiam a determinadas quantidades de ouro ou prata, e eram emitidos por agentes depositários (ourives, em geral). Pela natureza de suas operações, esses agentes viriam a ser, na verdade, as chamadas casas de custódia, ou seja, estabelecimentos que se encarregam de guardar objetos valiosos com segurança.

Com esse novo esquema, não havia qualquer implicação no padrão das trocas e nas relações monetárias enquanto o volume de emissão se igualava à quantidade depositada de ouro, havendo como única novidade a simples substituição do ouro por seu representante em papel, na esfera da circulação. E tal substituição trazia inúmeras vantagens, sobretudo a facilidade de transporte e a diminuição dos riscos por infortúnios ou acidentes (perda, roubo, etc.). Essa fase registra o surgimento e uso da chamada moeda-papel, ainda emitida com paridade plena, o que, em consequência, conferia lastro integral aos certificados, relativamente à total garantia concedida pelo ouro previamente depositado.

A evolução e prática dos negócios acabou por mostrar aos depositários (emissores dos certificados) que, em média, o volume líquido dos saques de ouro - retiradas

em relação aos depósitos - nunca superava o volume de ouro depositado. Por conseguinte, a emissão de certificados em valor superior ao do ouro custodiado não representaria uma operação muito arriscada. Surgiria assim, a partir dessa possibilidade e experiência, a chamada moeda fiduciária - no sentido de ser dependente e reveladora de confiança -, que nada mais era do que o papel-moeda, ainda conversível.

Outro registro histórico importante, também relacionado ao metalismo, refere-se ao denominado sistema *padrão-ouro*. Tal sistema, que vigorou mais intensamente nas primeiras décadas deste século, sobretudo na Inglaterra, mantinha o valor-ouro da moeda fixado por lei e as autoridades monetárias comprometiam-se a trocar por uma determinada quantidade do metal ouro a moeda em circulação que lhes fosse apresentada, mediante o uso de uma taxa fixa. Os países que adotassem o padrão-ouro ficariam com as taxas cambiais estabelecidas através das referências de suas moedas ao ouro, oneradas com os respectivos custos decorrentes do transporte do ouro. As paridades monetárias de troca entre as moedas e as taxas de câmbio eram então natural e automaticamente estabelecidas e, em períodos normais, tendiam a não revelar flutuações significantes.

As moedas dos países que mantinham maior volume de negócios no comércio internacional em geral, e particularmente no comércio com ouro, tendiam a assumir o caráter de moedas internacionais - casos mais significativos da Libra inglesa e do Dólar americano, na época - as quais viriam a ser importantes marcos referenciais às demais moedas, para fixação das respectivas taxas de câmbio. A ocorrência de qualquer pressão altista numa dada taxa cambial, por exemplo, ocasionaria uma saída (exportação) de ouro do país, e vice-versa. Tal mecanismo, em si, tornaria o funcionamento do sistema de padrão-ouro auto-regulável, assim como exigia condições de cooperação entre os países adeptos. A fuga de ouro de um país resultaria numa queda de sua oferta interna de moeda, o que provocaria uma elevação nas taxas de juros, ao passo que no país importador ocorreria o contrário. Haveria, então, um movimento de capitais em busca de rendimentos mais elevados - ou seja, dos países de baixos juros em direção aos de altos juros -, o que levaria à correção do desequilíbrio original provocado pela exportação/importação do ouro.

Retomando o eixo temático, toda essa evolução, por um lado, acaba por consignar a forma rudimentar de atuação dos bancos, cujas operações são fundadas na possibilidade de emissão de certificados com montante de

valor superior ao do ouro depositado, ou seja, sem lastro integral de emissão. Por outro lado, convém registrar que essa etapa apenas precedeu o estágio atual, praticamente generalizado, de uso e legitimação do papel-moeda inconversível. Nesse novo padrão, destaca-se como principal suporte institucional o monopólio estatal de emissão, a partir do qual a moeda passa a seguir seu curso forçado, que é garantido na circulação tão-somente por assinaturas de autoridades monetárias constituídas e/ou cunhos oficiais impressos - a chamada moeda central.

Ao lado da moeda central - também denominada de moeda manual ou moeda corrente - convivem outros papéis, desde as chamadas quase-moedas (como os cheques) até os demais títulos de crédito ou certificados de direitos de propriedade. Todas as formas, no entanto, necessariamente explicitam, com maior ou menor grau de risco de realização, uma referência de conversão à moeda central, ou seja, o dinheiro, enquanto unidade monetária prevalecente na sociedade, e todos os contratos a ele se reportam. A esse respeito, há uma interessante advertência de Hicks, quando diz que: "Os depósitos bancários, normalmente considerados como dinheiro em dia, são promessas de pagamento em dinheiro no futuro; mesmo as notas bancárias são promessas de pagar em dinheiro. Esse caráter das notas bancárias é

evidente e compatível com o senso comum, pois a nota bancária é uma promessa de pagar uma outra moeda (ouro, ou notas de um banco superior); quando a moeda superior desaparece, a situação se torna muito paradoxal. Mas esse paradoxal reflete uma parte essencial do problema, não é de modo algum accidental; é bom ter no bolso um lembrete permanente dele, na inscrição da nota de 1 libra do Banco da Inglaterra: 'Promessa de Pagar ao Portador que o Solicitar a Soma de Uma Libra'***.

No fundo, enfim, qualquer agente econômico acaba por ser um potencial emissor de moeda. No que concerne à circulação, são moedas submetidas à maior ou menor aceitabilidade, na razão direta de sua expressão de garantia e na razão inversa da dimensão do risco, desconsiderando, nesse nível, os eventuais ganhos ou rendimentos envolvidos. As emissões bancárias, nesse sentido, em geral providas de proteção legal/institucional, praticamente correm parênteses com a moeda central. As governamentais, por seu turno, de modo geral isentas de risco ao tomador, concorrem na circulação mediante a colocação dos chamados títulos da dívida pública. De resto, as emissões privadas originadas de empresas (unidades produtivas) e famílias (pessoas físicas) ocupam, em geral,

¹⁴ HICKS, John R. Valor e Capital. Estudo sobre alguns princípios fundamentais da Teoria Econômica. São Paulo, Nova Cultural, 1984, p. 137.

uma relativamente pequena margem desse mercado, por força da não rara exiguidade da garantia concomitante à mais elevada proporção de risco. Ao lado dessas emissões internas, há também os fluxos de moedas estrangeiras, que podem substituir em maior ou menor grau a moeda doméstica, na proporção de sua maior ou menor estabilidade relativa de valor. Como já sublinhado, pelo fato desses papéis serem referendados e por denotarem recorrência, em última instância, à moeda central, não resta dúvida que a maior amplitude dessas inter-relações e inter-dependências monetárias tende a dificultar a gestão monetária, em particular do ponto de vista do controle da liquidez da economia, como será observado à frente.

3. Moeda e Capitalismo

A moeda, em nome do dinheiro, independentemente de sua forma mas capaz de cumprir suas funções precípuas, é absolutamente indispensável em qualquer sociedade mercantil onde se processam trocas indiretas generalizadas, para a consecução do ato mais trivial no âmbito das transações

econômicas: a compra/venda. Em estilo bastante simples, Galbraith diz que "... a moeda é nada mais, nada menos do que sempre pensou ser - o que é comumente oferecido ou recebido pela compra ou venda de bens, serviços ou outras coisas"¹⁵.

Assim sendo, numa sociedade mercantil as transações econômicas são forçosamente monetizadas; quer dizer, estão referidas a (e usam) algo como moeda. Nesse caso, se apenas se usa um objeto meramente referencial ou intermediador nas transações, a moeda pode ser considerada absolutamente neutra e representa somente um simples numerário (unidade de conta e/ou meio de troca)¹⁶.

Por outro lado, uma sociedade capitalista, sem (poder) deixar de ser mercantil, é necessariamente uma economia monetária e não apenas monetizada. Vale dizer: a moeda, neste caso, não constitui unicamente simples numerário, no contexto das relações econômicas. Trata-se aqui de uma economia onde as atividades produtivas prescrevem um cálculo capitalista, inexoravelmente monetário.

¹⁵ GALBRAITH, J.K., *op cit.*, p 5.

¹⁶ Tal economia identifica-se com a sociedade mercantil simples (M-D-M) de Marx e com a economia cooperativa (ou de salário real) de Keynes, enquanto formas anteriores da sociedade capitalista e de sua correlata economia empresarial, respectivamente.

Se uma economia capitalista é movida pela necessidade de obtenção/maximização de resultados (excedente, ganho, lucro, ...), sua marcha está a depender, em primeira instância, de um processo generalizado de tomadas de decisões por parte dos empreendedores (empresários, investidores, ...), baseadas em avaliações prospectivas, à luz de expectativas e incertezas, conforme será detalhado na sequência do texto.

Uma decisão, nesse sentido, envolve relações contratuais de compromissos e desembolsos de várias origens e distintas formas de cumprimento. Dentre os diversos requisitos, pelo menos um deles tem que ser estabelecido (pactuado) e realizado (cumprido) em termos monetários: o assalariamento.

É importante sublinhar, inicialmente, que os pressupostos de funcionamento de uma economia capitalista, ou seja, uma economia monetária, estão dados pela possibilidade do dinheiro - como representante geral do valor - ser início e fim do processo, logicamente mediante a ocorrência de uma diferença quantitativa entre o dinheiro empregado e o dinheiro conseguido - dado que o dinheiro não possui distintas formas (como as mercadorias em geral), e, portanto, não é passível de uma distinção qualitativa. Do

ponto de vista do dinheiro empregado, por sua vez, há uma questão implícita na natureza do circuito capitalista referida justamente à peculiaridade da fixação dos salários.

Seguindo a linha marxista, o capital, em seu processo de valorização, transforma-se inicialmente em meios de produção e força de trabalho. Ademais, a contratação da força de trabalho é estabelecida mediante relação salarial e os salários têm que ser fixados em termos monetários, imperiosamente. Ao desenvolver seu estudo sobre o Ciclo do Capital-Dinheiro, Marx diz textualmente, em várias passagens: "Já vimos que o valor, ou seja o preço, da força de trabalho vendida pelo seu detentor como mercadoria é pago sob a forma de salário, isto é, como o preço de uma soma de trabalho (...)"; do lado do vendedor do trabalho, é a transformação de sua mercadoria na forma dinheiro dela. O dinheiro assim recebido gasta-o o trabalhador (...) pois sob a forma de salário compra-se trabalho com dinheiro, o que se reputa cunho característico da economia monetária."¹⁷; ... "A forma normal de adiantar o salário é o pagamento em dinheiro..."¹⁸.

¹⁷ Marx, K. *O Capital - O Processo de Circulação do Capital*, Livro 2, Volume 3. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 3ª ed., 1975, p. 29.

¹⁸ Marx, K., *op. cit.*, p. 32.

¹⁹ Marx, K., *op. cit.*, p. 61.

Essa imperiosidade existe em primeiro lugar, porque a força de trabalho é, embora especial, uma mercadoria e, enquanto tal, deve entrar na circulação com um determinado preço, contratualmente pactuado. Em segundo lugar, dada a natureza dos salários - o mais importante item do gasto corrente do capitalista - há necessidade de prévio conhecimento desse gasto expresso em dinheiro, até mesmo para efeito de estabelecimento do indispensável cálculo (margens de ganho) futuro, a partir da decisão de produzir/investir. Em terceiro lugar, há uma razão mais importante: é necessário que o preço da força de trabalho seja estabelecido e pago em dinheiro, e não em outras mercadorias quaisquer, para que haja disposição de poder aquisitivo geral nas mãos dos trabalhadores (assalariados), que assim poderão consumir quaisquer mercadorias, tendo em vista a própria reprodução da força de trabalho e a imperiosa vigência da divisão social do trabalho. Em outras palavras, os salários não são fixados em termos de uma cesta de mercadorias, mas em termos de moeda, porquanto há uma divisão técnica e social do trabalho que impõe que os capitalistas paguem (remunerem) o trabalho com algo que explicita poder de compra geral.

O caminho keynesiano é distinto, porém convergente no resultado. Keynes, ainda prefaciando sua

Teoria Geral, adverte: "Uma economia monetária, iremos ver, é essencialmente uma economia em que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego e não meramente a sua direção"²². O ponto de partida para a concepção de uma teoria monetária da produção, segundo Keynes, é que o objetivo capitalista não é maximizar a produção em termos físicos, mas em termos de receitas líquidas. Dessa forma, a importância do dinheiro, de início, já se explica pelo objetivo do capitalista, que é obter o máximo rendimento monetário.

A relação salarial, também neste caso, é o motivo para a economia capitalista ser necessariamente monetária. Os capitalistas só podem calcular seus custos de produção - basicamente salariais - e, a partir daí, suas receitas futuras, em termos monetários. É praticamente impossível estabelecer esse tipo de cálculo através de outro meio. Com efeito, o fundamento da integração do dinheiro, nessa concepção, prende-se ao fato dos salários terem que ser expressos, e naturalmente pagos, em dinheiro; quer dizer, o fundamento acaba por ser também a relação salarial. Ainda na Teoria Geral, quando trata da Escolha das Unidades que utilizará, Keynes assim se manifesta: "Para tratar da teoria do emprego proponho-me, portanto, usar apenas duas

²² Keynes, J.M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo, Abril Cultural, 1983, p. 4.

unidades de quantidades fundamentais, a saber, quantidade de valor monetário e quantidade de emprego (...). No meu entender, evitar-se-ia muita perplexidade desnecessária se nos limitássemos estritamente às duas unidades, moeda e emprego, quando tratamos do comportamento do sistema econômico em seu conjunto, ...".²¹ Adiante, no Capítulo 17, quando expõe as Propriedades Essenciais dos Juros e do Dinheiro, o autor se manifesta novamente sobre o assunto: "(...) é interessante considerar até que ponto as características da moeda tal como a conhecemos, e que conferem à sua taxa de juros uma importância significativa, estão ligadas ao fato de ser ela o padrão em que habitualmente se estipulam as dívidas e os salários"²².

Resumindo o raciocínio, é de se supor que o capitalista só vai empregar produtivamente seu dinheiro disponível se os rendimentos esperados forem superiores aos custos monetários em que irremediavelmente incorrerá - via firmção de contrato - ao estilo de uma aposta. Assim, na prática, há duas ocorrências simultâneas: explicitação da expectativa dos empresários (capitalistas) e fixação dos salários.

²¹ KEYNES, J.M. *Op. cit.*, pp. 39/40.

²² KEYNES, J.M. *Op. cit.*, p. 165.

Em síntese, a necessidade de uma decisão de investir/produzir num certo momento, em busca de um retorno monetário positivo posterior, consubstancia o processo normal do financiamento de uma economia capitalista. Da existência desse processo como dominante - utilização do dinheiro para comprar mercadorias (entre as quais a força de trabalho) e obter mais dinheiro - depende a natureza do circuito capitalista.

Retornando à questão da funcionalidade monetária, é oportuno sublinhar que em qualquer sociedade mercantil a moeda tem a possibilidade de cumprir todas as suas funções, mas decerto só as cumprirá em sua plenitude no capitalismo. A título de exemplo, o cumprimento da função reserva de valor numa sociedade mercantil simples tende a prejudicar o cumprimento da função meio de circulação, na medida em que altera valores (montantes) disponíveis, não só à consecução das compras/vendas no processo de troca em geral, como também para efetivar novos empregos (ou mesmo manter o nível existente) mediante compromissos de pagamento de salários. No sistema capitalista, cabe repetir, a complementaridade funcional é absolutamente indispensável, ou seja, a moeda só funciona como meio de circulação por que ela é reserva de valor. O capitalista, ao ter por objetivo básico a obtenção de um sobre-valor, passa a usar

estrategicamente o dinheiro, enquanto capital, como estoque líquido de riqueza em sintonia com o ciclo produtivo a que está submetido, como será visto em detalhe adiante.

Por outro lado, a propósito, Keynes afirma que o dinheiro é um elo entre o presente e o futuro, na medida em que, como não há certeza absoluta quanto à ocorrência dos eventos, só algo que se referir de modo geral às mercadorias e aos contratos pode servir de reserva de valor. Essa seria a função propriamente capitalista, pois que, ao ser a conexão do hoje com o amanhã, permite tanto a obtenção de ganho/lucro na produção agora, em função do futuro, como o não-ganho agora para gastar adiante, também em função das expectativas. Nas palavras de Keynes: "Como se sabe, o dinheiro serve para duas finalidades principais. Ao funcionar como numerário, ele facilita as trocas, sem que precise chegar a entrar no quadro como um objeto substantivo (...). Em segundo lugar, ele constitui uma reserva de valor". Logo adiante o autor indaga e responde: "(...) por que alguém desejaria usar o dinheiro como reserva de valor? Porque (...), nosso desejo de manter o dinheiro como reserva de valor constitui um barômetro do grau de nossa desconfiança, de nossos cálculos e convenções quanto ao futuro"²².

²² KEYNES, J.H. "A Teoria Geral do Emprego (1937)" in SZHRECSANYI, Tamás (org.) KEYNES. São Paulo, Editora Ática, Grandes Cientistas Sociais, 1978, p. 173.

Em outras palavras, em uma sociedade mercantil simples a função reserva de valor viria a ser um obstáculo ao prosseguimento da circulação, pois o uso da moeda como forma de guardar riqueza prejudica o processo de circulação de mercadorias, onde a retirada de moeda acaba por desorganizar a própria circulação. Em complemento, no capitalismo a moeda só cumpre sua função de meio de circulação por que é reserva de valor e, ademais, só no capitalismo a moeda pode cumprir a função reserva de valor, dado que apenas enquanto tal adquire a faculdade de impulsionar a circulação como intermediadora.

Por outro lado, a função monetária de meio de pagamento é inerente ao modo de produção capitalista. Como será visto adiante, não seria possível conceber o funcionamento do capitalismo sem o crédito, que, por sua vez, pressupõe a moeda desempenhando sua função de meio de pagamento. Só no sistema capitalista de produção, vale sublinhar, as operações podem ser realizadas quase que exclusivamente com base nas relações de crédito, o que pressupõe uma perspectiva de crescimento de valor-capital com base em adiantamentos/antecipações a serem (ou prometidas para serem) concretizados à frente. Uma particularidade interessante a esse respeito é que, quando se estabelece um contrato de trabalho, na verdade o

assalariado está concedendo um crédito ao capitalista, na medida em que somente após um determinado tempo de trabalho - venda gradativa da mercadoria especial força de trabalho - é que faz jus e recebe sua remuneração, ou seja, seu salário.

Complementando a exposição, a função monetária de meio de pagamento, além de se manifestar apenas nas relações capitalistas de produção, é imprescindível à possibilidade de expansão do sistema, pois que consubstancia as relações creditícias entre os agentes. O dinheiro como meio de pagamento é, na verdade, a moeda de crédito, que representa uma das formas monetárias contemporâneas, ligadas ao modo capitalista de produção, ao lado do papel-moeda inconvertível.

Em relação à controvérsia acerca do quantitativismo, agora é conveniente ampliar os limites da discussão, no rumo do chamado enfoque ou concepção monetarista. Enquanto os quantitativistas seriam, antes de tudo, os adeptos do intenso uso ou tratamento matemático na explicitação e demonstração de interdependência das variáveis econômicas, os monetaristas privilegiam o predomínio das variáveis monetárias nas explicações dos problemas econômicos, particularmente em momentos de crise

e instabilidade. À luz dessa rápida observação, a questão central, relacionada não só ao quantitativismo mas também ao monetarismo, refere-se à possibilidade e aos limites do controle central da oferta monetária. Em realidade, segundo a postura mais ortodoxa dessa concepção, as Autoridades Monetárias - Banco Central - dispõem de vários instrumentos de política monetária plenamente eficientes para exercer o controle da liquidez da economia, em termos do conceito de volume de meios de pagamento. O conjunto dos efeitos desse tipo de controle seria capaz de debelar qualquer processo inflacionário.

No entanto, a consistência desse raciocínio depende da condição de exogeneidade da oferta monetária, cujo domínio pode e deve ser exercido livremente por uma autoridade central. Considerar a possibilidade da oferta monetária ser endógena significa, desde logo, a derrocada da concepção monetarista baseada na Teoria Quantitativa da Moeda.

A interpretação da endogeneidade da oferta monetária constitui, por si, o argumento cabal de refutação dos pressupostos monetaristas, os quais, como já frisado, repousam na assertiva de que o aumento na oferta de moeda, decidido e proporcionado autonomamente pelas Autoridades

Monetárias, é a principal causa da inflação (decerto a única para os adeptos mais radicais). A variação da oferta monetária endógena - ou seja, aquela originada no interior das relações econômico-financeiras, ou proporcionada pela influência de fatores internos a tais relações - seria condicionada pelas necessidades de realizações no âmbito da circulação, mesmo que à revelia da autoridade, pois as mudanças na oferta de moeda resultam de alterações na demanda, e não ao contrário.²⁴ O principal suporte dessa argumentação está fundado na inexorável liberdade das transações capitalistas a partir da criação/negociação com moedas de crédito, as quais, mais do que qualquer outro tipo de variável/atividade, estão sempre interagindo com as mudanças na economia. E as causas dessas mudanças, nesse particular, são descritas por oportunidades de lucro trazidas por inovações financeiras num contexto institucional, isto é, dentro do conceito mais amplo de capacidade para inovar práticas financeiras, em todas as oportunidades que venham a solucionar os impasses inerentes às operações monetário-financeiras, bem como confirmem ganhos ou tragam vantagens aos inovadores.²⁵

²⁴ Ver, a esse respeito: KALDOR, Nicholas Lord. "A Falência do Monetarismo" in Boletim IUPERJ nº 31. Rio de Janeiro, Março/Agosto de 1985. pp 18/28.

²⁵ Ver sobre este tema: MINSKY, Hyman P. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven. Yale University Press, 1986, particularmente o Capítulo nº 9.

Por fim, cabe uma referência quanto à questão monetária num contexto inflacionário. A instalação de um processo inflacionário, dentre outras ocorrências e distorções, tende a destruir a plenitude da funcionalidade da moeda. Em primeiro lugar, o aumento geral e persistente dos preços provoca um movimento de fuga em relação à posse da moeda central, ou seja, desaparece o interesse pela retenção da moeda enquanto reserva de valor, pois a despeito do prêmio de liquidez que ostenta, seu valor, em termos de poder aquisitivo, tende a se tornar cada vez menor. A opção natural dos potenciais retentores de moeda é a busca de formas alternativas de aplicação que os protejam da inexorável deterioração patrimonial.

Por outro lado, a moeda central de um país com inflação relativamente alta jamais poderá servir de lastro, ou moeda de reserva, do ponto de vista do comércio e dos negócios no âmbito do mercado internacional. Além disso, e mais importante, mesmo em termos domésticos a moeda central tende a perder sua faculdade de servir de referência aos contratos de pagamentos diferidos, isto é, criam-se condições para o surgimento e uso de outros referenciais, desde moedas estrangeiras, ou papéis incorporando práticas de ágios, de descontos, etc., até títulos prescribentes de atualização monetária. No entanto, a referência

institucional interna de última instância continua sendo a moeda central; vale enfatizar, a título de exemplo ilustrativo: a autoridade central constituída não só diz qual deve ser o dicionário, como o escreve - até uma eventual derrocada final do padrão monetário vigente.

Capítulo II

CRÉDITO E BANCOS

"O banco é uma instituição que só empresta dinheiro a mutuários que conseguem comprovar que não precisam de dinheiro (...) e já que tempo é dinheiro, paguemos nossa dívida com tempo".

Aparício Torelli - Barão de Itararé

1. Natureza do Crédito

Um dos pressupostos básicos do funcionamento de um sistema capitalista está fundado na necessidade de sua expansão, cuja manifestação se expressa em duas dimensões analíticas. Do ponto de vista global, representa o chamado processo de valorização do capital em geral; já no âmbito individual exprime a obtenção de ganhos excedentes por parte dos capitalistas particulares²⁶. O esquema genérico e completo de valorização do chamado capital industrial - ou seja, aquele que percorre todo o ciclo completo de valorização - prescreve um aporte inicial de capital destinado à aquisição de meios de produção (capital constante) e força de trabalho (capital variável). Conforme Marx: "Nos estádios de circulação, o valor-capital assume duas formas, a de capital-dinheiro e a de capital-mercadoria; no estágio de produção, a forma de capital-produtivo. O capital que no decurso de todo o seu ciclo ora assume ora abandona essas formas, executando através de cada uma delas a função correspondente, é o capital industrial, industrial aqui no sentido de abranger todo o ramo de produção explorado segundo o modo capitalista"²⁷. A

²⁶ Os "ganhos excedentes" estão sendo aqui utilizados com um significado idêntico ao de lucro, enquanto, simplesmente, resultado financeiro de uma atividade econômica.

²⁷ MARX, K. - O Capital, Livro 2, Editora Civilização Brasileira, 2a. Edição. Rio de Janeiro, 1971, p. 53.

partir da utilização desses capitais no processo produtivo são geradas novas mercadorias, que, acrescidas em valor, explicitam um montante de capital final quantitativamente maior que o aporte inicial requerido pelo processo.

Na verdade, de outro ângulo, são as expectativas das realizações de valores-preços que determinam a tomada de decisão por parte do conjunto dos capitalistas, os quais, sob a configuração de apostas, decidem quanto, quando e onde aplicar seus capitais, com expectativas de obtenção de ganhos, embora sujeitos a riscos. Assim, aplica-se hoje um certo valor com o propósito de realizar, amanhã, um valor maior.

Todo e qualquer processo de tomada de decisão, por seu turno, está submetido à condição de incerteza, no sentido de que o resultado é imprevisível ou, pelo menos, de previsão imperfeita. Em outras palavras, o resultado de uma ação jamais pode ser conhecido antecipadamente e, além do mais, é impossível calcular a possibilidade de que ocorra alguma coisa diferente daquilo que se esperava. A incerteza, à luz das expectativas de sucesso e risco, seria o fundamento que, em última instância, passaria a influenciar a adoção de uma decisão: desde a de reter a própria moeda (conforme a formulação keynesiana: ter

preferência pela liquidez), aplicar em títulos rentáveis, até realizar um gasto de investimento.

O conceito de incerteza, usado nesse sentido, não pode ser reduzido à circunstância do improvável, nem está limitado ao âmbito restrito de um eventual empreendimento individual. É certo que um tomador de decisão, enquanto investidor potencial, vai deliberar com base em estimativas e suposições sob um cenário estático previamente concebido. No entanto, é impossível reduzir a ignorância e a dúvida ao considerar a dinâmica da realidade através da solução tradicional apoiada em cálculos teóricos probabilísticos. Keynes, em 1937, já elucidava essa questão ao escrever: "Desejo explicar que por conhecimento 'incerto' não pretendo apenas distinguir o que é conhecido como certo, do que apenas é provável (...). O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra européia é incerta, o mesmo ocorrendo com o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários particulares de riqueza no sistema social de 1970. Sobre estes problemas não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito".²⁸

²⁸ KEYNES, John Maynard. "A Teoria Geral do Emprego (1937)" in SZMRECSÁNYI, Tamas, *op. cit.*, p. 171.

O problema básico do investidor potencial consistiria, então, em decidir o que fazer, numa dada situação, onde se apresentam distintas alternativas. As opções estariam demarcadas, por um lado, pela posição de espreita, ou em compasso de espera, mediante retenção de poder de compra geral - liquidez - para exercer o comando peremptório no caso de uma decisão futura de gasto, e, de outro lado, pela efetivação do investimento, quando, pelo fato do capital investido submeter-se ao cumprimento de um determinado ciclo de valorização, fica outorgada a irreversibilidade à decisão adotada.

Um aspecto interessante desses ciclos é que, no limite, se todos os capitais tivessem a mesma data inicial de aplicação e cumprissem seus respectivos movimentos ao mesmo tempo, tornar-se-ia impossível a geração e realização de excedentes e, portanto, não sucederia o próprio processo geral de expansão de valor do capital. Essa questão foi colocada por Rosa Luxemburgo, quando inquiriu de onde surgiria a diferença entre o valor do capital realizado e o valor do capital inicialmente aplicado, para o sistema como um todo. Em suas palavras: "A dificuldade era a seguinte: para fins de acumulação, parte da mais-valia deixa de ser consumida pelos capitalistas e é acrescentada ao capital, com vistas à ampliação da produção. Pergunta-se então onde

se encontram os compradores desse produto adicional(...) ? Onde se encontra a procura por essa mais-valia acumulada, ou como Marx formula a questão: de onde vem o dinheiro para se pagar a mais-valia acumulada? (...) quando a acumulação já se processa há muito tempo e joga no mercado, em cada período produtivo, um volume de valor sempre maior que o do período anterior, pergunta-se: onde estão os compradores desses valores adicionais?"²⁹.

De um lado, convém considerar que o processo, a nível dos vários ciclos de valorização dos capitais isolados, é necessariamente assíncronico, porquanto se expressa como resultante de diferentes valores, datas e durações vinculadas aos atos de aplicações e realizações individuais. Essa assincronia, então, explicita a não coincidência nas datas iniciais dos ciclos particulares, associada ao tempo diferenciado de duração de cada movimento de rotação dos capitais, no cumprimento de seus respectivos ciclos. Os diversos capitais, com efeito, cumprem seus circuitos de valorização em tempos diferentes: os valores que alguns capitalistas estão gastando (comprando) num determinado momento equivale aos valores que outros capitalistas estão realizando (vendendo) em suas respectivas etapas de circuitos particulares.

²⁹ LUXEMBURGO, Rosa. A Acumulação do Capital. São Paulo. Editora Abril, 1985, pp. 85-86.

Por outro lado, a não simultaneidade temporal, por si só, viria a ser o fator capaz de explicar o processo global e ampliado de valorização do capital em seu conjunto. Assim, a assincronia torna possível o esquema conjunto e geral de realizações, via geração, apropriação e cessão de valores excedentes, no âmbito das transações inter-capitalistas. A assincronia possibilita, em cada momento, a existência de um estoque de capital-dinheiro disponível sob a forma líquida. Essa massa de saldos líquidos, por corresponder a um valor-capital aplicável e portanto potencialmente rentável, é mobilizada mediante transferência entre os capitalistas. O processo generalizado de cessão de valores, na linha de demarcação entre propriedade e posse, dá origem a uma teia de débitos e créditos, sobreposta às relações capitalistas de produção.

A possibilidade de cessão de capital, no sentido de transferência temporária de valores, assume substancial importância à medida que viabiliza iniciativas empresariais atendidas com recursos de terceiros. Nesse sentido, há no capitalismo um esquema de interdependência explicitado nas relações de débito/crédito. Não só a possibilidade mas sobretudo a potencialidade de expansão do sistema capitalista, portanto, é dada pelo crédito, enquanto

esquema generalizado e recíproco de cessões de valores-capital. O crédito inter-capitalista, assim, é inerente ao próprio processo de evolução do capital, posto que exprime o financiamento da produção capitalista.

2. Financiamento da Produção Capitalista e Tipos de Crédito

A interpretação analítica do papel e importância do crédito, do ponto de vista da concepção hilferdinguiana, funda-se no processo de transferência do chamado capital funcional, ou seja, capital em função. Hilferding, a esse respeito, expõe o conceito de capital industrial, destacando o aspecto da funcionalidade, quando afirma: "O processo cíclico do capital subdivide-se, portanto, em dois estágios de circulação $D-M$ e M_1-D_1 , e um de produção. Na circulação, ele se apresenta como capital monetário e capital mercantil; na produção, como capital produtivo; o capital que percorre todas essas formas constitui o capital industrial. O capital monetário, o capital mercantil e o capital industrial não definem aqui, por conseguinte,

espécies distintas de capital, mas formas especiais de funções do capital industrial"²².

De acordo com essa linha de raciocínio, os capitais em seus percursos (nas esferas de circulação-produção-circulação) experimentam periodicamente situações contínuas e sobrepostas de congelamentos e liberações, as quais, em suma, explicariam a possibilidade de expansão do sistema, em termos do movimento e recorrência do capital industrial - aquele que cumpre o ciclo completo de valorização.

Na verdade, a explicação para esse mecanismo reside no fato de que cada etapa do ciclo exige, ou cumpre, um certo período de tempo. Além disso, a duração do ciclo completo é a soma da duração de cada uma das etapas, e seu resultado, em valor, só se realizará ao final da última etapa de circulação (venda). O importante é que os capitalistas que encerram suas etapas de realização não necessitam imediatamente de todo o montante de valor gerado pelo processo, para iniciarem outro. Por conseguinte, tais capitalistas terão sobras de capital - no sentido de capital liberado - as quais buscarão formas alternativas de valorização, ou seja, serão cedidas a outros capitalistas -

²² HILFERDING, R. *O Capital Financeiro*, São Paulo. Editora Abril, 1985, pp. 72-3.

aqueles que cumprem etapas recíprocas, em circunstâncias nas quais seus capitais estão congelados. Assim, em cada momento haverá excesso de capital para alguns capitalistas e escassez para outros. O esquema generalizado de valorização do capital, portanto, passa pela imprescindível inter-relação de dependência entre os capitalistas, explicitada na transformação de capital monetário congelado em capital funcional, mediante o crédito.

Do lado pragmático, as relações débito/crédito representam direitos de uns - na condição de credores - sobre outros - na condição de devedores -, ou, reciprocamente, obrigações de uns perante outros. Esses direitos e obrigações exprimem o fundamento das dívidas e são expressos, de modo geral, através dos títulos de crédito. Por seu turno, toda e qualquer assunção de dívida implica no reconhecimento de uma obrigação contratual, onde geralmente consta: montante, prazo, e ainda rendimento para uns (credores) ou ônus para outros (devedores). As obrigações, em suas várias formas, são representadas pelos títulos de crédito, os quais possuem ao menos três atributos: rentabilidade, risco e liquidez. De modo geral, a rentabilidade tende a variar diretamente em relação ao risco e inversamente em relação à liquidez. Com efeito, via de regra, quanto maior a rentabilidade prometida por um

título de crédito, maior é o seu risco no que tange ao resgate, e menor sua liquidez, enquanto prêmio por sua retenção como forma de riqueza.

Por outro lado, o crédito tem natureza distinta, segundo dois fatores geradores: as transações mercantis entre os capitalistas e as reservas de depreciações oriundas do desgaste pelo uso dos ativos fixos. O primeiro tipo diz respeito ao chamado crédito comercial (corrente ou de circulação) e tem sua origem na defasagem temporal entre o ato e a realização da compra/venda. Quer dizer, o efetivo pagamento e conseqüente recebimento da transação ocorre somente após um determinado período de tempo - aqui o dinheiro cumpre sua função de meio de pagamento. Com efeito, qualquer dívida inter-capitalista com base numa transação mercantil explicita um crédito comercial.

Na linha schumpeteriana, esse seria o chamado crédito "normal", posto que está restritamente ligado à esfera da circulação, bem como refere-se a valores de mercadorias já produzidas. Há uma passagem em Schumpeter que resume bem a idéia: "A distinção entre crédito normal e anormal é, contudo, importante para nós. O crédito normal cria direitos ao dividendo social, que representam e podem ser pensados como comprovante dos serviços prestados e da

entrega prévia de bens existentes. Aquela espécie de crédito, que é designada pela opinião tradicional como anormal, também cria direitos ao produto social, que, contudo, na ausência de serviços produtivos passados, só poderiam ser descritos como certificados de serviços futuros ou de bens ainda a serem produzidos"³¹.

O segundo tipo de crédito tem origem no fato de que os ativos fixos (capital fixo, como parte do capital constante: máquinas, equipamentos, instalações e imobilizados em geral) só transferem seus valores ao produto parcialmente, em cada período de produção para o qual contribuem ou do qual participam. Ou seja, de acordo com a sua vida útil, o ativo fixo se desgasta lentamente no tempo, contribuindo com ou transferindo apenas parte de seu valor - enquanto capital - ao valor da mercadoria produzida em cada ciclo particular. A continuidade dos ciclos cria um fundo de depreciação do capital fixo em geral - cuja natureza reside no processo de reposição -, o qual explica a origem do chamado crédito de capital ou crédito de acumulação. O crédito de capital, dessa forma, decorre do processo de desgaste ou obsolescência dos capitais fixos no âmbito da produção. Esse tipo de crédito, analogamente ao anterior, daria origem ao chamado crédito "anormal",

³¹ SCHUMPETER, Joseph A. A Teoria do Desenvolvimento Econômico. São Paulo, Editora Abril, 1982, p. 71.

conforme visto em Schumpeter, no sentido de que está relacionado a adiantamentos de valores relacionados à produção futura de mercadorias.

Cabe sublinhar, de um lado, que a diferença entre os dois tipos de crédito (comercial e de capital) é essencialmente analítica. Na verdade, o crédito no capitalismo viria a ser uma categoria potencial independentemente de sua natureza. Assim, por exemplo, os dois tipos de crédito, quando centralizados e administrados, na concepção de um sistema creditício, não são passíveis de segmentação, especialmente sob o ângulo operativo segundo suas respectivas origens. É possível e até mesmo usual, no entanto, estabelecer uma associação do crédito comercial ao curto prazo e o crédito de capital ao longo prazo; desde logo, apenas do ponto de vista operacional da concessão e não propriamente quanto ao aspecto de suas gestões.

De outro lado, a existência dos dois tipos de crédito é inerente e ao mesmo tempo imprescindível ao capitalismo, quer por sua necessidade de interação, mediante os efeitos de alavancagem com base num processo generalizado e interdependente de endividamento, quer pela necessidade de reciclagem de partes de valor realizado,

enquanto massa livre, não congelada, ou disponível, de capital. Em outras palavras, há complementaridade entre o crédito de circulação e o crédito de capital, posto que não é possível conceber a efetivação da acumulação dissociada ou independente da esfera da circulação, ao mesmo tempo que não se concebe circulação no capitalismo que não seja fase interagente de um processo acumulativo. Além disso, mediante o processo de mutuação do crédito fica estabelecida uma espécie de câmara compensatória, que conciliaria os desejos ou necessidades, entre concessões e tomadas, segundo a adequação das circunstâncias de cada caso, tendo em vista os interesses e os respectivos tipos de crédito.

3. Origem e Papel dos Bancos

A simples existência do crédito, *latu sensu*, explica a própria base do financiamento da produção capitalista. Mediante um esquema generalizado de operações de crédito, com efeito, é possível explicar as reais possibilidades de expansão das economias capitalistas, ainda que não configurado como um sistema creditício

institucional. No entanto, é indubitável que os efeitos do crédito sobre a expansão capitalista podem ser substancialmente amplificados a partir da intervenção institucional. Nesse sentido, uma instituição financeira, em primeira instância, assume a figura de um agente bancador/avalizador no âmbito das relações inter-capitalistas primárias de débito/crédito.

Por outro lado, o aparato institucional, além da vantagem provinda da solução da natural incompatibilidade dos interesses, funcionaria como uma instância garantidora, capaz de constituir as bases para amplificar as relações creditícias a partir do próprio processo de sistematização das relações de crédito. Na verdade, a intervenção institucional cria um suporte mais amplo no âmbito das emissões, além de contribuir para a consolidação dos riscos inerentes às operações financeiras em geral.

As primeiras instituições bancárias (ourives, casas de custódia, etc.) iniciaram suas operações na mais importante mudança de padrão monetário (forma de moeda) quando: de um sistema de moeda mercadoria (ouro), seguido pelo de moeda papel (certificado emitido pelo depositário, com lastro integral em ouro), passa-se a um sistema de papel-moeda, de caráter fiduciário e não necessariamente

convertível. Patenteando o surgimento dos bancos, tal evolução, por si só, já denota o marco institucional, de caráter inicial e perene, da atuação bancária: o comércio de dinheiro. Essa seria a atuação precípua de um sistema bancário estendida à centralização do capital monetário e, em última instância, à centralização do crédito em geral.

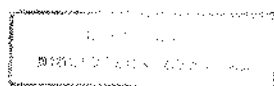
O desempenho dessa função bancária básica, por um ângulo, está relacionado à centralização das operações creditícias: os bancos concentram devedores e credores envolvidos nas operações de crédito, tanto para circulação como para acumulação. No caso do crédito comercial (de natureza mercantil), os bancos eliminam a defasagem temporal envolvida na transação, mediante uma operação de desconto de um título representativo da dívida respectiva. Ou seja, o banco repõe ao credor o valor que seria realizado num tempo futuro, assumindo o direito ao valor realizável quando da amortização da dívida por parte do devedor. Já no caso dos valores correspondentes à depreciação, associada ao uso do capital fixo, os bancos passam a gerir e reciclar um determinado volume de recursos na forma de um fundo rotativo. Esse fundo rotativo viria atender às necessidades do próprio sistema, seja do ponto de vista de sua absorção ou enquanto base do financiamento aos capitalistas. Parece claro, pois, que os bancos não

podem prescindir da aglutinação das relações de crédito, nem de suas interações no sistema creditício, ao mesmo tempo em que há uma necessidade social de centralização de todo o dinheiro - independentemente de sua forma - nos bancos.

Por outro ângulo, e não menos importante, os bancos têm a faculdade de criar poder de compra geral, mediante sua função de instituição emissora: quando crêem nas "apostas", tomam a iniciativa de bancá-las através da concessão de financiamento. Tal iniciativa é respaldada na expectativa de retorno do investimento objeto da operação. Seria essa, então, a verdadeira e propriamente função bancária ativa no capitalismo, dentro da concepção mais geral do princípio de que os gastos criam renda³² ou, analogamente, que os empréstimos criam os depósitos.

Efetivamente, no contexto das tomadas de decisão capitalistas a função bancadora é fundamental. Quer dizer, é necessário apenas que os capitalistas ativos decidam investir e que os bancos endossem a iniciativa e acreditem no retorno esperado. Noutros termos, um determinado investimento não deixa de ser realizado por não existir

³² Trata-se do Princípio da Demanda Efetiva, assim sintetizado por Keynes: "A teoria pode ser resumida pela afirmação de que, dada a psicologia do público, o nível de produção e do emprego como um todo depende do montante do investimento". KEYNES, John M. "A Teoria Geral do Emprego (1937)", in SZHRECSANYI, T. (Org.); op. cit., p 168.



previamente um fundo para seu financiamento. No entanto, o investimento pode não se realizar por falta de convicção de um banco financiador ou mesmo pela insuficiência de caixa, no sentido de liquidez bancária. Vale dizer: a não efetivação de investimentos jamais pode ser justificada por inexistência de poupança prévia. Nas palavras de Keynes: "O mercado de investimento pode tornar-se congestionado por causa da falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança. Esta é a mais fundamental das minhas conclusões neste contexto"²².

Em síntese, dada a absoluta necessidade de adiantar dinheiro, através do financiamento os bancos reconhecem que, por se tratar de uma espécie de aventura, devem correr um certo risco e ser solidários com os empreendedores. E a decisão de aceite da coresponsabilidade significa, por sua vez, uma forma de diluição do risco empresarial, no âmbito da interação entre o capitalista ativo e o capitalista financeiro. Os bancos tendem então a influir ou mesmo exercer a gerência financeira das empresas, seja pela necessidade de prover valorização aos eventuais saldos líquidos de capital, direta e temporariamente não vinculados ao estágio produtivo do ciclo, seja no atendimento de suas

²² KEYNES, J. M. "A Teoria ex ante da Taxa de Juros" in IPEA, Literatura Econômica, v.9, n. 2, Rio de Janeiro, junho de 1987, p. 178.

necessidades de financiamento (que podem ser circunstanciados pela necessidade de ajustes na estrutura financeira ou mesmo situações momentâneas de falta de caixa - estado eventual de insolvência), seja ainda, por fim, pelo fato de o banco financiador ter assumido o controle da empresa financiada mediante alienação patrimonial por inadimplência. A propósito, é nesse raciocínio que se apóia a explicação de uma natural tendência à aproximação ou maior articulação entre o capital industrial e o capital bancário, nos contornos do conceito tradicional de capital financeiro. Como bem adverte Hilferding: "Os traços mais característicos do capitalismo 'moderno' são constituídos pelos processos de concentração que aparecem, por um lado, na 'abolição da livre concorrência', mediante a formação de cartéis e trustes, e, por outro lado, numa relação cada vez mais intrínseca entre o capital bancário e o capital industrial. É através dessa relação que o capital vai assumir a forma de capital financeiro, sua forma mais elevada e abstrata, ..."²⁴.

A nível das principais experiências, esses movimentos significariam processos de conglomeração multi-setorial, predominantemente mediante fusão de interesses da indústria, na esfera produtiva, com os do banco, na esfera

²⁴ HILFERDING, R, *op.cit.*, p. 27.

financeira. As formas de criação e consolidação dos conglomerados surgiram desde a assunção, por parte dos bancos emprestadores, dos valores patrimoniais (ativos fixos, de modo geral) oferecidos em garantia pelas indústrias inadimplentes tomadoras de empréstimos; passando pela busca articulada de maior flexibilidade e fluidez inter-setorial, tanto no que concerne à valorização quanto à canalização das disponibilidades; até o modelo mais original de constituição da chamada cabeça financeira do grupo - o banco - o qual passaria a comandar estratégica e empresarialmente o complexo conglomerado - o conjunto das empresas industriais, mais precisamente. Em que pese a evidente morfose a nível das manifestações, a finalidade básica comum aos conglomerados reside na busca incessante de valorização do capital, onde e quando esta venha a ocorrer: gerada interna ou externamente ao país originário, provinda da esfera produtiva ou financeira, (re)produzida de capital real ou fictício, etc.

Quanto a essa questão da valorização do capital, em remate, é conveniente explicitar um exemplo de desdobramento que tende a se manifestar em situações de recessão econômica, mormente quando o país se encontra em estado de estagflação. Como já foi visto, no núcleo das relações inter-capitalistas cria-se uma massa de títulos de

crédito que representam direitos e obrigações e que, ademais, autonomizam-se em relação à produção, ou ao circuito produtivo. Em outras palavras, o agente financiador - capitalista financeiro - cede capital-dinheiro para viabilizar as exigências do ciclo de valorização ao qual se submete o agente financiado - capitalista ativo ou produtivo -, tendo em vista o objetivo maior e exclusivo de obter, ao final do ciclo, um valor de capital-dinheiro maior.

A relação de dependência expressa necessariamente um comprometimento através de um título, cujo significado maior é o de constituir-se em veículo potencial de transferência patrimonial entre os capitalistas, pois que, no caso de inadimplência, o emprestador dispõe da prerrogativa de apoderar-se das garantias reais porventura (e em geral) comprometidas na operação. Por outro lado, e mais importante, o título outorga ao credor o direito de exigir sua cobrança, ou liquidação, quer o capitalista produtivo tenha ou não valorizado o capital sob sua gestão. Aqui reside o fundamento da possibilidade da valorização de natureza financeira descolar-se da valorização de natureza produtiva. Para se valorizar no circuito restritivamente financeiro o capital, entra em relação consigo mesmo, não precisando formalmente da intermediação - muito menos do

Êxito no ciclo produtivo de valorização - por parte do capital envolvido na etapa de produção. No fundo, é como se o capitalista financeiro estivesse comprando uma renda diferida no tempo, com isenção de risco direto.

Estendendo o raciocínio, e partindo do pressuposto que toda e qualquer emissão/colocação de título envolve ou promete uma valorização financeira, uma outra massa de títulos de natureza diferente (portanto, como será melhor detalhado na sequência do texto, que tão-somente concede o direito à obtenção de uma renda ou de um fluxo de rendimentos) tende a proliferar no âmbito dos esquemas e oportunidades de valorização de capital, quando o quadro econômico é recessivo e desprovido de perspectivas de retomada em prazo não muito longo. Nessas circunstâncias, agravam-se os efeitos da dissidência entre os esquemas de valorização do capital, a partir do predomínio da valorização essencialmente financeira. Fica impossibilitado, no mínimo, um movimento de recuperação do processo de acumulação produtiva e, enfim, da própria retomada do processo de crescimento econômico com base na expansão da produção, do emprego, etc. Os capitalistas, nesse *status quo*, passam a especular privilegiando esse tipo de valorização, à cata de maiores ganhos (lucros) ou,

· pelo menos em alguns casos, para tentar manter a integridade do valor de seus capitais.

Capítulo III

SISTEMA FINANCEIRO

"As três maiores invenções da história econômica foram o fogo, a roda e o banco".

Will Rogers

"Dinheiro do qual o outro não pediu recibo não deve ser incluído na contabilidade".

Código de Hamurabi (2000 a.C.)

1. Intermediação Financeira Institucional

A intermediação bancária ou financeira, em sentido funcional, pode ser entendida como uma das fases do processo de valorização do capital. A função intermediadora, nesse caso, corresponde à instância institucional no percurso do capital, em suas várias possibilidades de expressão e de expansão de valor. No contexto de uma sociedade capitalista, essa é uma atribuição dos bancos, ou estruturas bancárias, enquanto condensadores e gestores das relações de débito/crédito, a partir das condições precípua ao funcionamento do mercado de empréstimos: existência de capital-dinheiro livre para a valorização e disposição de endividamento por parte dos tomadores potenciais desse capital. Os bancos assumiriam então uma posição estratégica relativamente ao confronto dos emprestadores com os tomadores de empréstimos.

As instituições financeiras intervenientes no sistema de crédito, particularmente as bancárias, administram a massa de capital-dinheiro da sociedade capitalista. Assim os bancos atendem a dois tipos básicos de solicitação: tomam dinheiro emprestado e concedem empréstimos. O negócio bancário, com efeito, volta-se à

concentração do maior volume possível de capital-dinheiro de propriedade de vários emprestadores potenciais isolados, com vistas à canalização aos tomadores potenciais de empréstimos, que em geral são capitalistas industriais e comerciais. O curso do processo, tanto legitima os bancos como administradores gerais do capital-dinheiro, quanto convalida o sistema de crédito como força motriz da concentração e centralização do capital.

A atuação bancária, sob o aspecto operacional, relaciona-se à mobilização de capital, possibilitando a transformação do capital monetário em capital produtivo. Cabe sublinhar, no entanto, que os bancos não desempenham apenas o papel convencional de intermediários financeiros, mas atuam como empresas capitalistas que, centralizando e redistribuindo fundos numa escala tendencialmente amplificada, buscam ao mesmo tempo reproduzir-se e ainda ampliar-se, via de regra diversificando operações e ampliando escalas, em direção à maximização de lucros e consolidação de riscos.

Por outro lado, e em sentido amplo, a intermediação financeira não se restringe a uma atividade exclusivamente financiadora; quer dizer, os intermediários financeiros não realizam apenas a simples canalização de

poupança para investimento. O próprio avanço do capitalismo, requerendo da intermediação financeira algo mais do que captar recursos para financiar o crescimento dito produtivo da economia, exige dos intermediários formas alternativas de aplicações para o capital monetário líquido, capazes de oferecer rentabilidade ao capital em geral, compatível (ou não) com a sustentação da taxa de acumulação dentro das expectativas da própria evolução capitalista.

Do ponto de vista empresarial, o elemento decisivo para a atividade bancária - como, analogamente, para as atividades capitalistas em geral - reside na geração e potencialidade do lucro. Por se tratar de uma atividade intermediadora, o lucro provém, fundamentalmente, do diferencial entre taxas recebidas e pagas - o *del credere* - sendo que as operações ativas originam fluxos de entrada (receitas) e as passivas, reciprocamente, os fluxos de saída (despesas).

O lado ativo, nesse contexto representado pelas aplicações bancárias, assume uma posição estratégica relativamente às fontes de recursos. Em primeiro lugar, as operações ativas, de lado o simples fato de que originam o fator positivo do *del credere*, geram todos os itens de

receita bancária; ou seja, para um banco não existe fluxo de rendimento operacional dissociado e independente de suas aplicações. Noutras palavras, os itens (fluxos) de receita bancária existem e variam segundo os respectivos itens (saldos) de operações ativas prévias. Em contrapartida, alguns itens de despesa são fixos (conhecidos) e praticamente autônomos em relação às operações bancárias (como por exemplo despesas administrativas e patrimoniais).

Ademais, ao lado da faculdade de emissão secundária de moeda escritural com base na contabilização de saldos de depósitos à vista, os bancos também dispõem de outras fontes específicas de recursos (entre as quais o próprio patrimônio líquido), que lhes permitem trabalhar com taxas/custos desprezíveis ou relativamente baixas, no lado negativo da equação do ganho bancário; além disso, e mais importante, possibilitam-lhes a realização de aplicações financeiras não vinculadas a uma determinada fonte de recursos, no lado passivo das obrigações. É esse o caso dos empréstimos bancários em geral, isto é, uma concessão, na verdade, significa um registro contábil de um novo saldo em depósito à vista. Afora essas possibilidades operacionais, o sistema bancário dispõe ainda de uma retaguarda institucional, proporcionada pela autoridade

central através do atendimento a eventuais faltas de liquidez bancária, conforme será explicado adiante.

Enfim, em síntese, os bancos têm a faculdade de criar dinheiro - poder de compra - mediante o estabelecimento de simples contratos de dívida. Trata-se da chamada criação de dinheiro *ex-nihilo*, ou seja, do nada. Conforme Schmitt: "A moeda de crédito é criada EX-NIHILO. Hoje em dia, este fato é admitido pelos economistas e mesmo pelos banqueiros. Aparentemente misteriosa, a criação monetária é uma operação clara e simples. Nas ciências positivas não é hábito falar-se de criação. Entretanto, esta noção não deve assustar ninguém, pois a criação EX-NIHILO não é nada mais do que a passagem do nada ao zero. Sabe-se que o zero foi, durante muito tempo, confundido com o nada antes de ser computado entre os números. Precisamente, a criação EX-NIHILO, isto é, a partir do nada, atinge uma quantia de moeda igual a zero"²⁵.

Em outras palavras, um banco, e por extensão o sistema bancário, através de seu mecanismo operacional com base nos empréstimos/depósitos, tem a faculdade de realizar emissão secundária de moeda mediante apenas um registro contábil de saldo disponível depositado com liquidez plena

²⁵ SCHMITT, Bernard. Teoria Unitária da Moeda São Paulo. Edições Melhoramentos, Editora da Universidade de São Paulo, 1978, p. 173.

e imediata. A concessão de um empréstimo, nesse caso, significa a escrituração de um depósito à vista que, mesmo criado do nada, será absorvido e devidamente consolidado pelo sistema, e passa a exercer um poder de compra/liquidação praticamente igual ao da moeda corrente de curso forçado originada da emissão primária, que, nos dias de hoje, é monopólio do Estado.

Em termos formais, a intermediação financeira envolve necessariamente um agente mediador, identificado na figura de uma instituição, e um instrumento financeiro. Trata-se, pois, da interveniência de uma unidade empresarial e de um papel (título, certificado, contrato, etc.) emitido e aceito pelas partes envolvidas na operação. As instituições e instrumentos financeiros formam o chamado sistema financeiro, que exerce primordialmente uma função compatibilizadora de um variado espectro de interesses e expectativas dos demais agentes econômicos. Tal configuração institucional, por seu turno, jamais poderá ter um caráter permanente, pois que reflete e ao mesmo tempo é um reflexo da própria dinâmica das relações financeiras, no âmbito do processo global de mobilização, valorização e acumulação do capital.

Por outro lado, toda organização empresarial está necessariamente submetida a um determinado formato político-institucional, na medida em que compreende um sistema de operações referente a relações econômicas capitalistas. Entretanto, desse ponto de vista, há uma marcante diferenciação entre as atividades produtivas (ou não-financeiras) em geral e as atividades financeiras. Enquanto as atividades econômicas não-financeiras contam com maior autonomia institucional, sobretudo no tocante à iniciativa empresarial - não raro isentas de barreiras institucionais à entrada -, as atividades de intermediação financeira, no contexto das nações capitalistas, são passíveis de específica regulamentação, com maior ou menor rigidez. Vale dizer: às atividades econômicas em geral determina-se o que não é permitido fazer; já em relação à intermediação financeira, prescrevem-se os tipos e mesmo os limites de suas operações. Desse modo, por sua natureza e características operacionais, as atividades de intermediação financeira estão sujeitas, em maior ou menor grau, a um acompanhamento sistemático e centralizado, em termos de regulamentações institucionais, que abrange desde autorização para funcionamento, controle, fiscalização, etc., até intervenção e liquidação extrajudicial.

Há que se destacar, por fim, um aspecto culminante relacionado à intermediação financeira institucional: o papel do Estado. Com maior ou menor grau de intervenção, o Estado interpõe-se à estrutura organizacional do sistema financeiro, assim como interage em suas atividades. Em primeiro lugar, o Estado pode atuar diretamente no sistema financeiro, seja através de instituições financeiras sob seu controle, seja como tomador de empréstimos para atendimento a governos, empresas estatais, etc. Essa forma de atuação estatal parece não ser relevante neste contexto, mas há pelo menos duas outras dimensões nas quais a ação do Estado revela-se importante e mesmo imprescindível, em razão do caráter de institucionalidade que é inerente à organização e funcionamento do sistema de intermediação financeira.

Por um lado, a face autoritária do Estado exercida pelo Governo não fica restrita à sua função controladora ou fiscalizadora do sistema, mas deve ser observada e destacada em termos do estabelecimento de respaldo institucional, quando a autoridade monetária assume o papel de concedente de recursos financeiros de última instância às operações bancárias em geral. Dentre as funções clássicas de um banco central evidencia-se, neste sentido, a de banco dos bancos, mediante a qual o sistema

dispõe de instrumentos de apoio ou cobertura em situações conjunturais de dificuldade, particularmente no caso de iliquidez. Como se sabe, a atividade bancária, por sua natureza, envolve um elevado grau de vulnerabilidade, o que caracteriza a situação de um banco como em estado potencial de insolvência, posto que está sempre sujeito, por exemplo, à ocorrência de uma corrida bancária.

O sistema bancário, assim, requer um suporte institucional capaz de conferir maior estabilidade e segurança às suas operações, à luz de sua latente fragilidade financeira. A esse respeito, ao lado de outros mecanismos de recorrência intra e inter-bancários, o banco central dispõe de alguns instrumentos convencionais para o exercício da política monetária, destacando-se o redesconto e as operações de mercado aberto, ou "Open Market". A aplicação do aparato instrumental "centro-bancário", particularmente os citados acima, não apenas consubstancia sua função bancadora de última instância, mas visa administrar a liquidez da economia, preservando a estabilidade do valor da moeda, controlando a taxa de juros e, ainda, agenciando financeiramente a tesouraria do governo, afora suas funções de emissor da moeda central e depositário das reservas internacionais.

Por outro lado, o Estado recorre a um tipo de financiamento, com base na emissão e colocação dos títulos da dívida pública, como já anunciado, cujos valores, prazos, taxas, etc. lastreiam as operações de mercado aberto. Apesar do fundamento para a existência desse mercado, na realidade o objetivo principal de sua operacionalidade é exercer o controle da liquidez da economia, além de sinalizar um patamar para as taxas de juros do mercado financeiro em geral. Um aspecto interessante e problemático desse mercado é que a emissão (ou possibilidade de emissão) dos títulos da dívida pública torna-se dissociada ou independente da razão básica de sua origem, qual seja: a necessidade de financiamento governamental por ocorrência de déficit nas contas do setor público.

Esse tipo de situação tende a ocorrer quando o governo emite e lança em circulação títulos da dívida pública sem que haja déficit público a ser financiado. É óbvio que o principal (ou único) motivo que justificaria tal requisito é a necessidade de rolagem da dívida pública, por via de um nocivo mecanismo de resgate dos títulos que estão vencendo, e cujos valores seriam cobertos pela emissão de novos títulos. Em que pese a justificativa do controle da liquidez e/ou da taxa de juros, há uma

circunstância agravante - em geral ocorrente em economias com estagflação - referida à aceitabilidade dos novos títulos e à necessidade política de elevar (ou manter altos) os juros. Como os títulos são colocados no mercado aberto através de leilões, a variabilidade do deságio estaria mais tendente à ampliação, o que traria como consequência uma elevação nas demais taxas de juros do mercado financeiro.

Um aspecto importante dessa questão, do ponto de vista estrutural, diz respeito à tendência à ampliação do descolamento entre a acumulação produtiva e a acumulação financeira - agora patrocinada e estimulada pelo Estado. A massa dos títulos da dívida pública tornar-se-ia então o núcleo dos movimentos especulativos no mercado de ativos financeiros, respaldando e impulsionando o esquema de valorização financeira do capital, como já referido anteriormente.

2. Mercado e Ativos Financeiros

A definição genérica de mercado infere um contato, ou confronto, entre compradores (demandantes) e vendedores (ofertantes), cujos desejos explícitos possibilitam a realização de negócios. A existência e o funcionamento de qualquer mercado tem como fundamento básico um processo de decisão que envolve necessariamente conflito de interesses. E em geral os mercados são tipificados de acordo com a natureza de seus objetos negociáveis, ou ainda em função de suas dimensões ou restrição físico/espacial.

O mercado financeiro caracteriza-se por comportar transações circunscritas ao âmbito das finanças capitalistas. Por sua vez, a área das finanças abrange uma gama variada de operações, cujo nexos reside na negociação de um papel previamente emitido e geralmente transferível. Esse papel, em forma de título, certificado, contrato, etc., consubstancia um aceite de obrigações concomitante a uma afirmação de direitos, cuja transação envolve necessariamente, e pelo menos, dois agentes primários: um sacador ou emitente - aquele que emite contra alguém um

título de crédito - e um sacado ou aceitante - aquele contra quem se emitiu um título de crédito.

As transações financeiras são normalmente mediadas por uma instituição financeira, a qual, além de poder assumir uma das posições de agentes primários, pode interferir na relação direta entre os agentes envolvidos na transação. Nesse sentido, a intermediação interage nos dois lados do processo de transferência de recursos financeiros: absorve as obrigações diretas, emitindo, a partir desse lastro, as chamadas obrigações indiretas. Gurley, a propósito, considera que "durante certo período de tempo, unidades econômicas não financeiras vendem novas emissões de débito no mercado de fundos de empréstimos. Esses títulos são adquiridos por outras unidades econômicas não financeiras, pelo sistema monetário e/ou pelos intermediários não monetários"³⁴.

Do ponto de vista organizacional/operacional, dentro de extensa variabilidade, as instituições financeiras denotam uma distinção básica relacionada às operações de crédito *stricto sensu*. Um segmento institucional é formado por instituições financeiras creditícias, as quais concedem empréstimos e captam

³⁴ GURLEY, John G. "The Saving-Investment Process and The Market for Loanable Funds" in Introduction to a Monetary Economy. Washington: The Brookings Inst., 1946, p. 54.

recursos do público em geral. Um segundo conjunto agrupa as demais empresas financeiras, cujo único nexo, do ponto de vista operacional, reside no fato de não realizarem operações de crédito - ou seja, concessão e captação.

O primeiro conjunto compreende os bancos, com sua vasta nomenclatura complementar: comercial, de depósitos, de negócios, de descontos, de investimento, de desenvolvimento, etc.; as companhias e sociedades ou associações de crédito, de financiamento, de investimento, etc.; e outras instituições com denominações específicas, sejam de corte setorial, regional ou segundo a área de atividade.

Uma classificação convencional, nas economias mais desenvolvidas, delimita a atuação bancária em dois tipos básicos: os chamados bancos comerciais ou de depósitos (os *COMMERCIAL BANKS* norte-americanos, *CLEARING BANKS* ingleses ou *BANQUES DE DÉPÔTS*, franceses) e os bancos de investimento ou bancos de negócios (*INVESTMENT BANKS* norte-americanos, *MERCHANT BANKS* ingleses ou *BANQUES D'AFFAIRES* franceses). Mas essa classificação é meramente formal, porquanto tais especificações e/ou delimitações operacionais não requerem, a rigor, uma segmentação

institucional, como é o caso dos bancos alemães e japoneses, por exemplo.

No outro grupamento, o das instituições financeiras não-creditícias, incluem-se empresas que atuam no setor financeiro mas são essencialmente prestadoras de serviços, a exemplo das companhias de seguros, previdenciárias, de capitalização, etc.; ou então são instituições auxiliares ao mercado financeiro, particularmente o acionário, tais como sociedades corretoras e distribuidoras, bolsas de valores, etc.; ou ainda formam um terceiro sub-grupo, que é heterogêneo por natureza e congrega instituições que atuam em diferentes áreas, como por exemplo: empresas de arrendamento mercantil (empresa mais mercantil que financeira, embora operacionalmente se aproxime de uma instituição financiadora), cooperativas de crédito ou consórcios, empresas administradoras de cartões de crédito, loterias, agências ou casas de câmbio, e assim por diante.

Formalmente, a composição de um sistema financeiro é variável no tempo, em decorrência da própria dinâmica inerente aos requisitos das atividades econômicas nas distintas fases, estágios ou padrões de desenvolvimento econômico. Em geral, o sistema mantém uma certa estrutura e

é organizado de forma a cumprir e atender às exigências e solicitações do mercado. Tais requisitos expressam-se nas condições precípua que regem qualquer transação financeira: montante envolvido, prazo de tempo e rendimento prometido.

Montante e rendimento não conferem qualquer caráter ou especificação à instituição concedente ou tomadora. No entanto, o fator tempo, explicitando o prazo da operação, demarca uma linha divisória institucional, quando relacionado às tomadas de recursos do público, entre as modalidades "à vista" e "a prazo", dentro da respectiva composição passiva. Como o saldo dos depósitos à vista é considerado moeda escritural e, portanto, meio de pagamento, as instituições que realizam tal captação são denominadas instituições financeiras monetárias e compõem o chamado sistema monetário. As instituições que realizam os demais tipos de captação a prazo fixo ou indeterminado, mas não transferíveis por cheque, são denominadas instituições financeiras não-monetárias (ou não-bancárias) e constituem o sistema não-monetário.

A segmentação, entretanto, é puramente analítica e serve essencialmente para a concepção e mensuração de agregados monetários, em particular na operacionalização

das políticas de controle de liquidez da economia. Do ponto de vista da intermediação financeira institucional, portanto, é uma classificação inócua e analiticamente imprópria, pois que no mundo capitalista as instituições financeiras não se limitam a um tipo único de operação, e na maioria dos países, ademais, atuam de forma conglomerada, ou seja, constituem empresas "holdings".

Quanto aos papéis (títulos), uma primeira classificação toma por base o fato gerador de sua emissão, cuja natureza revela uma dívida ou uma propriedade. No primeiro caso, manifesta-se apenas um direito sobre uma certa renda ou um fluxo de rendimento; já no segundo caso representa um direito à posse ou uso de um determinado objeto econômico (bem ou serviço), eventualmente rentável.

Aparentemente, essa classificação daria solução ao impasse conceitual relacionado à divisão dos ativos em reais e financeiros. Mediante explicitação da materialidade dos ativos, o certificado de propriedade estaria associado aos tangíveis, enquanto os títulos financeiros aos intangíveis. Contudo, do ponto de vista do interesse capitalista, parece não haver diferença substantiva entre um ativo real e um ativo financeiro, à exceção do atributo físico da tangibilidade.

Os ativos econômicos são de propriedade de alguém, e a comprovabilidade se expressa por meio de algum documento certificador. Um título ou certidão de propriedade de ativos reais tangíveis representa, em primeira instância, a disposição de uma riqueza, um patrimônio. Se essas representações são susceptíveis de cessão, definitiva ou temporária, tais patrimônios são transferíveis.

Independentemente do uso que se faça do ativo real, produtivo ou não, ele constitui na verdade um objeto negociável e, por vezes e não raramente, provedor de ganhos oriundos do diferencial entre os preços de aquisição e de alienação. Assim, nesse sentido, um título representativo de um ativo real é um papel que comprova ou promete algo, mesmo que implícita ou potencialmente, à semelhança formal de um ativo financeiro.

Por outro lado, os ativos em geral, do ponto de vista do interesse por sua retenção, são classificados de acordo com seus respectivos graus de liquidez. Na teoria hicksiana de administração de portfólio, contida na 3ª Lição do ensaio "As Duas Tríades", a contraposição entre manter dinheiro ou demais ativos em carteira é explicada com base na concepção de vantagem marginal, a qual permite inferir

que há ativos mais líquidos e outros menos líquidos e que, portanto, em suas palavras, "há um espectro de ativos - ativos que se diferenciam no grau de liquidez"³⁷.

Essa graduação, outrossim, reflete determinadas circunstâncias relacionadas a algumas características do próprio ativo, tais como: níveis de standardização ou padronização, forma de organização do mercado, magnitude de conteúdo de valor intrínseco, etc. Como exemplo de ativos reais de alta liquidez, enquadram-se as linhas telefônicas, os veículos automotores, os imóveis urbanos e as mercadorias de grande valor intrínseco ou artístico-cultural, tais como metais e pedras preciosas, jóias e obras de arte (quadros, tapetes, esculturas, etc.)

Com algumas exceções, os ativos financeiros são mais líquidos do que os ativos reais ou não-financeiros. É oportuno sublinhar, no entanto, que um dos mais categóricos conceitos de dinheiro estabelece que se trata do mais líquido dentre todos os ativos, ou, em outras palavras, é o ativo que confere o maior prêmio de liquidez ao possuidor/retentor - a rigor, independentemente do ativo ser real ou financeiro, tangível ou intangível.

³⁷ NICKS, John R., *op. cit.*, p.53.

Segundo Keynes, "a característica da moeda, enfim, é ter um rendimento nulo, um custo de manutenção insignificante, porém um prêmio de liquidez substancial. (...) É, porém, uma diferença essencial entre a moeda e todos os demais bens (ou a maioria) que, no caso da moeda, o seu prêmio de liquidez exceda de muito o seu custo de manutenção, ao passo que no dos outros bens seu custo de manutenção é muito maior que o prêmio de liquidez"²⁰.

A classificação dos ativos de acordo com seus respectivos graus de liquidez também permite estabelecer especificações no mercado financeiro. Assim, por exemplo, os ativos mais líquidos - pela ordem, moeda corrente nas mãos do público e os saldos depositados à vista na rede bancária - são denominados ativos financeiros monetários e configuram o chamado mercado monetário. De modo análogo, os ativos financeiros não-monetários, aqueles que possuem menores graus de liquidez, configuram o mercado não-monetário.

Os ativos não-monetários, como já apontado, têm fundamentalmente duas origens: ou são emitidos a partir de uma transação mercantil, e portanto expressam uma dívida contraída através de uma compra/venda a prazo; ou

²⁰ KEYNES, J. M., Tecnica Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro, op. cit., pp. 159-160.

representam um direito a uma determinada renda ou fluxo de rendimento fixo ou variável. No primeiro caso, os títulos têm uma base real de emissão, pois que estão vinculados, e muitas vezes garantidos por alienação fiduciária, à própria mercadoria objeto da transação, a exemplo das letras de câmbio e das duplicatas.

O segundo grupo comporta papéis que tão somente prometem rendimento, seja fixo e conhecido ou variável e incerto, como são os casos dos títulos de dívida pública e das ações, respectivamente. Trata-se, aqui, da representação ou expressão do chamado capital fictício, enquanto promessa de renda sem base real direta capaz de garantir ou respaldar sua emissão. Hilferding considera que o capital fictício existe para fins de cálculo: "Em realidade não é capital, mas apenas o preço de um rendimento - um preço que só é possível porque, na sociedade capitalista, toda soma de dinheiro produz alguma renda e, por conseguinte, toda renda se apresenta como produto de uma soma de dinheiro. Se nas ações industriais essa confusão é facilitada pelo fato de existir um capital industrial realmente ativo, o caráter fictício e puramente contável desse capital de papel torna-se inconfundível no caso dos demais títulos de renda. Os títulos da dívida

pública não precisam de forma alguma representar nenhum capital existente"⁹⁹.

Os vários tipos de ativos financeiros, enfim, representam relações pessoais/institucionais de endividamento, sendo geralmente geridos pelo sistema financeiro. E o interesse por sua propriedade ou retenção depende, em última instância, da margem de retribuição que sua posse confere a seu retentor, sem qualquer distinção formal frente aos demais ativos. Na concepção keynesiana, os ativos financeiros, como qualquer ativo, seriam ou não preferidos pelos detentores e proprietários de riqueza mediante comparação dos rendimentos, custos, risco e liquidez atribuídos a cada ativo em particular. Afinal, o que interessa ao capitalista são os benefícios (líquidos) advindos da posse de um ativo, e não o ativo em si ou o ativo físico propriamente dito.

⁹⁹ HIFERDING, R. *op. cit.*, p. 114.

3. Estrutura Financeira e Crescimento Econômico

O balizamento da atuação do sistema de intermediação financeira depende direta e estritamente das condições político-institucionais vigentes, na medida em que as transações financeiras são efetivadas pelo conjunto de instituições e instrumentos financeiros em vigor num determinado tempo e lugar. Trata-se, portanto, de um sistema, por natureza institucionalizado, sobreposto às chamadas relações econômicas fundamentais (produção e consumo reais) no capitalismo. O aspecto institucional, neste caso, revela-se importante à medida que se insere e interage no curso do movimento geral da economia, particularmente no tocante ao processo de acumulação de capital. Por seu turno, o crescimento e aperfeiçoamento das instituições e instrumentos financeiros, em princípio, estariam associados ou refletiriam as modificações básicas de uma estrutura econômica - embora se possa considerar que a intermediação financeira se relaciona mais com a forma de organização da economia capitalista do que com o crescimento econômico propriamente dito.

O crescimento econômico é comumente exposto ou discutido mediante recorrência a conceitos ou categorias

específicas consideradas variáveis reais, tais como riqueza, emprego, produção, renda, etc. O uso intenso e exclusivo dessas variáveis, nesse propósito, acaba por induzir a idéia de que as mesmas estão aparentemente dissociadas dos aspectos financeiros das atividades econômicas. É bom ter presente, entretanto, que não é possível dissociar ou mesmo tratar um processo de crescimento econômico independentemente dos chamados fenômenos financeiros, sobretudo porque estes, provindos das inter-relações de débito/crédito, das emissões ou negociações de ativos financeiros e, particularmente, da instituição da poupança e investimento, seriam os condicionantes da determinação e mutabilidade das próprias variáveis circunscritas à chamada esfera real da economia.

Por outro lado, as atividades de intermediação financeira não só estão relacionadas, como, mais precisamente, dependem da ocorrência e magnitude dos superávits e déficits financeiros gerados e transferidos no âmbito de atuação dos agentes econômicos. Os superávits e déficits financeiros podem ser definidos de diferentes formas alternativas, mediante o uso de agregados macroeconômicos ou itens da contabilidade social, como por exemplo: renda/gasto, poupança/formação de capital, etc.

A definição pertinente, e decerto mais específica, parte de uma declaração das fontes de recursos e de sua utilização. O superávit financeiro ocorreria quando a aquisição excedesse a disposição de ativos financeiros, enquanto o déficit financeiro surgiria quando houvesse excesso de disposição de ativos financeiros sobre sua aquisição. Nesses termos, um agente econômico seria considerado superavitário se seus gastos em ativos financeiros, durante certo período, excedessem suas receitas provenientes das vendas de ativos financeiros, e vice-versa. É oportuno frisar que essa definição equivale a considerar superávit ou déficit financeiros como a diferença entre poupança e formação de capital, pois que toda renda não gasta resulta necessariamente numa acumulação líquida de ativos financeiros.

Sobre esse assunto, Goldsmith aponta que "o teorema fundamental da teoria financeira afirma que o tamanho e o caráter da superestrutura financeira de um país dependem principalmente da distribuição e regularidade dos superávit e déficit financeiros da economia"⁴⁴. No limite, sem ocorrência de superávit e déficit na economia não existiriam instrumentos financeiros e tampouco intermediários financeiros; enquanto, de outra parte, se

⁴⁴ GOLDSMITH, Raymond. La Estructura Financiera y el Crecimiento Económico. México: CENLA, 1963, pg. 15.

numa ilusória economia, quem gastasse não tivesse renda e quem recebesse não gastasse, estaria criada a circunstância ideal à atuação e certamente sucesso da intermediação financeira institucional. Complementando o raciocínio o autor admite que a estrutura financeira tem importância para o crescimento econômico, "no sentido de que, quanto mais adaptado se encontre o sistema financeiro aos requisitos específicos dos grupos de credores e devedores, vale dizer, quanto mais reúna de maneira mais econômica e rápida os superávits e déficits financeiros, mais probabilidade terá de acelerar o crescimento econômico"⁴¹.

Numa concepção mais ampla, é conveniente ter presente que o sistema financeiro desempenha na economia três funções consideradas clássicas, a saber: criação/ampliação de crédito, intermediação dos fluxos de transferências financeiras e gestão do financiamento ao setor produtivo da economia. Dentre tais funções, apenas a última está vinculada, ou pode vir a contribuir mais eficazmente, a um processo de crescimento econômico. Afinal, trata-se, no caso, da chamada canalização dos recursos monetários (capital-dinheiro) para o setor real da economia.

⁴¹ GOLDSMITH, Raymond. *op. cit.*, p. 49.

Considerando um outro enfoque, de acordo com um interessante estudo da CEPAL⁴² a intermediação financeira cria crédito, transfere fundos de empréstimos e permite a diversificação e acumulação dos ativos financeiros. Por sua vez, dentre as distintas formas de criação de crédito (como por exemplo, para financiar a produção corrente, o consumo ou a compra de ativos já existentes), apenas o financiamento da formação real de capital, por ter a possibilidade de aumentar a capacidade produtiva, pode contribuir mais decisivamente para um processo de crescimento econômico de longo prazo.

Em resumo, e considerando estritamente os aspectos institucionais da questão, todo processo de crescimento econômico dispõe e interage com um padrão implícito de poupança-investimento. A cada padrão corresponde uma estrutura organizacional financeira adequada. Gurley, a propósito, afirma que "por vários motivos a estrutura financeira pode não se adaptar de forma ótima à pauta concreta de crescimento, e constituir-se assim em obstáculo para o desenvolvimento se deprimir os níveis de poupança e de inversão, e especialmente se

⁴² CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina). "O Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América Latina" in SERRA, José, América Latina: Ensaio de Interpretação Econômica. Rio de Janeiro. Paz e Terra, 1976.

canalizar mal a poupança para as oportunidades de inversã⁴³.

À luz dessas considerações, é plausível admitir, então, que a atuação do sistema financeiro, em si, não seria capaz de promover autônoma e diretamente uma expansão econômica - particularmente traduzida na elevação da produção, renda, emprego, etc.. No entanto, seria extremamente danoso se sua atuação viesse a representar em entrave a um processo de crescimento econômico. É lícito considerar que uma boa organização financeira não produz o crescimento, mas sua ausência pode prejudicá-lo.

Em suma, o sistema financeiro-institucional pode atuar como um dos determinantes ou um norteador de um processo de crescimento econômico; noutro sentido, pode atuar como elemento bloqueador do dinamismo potencial de um processo de acumulação, em termos, por exemplo, de ausência ou insuficiência de financiamento a projetos de expansão produtiva. Recolocando a problemática, é usual admitir-se que nas economias atrasadas economicamente há um movimento circular, explicitado em dois fatores que inibem o crescimento econômico: a impossibilidade de elevação da taxa de poupança, dado o baixo nível de renda, ao lado do

⁴³ GURLEY, John G. Estructura Financiera y Desarrollo Económico, Buenos Aires: Instituto Torcuato di Tella, 1968, p. 75.

reduzido mercado interno, que, por sua vez, não estimula novos investimentos. Portanto, haveria necessidade de aumentar a taxa de poupança-investimento, requerendo do setor financeiro a ruptura do círculo, através do avanço e canalização dos recursos mobilizáveis aos setores/atividades que apresentam maior dinamismo e potencialidade, do ponto de vista do crescimento econômico.

Um enfoque particular desse tema trata do caso das nações subdesenvolvidas, ou mais atrasadas em termos econômicos, e adotando esse enfoque o estudo da CEPAL coloca a seguinte advertência: "A experiência parece ensinar que, exceto quando são expressamente criadas instituições financeiras 'desenvolvimentistas' sob controle do setor público, dificilmente um país pode resolver os problemas de transferência inter-setorial (ou espacial) de recursos para os setores mais atrasados ou para novos setores ou regiões, através do desenvolvimento espontâneo de seus intermediários financeiros"⁴⁴.

Como já assinalado, a atuação dos intermediários financeiros está associada ao mecanismo de mobilização de excedentes financeiros, norteados por critérios consubstanciados no trinômio rentabilidade, risco e

⁴⁴ CEPAL, *op.cit.*, pg. 109

liquidez. Do ponto de vista operacional, essa é uma atividade mediadora no chamado mercado de fundos de empréstimos, promovendo as transferências dos superávits destinados à cobertura dos déficits financeiros. Numa economia capitalista, por sua vez, as empresas financeiras - enquanto empreendimentos empresariais - devem ter sua atuação demarcada pelo objetivo de maximização de lucros *et pour cause*, são orientadas pelo mercado.

Em relação aos países mais atrasados economicamente, ou em vias de desenvolvimento, evidencia-se uma tese segundo a qual, ao lado do segmento das instituições financeiras privadas, torna-se indispensável a criação de instituições financeiras oficiais de fomento que deveriam atuar voltadas à solução dos problemas de transferências inter-setoriais ou inter-regionais de recursos aos setores ou regiões de maior atraso sócio-econômico relativo.

A questão, como fica claro, bifurca-se em duas proposições de cunho nitidamente ideológico: a estatização, quando se admite que o Estado deveria adotar uma intervenção direta na economia, determinando e evocando para si a exploração de alguns setores, segmentos ou atividades econômicas e, em particular no caso do setor

financeiro, conduzindo e orientando o financiamento às prioridades previamente definidas. *Versus* a liberalidade, quando se defende que, por haver uma ordem natural para os fatos econômicos, deve prevalecer a livre iniciativa ou o livre jogo da concorrência, vigorando a não intervenção estatal até mesmo na área do crédito e financiamento de economia.

SEGUNDA PARTE:

SISTEMA FINANCEIRO DO BRASIL

Capítulo I

A FASE PRÉ-REFORMA

"No mercado financeiro brasileiro é preciso primeiro criar o faroeste para depois mandar os xerifes".

Delfim Netto

A evolução recente do sistema financeiro do Brasil registra um marco institucional da maior relevância, representado pela profunda reforma estrutural ocorrida na metade dos anos 60. Essas transformações podem ser caracterizadas como inerentes ao próprio desenvolvimento financeiro capitalista contemporâneo, e respondiam, então, à necessidade de alteração no padrão de financiamento da economia brasileira.

O período anterior a esse reordenamento institucional não assinala grande desenvoltura, e mesmo alguma importância de maior significação, do sistema financeiro brasileiro. Como seria de se esperar, a intermediação financeira institucional, a rigor, responde aos requisitos e exigências das atividades econômicas em geral, e particularmente daquelas relacionadas à esfera do financiamento. Vale dizer: seria praticamente impossível a convivência de uma estrutura organizacional financeira sofisticada com uma estrutura produtiva de um país marcado por expressivo atraso econômico relativo.

As primeiras instituições financeiras surgidas no Brasil, ainda no século XIX, foram os bancos comerciais (casas bancárias), que atendiam fundamentalmente as atividades mercantis urbanas, em virtude das

características estruturais da economia brasileira da época. As atividades econômicas predominantes nessa fase estavam ligadas aos setores primário e de exportação, e portanto não exigiam mecanismos de financiamento com maior grau de especialização, além de contarem com outras instituições de apoio financeiro e de serviços, tais como: comissários, aviadores, casas de importação/exportação, etc. Assim, a rede bancária comercial existente atendia satisfatoriamente às necessidades de crédito da economia.

A primeira instituição de crédito do País, o Banco do Brasil, teve sua autorização de criação expedida em 1808⁴⁵, e os bancos comerciais de iniciativa privada começaram a surgir nas principais cidades brasileiras somente a partir de 1838. Até meados do século XX o sistema financeiro brasileiro manteve uma estrutura bastante simples, pois praticamente se resumia a um sistema bancário comercial. Do ponto de vista da liderança institucional, cabe destacar que o Banco do Brasil teve uma certa atuação como coordenador e fiscalizador do setor financeiro, em decorrência de sucessivas medidas adotadas pelo Governo, notadamente a partir dos anos 20.⁴⁶

⁴⁵ Até meados do século XIX o Banco do Brasil foi várias vezes extinto e recriado, inclusive, em alguns casos, por processos de fusão com outro banco. Para maiores detalhes, ver: MELO FRANCO, Afonso Arinos de & PACHECO, Cláudio. História do Banco do Brasil. Rio de Janeiro. Artenova. 1973.

⁴⁶ Dentre as principais medidas destacam-se: a criação da Carteira de Redescontos e da Inspeção Geral de Bancos, em 1921; a atuação efetiva do Banco do Brasil como agente

A necessidade de instituir no País um organismo com estrutura capaz de exercer, sobretudo, uma função reguladora do sistema ficou evidenciada principalmente com a grande expansão da rede bancária, no início da década dos 40⁴⁷. Essa necessidade também era corroborada pelos compromissos assumidos pelo Brasil na Reunião de Bretton Woods, em 1944, quando foi recomendado que os governos deveriam providenciar a criação de um organismo cujas funções, equivalentes às de um banco central, possibilitassem a utilização de instrumentos na área monetária-financeira, em especial para combater processos inflacionários e controlar mais eficientemente o sistema cambial - o que se tornava indispensável sobretudo pelas transformações ocorridas na economia mundial.

Assim é que, em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC)⁴⁸, com todas as faculdades de um banco central, que deveria preparar a organização deste e desempenhar as funções respectivas até

financeiro do Governo, quando começou a coletar impostos e tributos, efetuar pagamentos e ser depositário do Tesouro Nacional, após 1930; a obtenção do monopólio das compras de câmbio em todo o País, em 1931, a criação da Caixa de Mobilização Bancária; a criação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), em 1938; e finalmente em 1944, o estabelecimento da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, através da qual o Governo passava a fiscalizar as instituições de crédito e a acompanhar seu comportamento.

⁴⁷ A rede bancária do Brasil praticamente duplicou entre 1940 e 1944, quando surgiram cerca de 1100 novos estabelecimentos bancários, cf. IBMEC, Banco Comercial. Rio de Janeiro, 1972 e Editora Estrela Alfa, História das Instituições Financeiras e sua Contribuição ao Progresso Econômico dos Povos. São Paulo, 1972.

⁴⁸ Decreto-lei nº 7293, de 2 de fevereiro de 1945.

sua implantação. Com efeito, em sua lei institucional encontram-se não só as normas gerais para o controle do mercado monetário, como também providências relativas ao futuro Banco Central do Brasil. A partir de então, a SUMOC e o Banco do Brasil passaram a desempenhar em conjunto o papel de banco central. Contudo, a nível político, a criação da SUMOC vinculava-se muito mais ao objetivo de estabilização da economia, não trazendo modificações significativas ao setor financeiro, particularmente em relação à sua composição e funcionamento. Vale dizer, o sistema financeiro brasileiro, no que se refere à atividade de mobilização de fundos ou recursos financeiros - intermediação financeira institucional -, manteve-se praticamente o mesmo que vinha operando antes da criação da SUMOC.

Cabe sublinhar que no período de vida da SUMOC, aproximadamente 20 anos, a economia brasileira passou por profundas transformações, em especial na estrutura do seu aparelho produtivo. Ao longo desses anos, o processo de substituição de importações foi intensificado, com substancial aumento da produção interna de bens de consumo duráveis e bens de capital. Por outro lado, não obstante o ponderável número de estabelecimentos de crédito, o sistema bancário ainda não estava devidamente aparelhado

para desempenhar o papel reclamado pelo estágio da economia brasileira da época⁴⁹. Assim, as mudanças na economia exigiam novos mecanismos institucionais no campo da intermediação financeira. A formação de recursos financeiros para crédito de médio e longo prazos tornou-se necessária, tanto para o setor público como, e principalmente, para atendimento de empresas privadas, em particular as que já estavam produzindo artigos duráveis de consumo em larga escala.

Não resta dúvida, em primeiro plano, que os mecanismos de financiamento inerentes aos bancos comerciais, com base na captação de depósitos à vista, não são adequados ou suficientes ao atendimento de um processo acelerado de industrialização. Tal esquema de financiamento ressentia-se de suporte financeiro apropriado a esse tipo característico de crédito. Ademais, no caso brasileiro, as dificuldades cresciam na proporção em que se acelerava a inflação, posto que era ilegal praticar taxas de juros superiores a 12% ao ano, além de não ser permitido referir qualquer operação creditícia em moeda que não fosse a

⁴⁹ Em fins de 1946 o Governo cogitou da possibilidade de reformulações no sistema bancário, chegando a ser elaborado um projeto de reforma que previa entre outras medidas: a criação de um banco central, de um banco hipotecário e de um banco de investimento, ficando o Banco do Brasil com função complementar (atuando basicamente com depósitos e descontos) e o Banco Central com o monopólio de emissão de papel-moeda e operações cambiais. Com exceção do Banco Central, as demais instituições teriam uma participação estatal de 50% em seus respectivos capitais.

nacional²⁶. Por conseguinte, qualquer taxa inflacionária superior ao limite da taxa de juros legalmente imposta inviabilizava as operações de empréstimos em geral, e particularmente as aplicações em ativos financeiros: não havia possibilidade de se concretizar um processo viável de acumulação e mobilização financeira, sobretudo pela ausência de base institucional. É evidente que o limite de taxa de juros referido pela legislação é puramente nominal e que, além do mais, na época de promulgação de tais leis, o País ainda não se defrontava com problemas acentuados de inflação. Nessas condições, o limite nominal de 12% ao ano correspondia a uma taxa real que provavelmente não causaria maiores problemas para o funcionamento do mercado de fundos de empréstimo. Todavia, na medida em que os índices de inflação alcançavam patamares cada vez mais elevados e superiores a 12% ao ano, a taxa nominal transformava-se numa taxa real crescentemente negativa, com efeitos prejudiciais ao mercado financeiro, em especial no campo da captação de recursos de médio e longo prazos.

Dentro dessa perspectiva, as instituições financeiras, notadamente os bancos comerciais, usavam

²⁶ "Lei da Usura", Decreto nº 22626, de 7 de abril de 1933, cujo artigo 1º estabelece que "é vedado e será punido nos termos da lei, estipular em quaisquer contratos taxas de juros superiores ao dobro da taxa legal" (a taxa legal foi convencionalizada em 6% ao ano, pelo artigo 1062 do Código Civil), e "Lei da Cláusula Ouro", Decreto nº 23501, de 27 de novembro de 1933, onde está expresso que os empréstimos realizados no Brasil não podem estipular o pagamento em "outra moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal".

alguns artifícios para eliminar ou contornar as limitações impostas pela Lei da Usura, como por exemplo, a cobrança de juros "por fora", estabelecimento de comissões bancárias, exigência de saldo médio em conta vinculada, etc. Além de encarecerem bastante o custo do dinheiro, muitas vezes esses artifícios não podiam ser utilizados em operações de prazos mais longos, pela própria inexistência de recursos de terceiros, dada a baixa rentabilidade oferecida nas captações (de modo geral depósitos a prazo fixo).

Uma das iniciativas do Governo para atenuar o problema foi a criação do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE)⁸¹, em 1952, com o objetivo de suprir o mercado financeiro com crédito de médio e longo prazos. Seria, na verdade, o mais importante meio instrumental da política econômica no campo do financiamento, dispondo inclusive de fundos oficiais específicos criados para esse fim. Contudo, durante vários anos o BNDE se especializou na concessão de financiamentos a projetos de infra-estrutura, ficando o setor produtivo privado nas mesmas condições anteriores.⁸²

⁸¹ O BNDE foi criado por recomendação da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, pela Lei nº 1628, de 20 de junho de 1952. Posteriormente, sua denominação foi alterada para Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

⁸² Ver, nesse sentido, LESSA, Carlos. Quinze Anos de Política Econômica. Campinas: Cadernos UNICAMP nº 4, 1975.

Não resta dúvida de que, com a atuação do BNDE, ocorreu um substancial avanço na industrialização pesada, dada a ênfase na concessão de financiamentos a grandes empreendimentos, especialmente os ligados aos setores de transporte e energia - os dois setores que recebiam maior atenção por parte do Governo na época. Além do mais, a inexistência de outros mecanismos, via orçamento de investimentos do Estado, condicionava o BNDE a financiar essencialmente empresas públicas e autarquias.

Nesse contexto, os problemas do crédito de prazos mais longos ao setor privado acentuaram-se - em função, principalmente do grande impulso das indústrias de bens de consumo duráveis na segunda metade da década dos 50 - e assim surgia no mercado um novo esquema de intermediação financeira indireta, denominado sistema das "financeiras". Essas entidades, com a designação de Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, embora tivessem sido criadas desde 1945, desenvolveram-se institucionalmente na segunda metade da década dos 50, culminando com a adoção de uma regulamentação governamental precisa e específica, em 1959, que definia claramente seu campo de ação e condições operacionais.⁵³ Com as financeiras, surgiram novos tipos de

⁵³ Portaria nº 309, de novembro de 1959, do Ministério da Fazenda. Sobre esse assunto, há uma publicação do IBNEC onde, ao ser examinado o "Sistema de Financeiras", consta que "Estas instituições (Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento) já haviam sido criadas em 1945 (Nota: Decreto-lei nº 7583, complementado pelo de nº 9643, de 16 de agosto de 1946)

operações no mercado financeiro (aceites cambiais), os quais possibilitavam realizar empréstimos e captações a taxas bem mais elevadas, não consideradas como juros. Na realidade, o mecanismo usado correspondia à venda de letras de câmbio com altas taxas de desconto, ao estilo de uma correção monetária prefixada. A transação envolvia ponderável risco, na medida em que não era (e nem é) possível prever com segurança o futuro ritmo da inflação, principalmente em períodos longos.

O substancial desenvolvimento das operações com aceites cambiais, dada a importância crescente das letras de câmbio no mercado, era um indício de que o sistema precisava de reformulações, ou seja, já não tinha mais fôlego.

Em suma, pois, essas duas novidades - o BNDE e as financeiras -, não foram capazes de alterar em profundidade os marcos institucionais do sistema de financiamento ao setor privado, embora consubstanciassem sinais de mudanças nos esquemas vigentes. Assim, o problema crucial, culminado

objetivando atender à expansão da procura de capitais por prazo mais dilatado que o oferecido pelo sistema bancário" (IBNEC, Bancos de Investimento: Estrutura e Financiamento, Rio de Janeiro, 1974, p. 20). Também, ALMEIDA afirma que "As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento tiveram origem em meados dos anos 40. São também dessa época a concessão das primeiras cartas de autorização pela SUMOC, bem como os primeiros dispositivos legais destinados a regulamentá-las" (ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de, As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: O Descaminho do Projeto Liberal, Campinas: IE/UNICAMP, Tese de Mestrado, 1980, p. 25.)

nos primeiros anos da década dos 60, estava ligado à necessidade e possibilidade de financiamento, tanto ao setor privado quanto ao setor público. O setor privado carecia de linhas externas de financiamento - via sistema financeiro - apropriadas à então fase de aceleração inflacionária, particularmente aqueles setores que não dispunham de (ou que viram esgotados os usuais) mecanismos de financiamento com base no próprio processo inflacionário. Já o setor público, sem alternativas para cobrir seus gastos e em situação deficitária, recorria substancial e inexoravelmente à emissão primária de moeda. Com efeito, era imperioso criar linhas de financiamento ao segmento privado, principalmente de prazos mais longos, bem como eliminar ou atenuar os efeitos da inflação sobre a sua atividade; por outro lado, haveria necessidade de financiar os gastos públicos alternativamente, suprimindo assim, um dos focos básicos da própria inflação, de acordo com a versão oficial⁸⁴ - o déficit governamental.

Em suma, nos anos imediatamente anteriores à Reforma, que correspondem ao período de maior intensidade no processo de industrialização do Brasil, o sistema bancário/financeiro teria sido uma barreira ao maior e

⁸⁴ As principais avaliações oficiais sobre esse tema estão condensadas em: EPEA, Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais, Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social. Rio de Janeiro, 1966.

melhor crescimento econômico, ou a economia teria descoberto e trilhado caminhos alternativos ao próprio financiamento - ou ambos os efeitos. Vale dizer: nessa fase, o sistema bancário pode ser considerado um setor estagnado, relativamente ao movimento geral da economia brasileira, especialmente se for comparado ao desempenho do setor industrial²⁵.

²⁵ Sobre o assunto, ver SOCHACZEWSKI, Antonio Cláudio. Financial and Economic Development of Brazil 1952-1968. Universidade de Londres, Tese de Doutorado, 1980, (particularmente o Capítulo 5 intitulado "The Financial System from 1952 to 1961").

Capítulo II

O REORDENAMENTO INSTITUCIONAL DOS ANOS 60

"O sistema financeiro é concebido como uma estrutura hierarquizada comandada autoritariamente pelo Banco Central. Ou melhor, não simplesmente de modo autoritário, mas paternalista".

Bulhões Pedreira

Entre os anos 1964/67 ocorreu o chamado reordenamento institucional, com a introdução de reformas em diversas áreas, entre as quais a bancária e do mercado de capitais⁵⁴. Ao lado das reformas fiscal, de comércio exterior, controle de preços, etc..., a reforma financeira é tida como a de maior profundidade e a que trouxe resultados mais imediatos e relevantes, sobretudo do ponto de vista da estrutura dos padrões de acumulação⁵⁵. Através das várias medidas, buscava-se, no fundo, estabelecer controle sobre a atuação das instituições financeiras, criar novos esquemas de financiamento aos setores privado e público, assim como conferir maior especialização e flexibilidade ao conjunto do sistema financeiro, possibilitando e estimulando, principalmente, o desenvolvimento da intermediação não-bancária⁵⁶.

Embora a reforma financeira (como esperava o Governo) não tenha contribuído decisivamente para elevação

⁵⁴ Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, que introduziu a Reforma Bancária e organizou o Sistema Financeiro Nacional, e Lei nº 4726, de 14 de julho de 1965, que estabeleceu as principais diretrizes para o funcionamento do Mercado de Capitais.

⁵⁵ Ver NOURA DA SILVA, Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas. São Paulo: FEA/IPE/USP, 1979.

⁵⁶ Das mudanças institucionais mais importantes, resultantes do conjunto das novas medidas, destacam-se: a transformação do Conselho da SUMOC no Conselho Monetário Nacional; a transformação da própria SUMOC no Banco Central do Brasil (BACEN), e ainda a criação de novas instituições e instrumentos financeiros. As instituições financeiras foram definidas legalmente (Lei 4595/64) como "as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros".

substancial no volume de poupança^{**}, ou tampouco tenha permitido (ou tornado mais eficiente) a mobilização de recursos financeiros ou fundos disponíveis para empréstimos e financiamentos com efeitos reprodutivos, ela propiciou a diversificação e intensificação da intermediação financeira no País. Vale dizer, as reformulações resolveram, ou satisfizeram, muito mais o lado das aplicações em ativos financeiros por parte dos poupadores potenciais de recursos líquidos e prontos à valorização. Estava, portanto, aberta a possibilidade de acumulação estritamente financeira, com base na aquisição e negociação de títulos de renda de várias origens e diferentes expectativas de ganho futuro.

No bojo das reformulações, uma das inovações mais importantes, em parte graças ao seu próprio ineditismo, foi o instituto da correção monetária. Sua utilização estava inicialmente ligada a problemas quase que exclusivos do setor público^{**}, mas, dentre os aperfeiçoamentos

^{**} "Poupança", aqui, significaria apenas excedentes orçamentários em mãos das chamadas unidades de dispêndio superavitárias, não apenas livres à valorização, mas canalizáveis e articuladas com os investimentos produtivos. A esse respeito, TAVARES afirma que "pela própria dinâmica do processo de expansão em curso, a órbita financeira está ganhando uma autonomia relativa, que põe em risco a manutenção de uma taxa de acumulação, sem haver contribuído até o momento, de forma decisiva, para um aumento da taxa global de poupança interna da economia. Desde modo, parte dos argumentos apologeticos sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e sua influência no aumento da taxa real de poupança-investimento, macroeconômica, não tem recebido apoio da experiência concreta" (TAVARES, Maria da Conceição, Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro: Zahar, 4ª ed., 1975, p. 233).

^{**} Em síntese: criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN); aplicações corretivas em débitos fiscais em atraso e atualização dos valores de itens contábeis patrimoniais das empresas, para efeito de cálculo do Imposto de Renda.

posteriores, foi estendida ao setor imobiliário (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) e, num segundo momento, generalizada no âmbito do mercado financeiro-creditício interno. Em síntese, a partir do seu uso generalizado, o instituto da correção monetária viria a ser o pretense instrumento capaz de eliminar um sem número de distorções no campo das finanças públicas e da intermediação financeira institucional. Era, pois, a raiz do posterior esquema geral de indexação da economia brasileira.

Do ponto de vista de sua organização, o setor financeiro passou por marcantes alterações com o mencionado reordenamento institucional. Altera-se, por exemplo, o número e o tipo de instituições financeiras que passam a compor o sistema financeiro.

TABELA I
NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS EM FUNCIONAMENTO ^(*)

Final de Ano

INSTITUIÇÕES	1964	1974	1984	1987 ^(d)
Bancos Comerciais	336	109	111	103
Bancos de Fomento ^(b)	4	14	16	15
Bancos de Investimento	-	41	39	44
Caixas Econômicas ^(c)	26	6	5	5
Financeiras	134	150	112	112
Soc. de Créd. Imobiliário	-	46	74	70
Assoc. de Poup. e Emprést.	-	36	12	1
Empresas de "Leasing"	-	-	56	56

FONTE: Relatórios do Banco Central do Brasil, diversos números.

^(*) Foram selecionadas apenas as instituições financeiras creditícias (financiadoras).

^(b) Federais (BNCC, BNDES e BNH) e Estaduais.

^(c) As Caixas Econômicas Federais foram unificadas em 1969.

^(d) Este dado não é disponível após 1987, quando foram instituídos e começam a operar os bancos múltiplos.

A composição do quadro institucional anterior à Reforma, com a predominância de bancos comerciais, foi bastante afetada, sobretudo nos primeiros anos após a implementação das medidas reformistas, a partir do surgimento e proliferação de instituições com novas especificações e funções. Destacam-se, nesse particular, duas grandes novidades: a criação de um sistema de crédito especializado no atendimento ao setor das empresas produtivas, a partir das regulamentações dos bancos privados de investimento e dos bancos estaduais de

desenvolvimento⁶¹; e a institucionalização do sistema financeiro da habitação, envolvendo, afora o próprio Banco Nacional da Habitação (BNH)⁶², algumas novas instituições, tais como as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo. Além desses casos, e no período mais recente, foi regulamentado o mercado de "leasing", através de legislação específica aplicável às empresas de arrendamento mercantil⁶³.

A grande queda no número de estabelecimentos bancários comerciais, imediatamente após a Reforma Bancária, resulta do acelerado processo de fusões e incorporações, então incentivado pelo Governo. Fato semelhante ocorreu no segmento das companhias de crédito, financiamento e investimento, mas segundo um processo sem idêntica regularidade e de natureza distinta em relação ao caso anterior, porquanto várias financeiras transformaram-se em bancos de investimento logo após sua criação, em 1966. Nos anos mais recentes (pós-1981) esse movimento alcançou e eliminou a área das associações de poupança e

⁶¹ Os bancos de investimento foram criados e regulamentados pelo Artigo 29 da lei nº 4728, de 14 de julho de 1965, e pela Resolução nº 18, de 18 de fevereiro de 1966. Os bancos de desenvolvimento foram regulamentados pela Resolução nº 93, de 25 de junho de 1968, complementada pela Circular nº 128, de 16 de junho de 1969.

⁶² O BNH foi criado pela Lei nº 4380, de 21 de agosto de 1964, com o objetivo específico de diminuir o déficit habitacional brasileiro, que, além de assumir grandes proporções, apresentava um notável crescimento, cf. INEC. Sistema Financeiro da Habitação. Rio de Janeiro, 1974.

⁶³ Lei nº 6099, de 12 de setembro de 1974, e Resolução nº 351, de 17 de novembro de 1975.

empréstimo, dada a sua fragilidade frente aos impasses no mercado de crédito imobiliário⁶⁴. Aliás, impasses que atingiram o centro do sistema, culminando com o fechamento do próprio BNH, em 1986.

As modificações também se refletiram na estrutura creditícia interna, no tocante ao tipo de instituição financiadora. Foi expressivo o aumento de participação dos empréstimos realizados através de instituições financeiras não-monetárias e, dentro desse segmento especializado, o maior crescimento coube ao Sistema Financeiro da Habitação.

⁶⁴ Grande parte dessas APE transformaram-se em SCI, as quais, por serem S/A e, em sua grande maioria, pertencerem a conglomerados financeiros, têm melhores condições de suportar os efeitos da crise do sistema habitacional.

TABELA II
EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO
POR EMPRESTADORES FINAIS

(Em %)

INSTITUIÇÕES	1964	1974	1984	1987 ^(*)
Bancos Comerciais ^(*)	86,0	51,1	38,4	41,5
I. F. Não-Monetárias	14,0	48,9	61,1	58,5
Financeiras	5,6	12,1	8,8	3,9
Bcos de Investimento	-	11,0	9,6	7,0
Sist. Financ. Habitação ^(b)	3,7	17,9	30,2	39,0
Bancos de Fomento ^(c)	4,5	6,4	12,8	8,5
Outros ^(d)	0,2	1,5	0,2	0,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: Boletins do Banco Central do Brasil, diversos números.

^(*) Inclusive Banco do Brasil.

^(b) BNH (líquido) + SCI + APE + Caixas Econômicas (Federal e Estaduais). Em 1964, dados da Caixa Econômica Federal.

^(c) BNDES (líquido) + Bancos Estaduais de Desenvolvimento.

^(d) BNCC + PIS (a partir de 1971).

^(e) Após este ano, este tipo de classificação institucional não faz sentido, pela inclusão dos dados dos bancos múltiplos.

Antes da Reforma o Sistema Bancário Comercial respondia, em média, por 90% da concessão dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado da economia. Nos anos atuais, a situação se alterou e as instituições financeiras não-bancárias ostentam percentuais participativos majoritários de cerca de 60% em média.

A nova estrutura do crédito advém, antes de tudo, do alcance das novas possibilidades de endividamento, associadas às unidades familiares, com o crédito ao consumo (junto às financeiras) e com o crédito imobiliário (junto ao sistema BNH), e às empresas privadas, com o financiamento de médio e longo prazos (junto ao sistema BNDES e ao segmento dos bancos de investimento).

Cabe sublinhar, desde logo, que a perda de importância da atividade de crédito tradicional dos bancos comerciais, tanto em relação à estrutura de captação, quanto - e principalmente - à concessão de empréstimos e financiamentos, não implica sua perda de importância enquanto instituições de crédito *latu sensu*, inclusive - e sobretudo - como unidades de acumulação de capital financeiro, devido à sua diversificação e conglomeração. As instituições não-monetárias, em sua maioria, foram criadas ou posteriormente absorvidas pelos bancos comerciais, e portanto nasceram ou se tornaram coligadas a conglomerados financeiros. Assim, na condição de cabeças dos conglomerados, os bancos comerciais passam a expandir-se em todas as possibilidades dos mercados institucionais, agora sob a configuração de um único bloco de capital - o grupo bancário-financeiro, conforme será detalhado adiante.

Um terceiro reflexo do reordenamento institucional relaciona-se à composição dos Ativos Financeiros emitidos pelo Sistema Financeiro e Tesouro Nacional. Os Ativos Financeiros, como se sabe, compreendem os Ativos Monetários (saldos do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista no sistema bancário comercial) e os Ativos Não-Monetários (saldos de poupança, depósitos a prazo, letras, títulos públicos, enfim, todos os ativos financeiros não considerados formalmente como meios de pagamento).

TABELA III
PRINCIPAIS ATIVOS FINANCEIROS

	Final de Ano			
	(Em %)			
ATIVOS	1964	1974	1984	1990
<u>Monetários</u>	<u>92,2</u>	<u>42,9</u>	<u>10,8</u>	<u>15,9</u>
Papel-moeda em poder do públ.	20,9	7,1	2,6	2,8
Depósitos à vista	71,3	35,8	8,2	13,1
<u>Não-Monetários</u>	<u>7,8</u>	<u>57,1</u>	<u>89,2</u>	<u>84,1</u>
Depósitos de Poupança	-	9,9	26,0	15,0
Depósitos a prazo	2,5	11,5	16,2	15,8
Letras de Câmbio	4,0	14,6	6,4	0,2
Letras Imobiliárias ^(*)	-	2,9	0,0	0,8
Tít. da Dívida Pública ^(*)	1,3	18,2	40,6	22,0
Dep. (Ncz\$) retidos pelo BACEN	-	-	-	30,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: Boletins do Banco Central do Brasil, diversos números.

^(*) Em 1990 o dado refere-se às Letras Hipotecárias.

^(*) Federal, Estaduais e Municipais.

No início dos anos 60 os percentuais de participação dos Ativos Monetários eram sempre superiores a 90%, em relação ao total de Ativos Financeiros; nos anos atuais o quadro é exatamente oposto, pois os Ativos Não-Monetários passaram a assumir aquele percentual participativo. É notável, assim, a transformação ocorrida após as reformulações, em termos do tipo de ativo transacionado no mercado financeiro, a partir da crescente participação dos ativos financeiros não-monetários sobre o saldo total emitido. Grande parte desses papéis, ao incorporar cláusula de correção monetária (pré ou pós fixada), cria possibilidade de ocorrência de juros reais positivos. Dentre esses ativos destaca-se crescentemente a transação com títulos da dívida pública, cujo valor, em 1990, somado aos novos cruzados (Ncz\$) confiscados pelo Governo, representou mais da metade do total dos Ativos Financeiros emitidos.

Não resta dúvida que o principal fator responsável pela perda de participação dos haveres monetários foi a aceleração inflacionária. Ademais, o próprio recrudesimento da inflação induziu e associou seus efeitos ao tendencial encurtamento nos prazos institucionais vinculados às aplicações rentáveis. Ou seja, praticamente todos os ativos financeiros não-monetários,

gradativamente, passaram a contar com maior grau de liquidez. Associam-se ainda a esse aspecto a obstinada e rígida política governamental de controle da oferta monetária e a autonomização, seguida do drástico aumento, da dívida pública interna.

Em outras palavras, essa ocorrência também demonstra a importância assumida pela acumulação em termos de ativos financeiros rentáveis (caderneta de poupança, títulos da dívida pública, etc.), em detrimento dos ativos monetários de liquidez plena e imediata (papel-moeda e depósitos à vista). Quer dizer, os ativos financeiros cujos valores são corroídos pelo curso da inflação tornam-se absolutamente inexpressivos na estrutura de acumulação financeira. Ademais, esse quadro tende a se acentuar enquanto perdurar a aceleração inflacionária junto a esquemas variados de aplicações financeiras protegidas de desvalorização, os quais, via de regra, são isentos de risco e, como já salientado, contam com alto grau de liquidez no mercado financeiro em geral.

No bojo das reformulações, alguns aperfeiçoamentos posteriores ainda merecem destaque: a criação dos chamados fundos de poupança compulsória, instituídos pelo Governo com vistas a ampliar as fontes

institucionais de financiamento geridas por instituições financeiras oficiais, e os mecanismos de captação de recursos externos, particularmente na forma de empréstimos em moedas estrangeiras, tanto por representarem uma fonte alternativa de financiamento direto às empresas, quanto por constituírem uma fonte de captação de recursos para o sistema bancário, a serem repassados internamente.

Com relação às poupanças compulsórias, destacam-se: o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP).⁴⁵

Quanto aos recursos de origem externa, a legislação referente à entrada de capitais estrangeiros no País, sob a forma de empréstimos em moeda, expressa-se nas seguintes regulamentações gerais: Lei nº 4131, de 3 de setembro de 1962; Instrução nº 289, de 14 de janeiro de

⁴⁵ O FGTS, instituído junto com o seu gestor, o Banco Nacional da Habitação (BNH), teria como objetivo básico proporcionar amparo aos trabalhadores, em substituição ao sistema indenizatório até então existente; é constituído por depósitos compulsórios em conta vinculada que as empresas, sem exceção, devem efetuar mensalmente; além de ser corrigido monetariamente, o Fundo rende juros em favor do assalariado. O PIS e o PASEP foram instituídos em 1970 e destinados ao BNDES após 1974. O PIS é constituído de recursos das empresas privadas, oriundos de uma proporção sobre o faturamento ou a folha de pagamentos, para posterior distribuição aos beneficiários (empregados), de acordo com suas cotas-partes. O PASEP, com recursos de origem fiscal, refere-se ao âmbito dos servidores públicos, com finalidades análogas às do PIS. Ambos, além de terem seus valores atualizados monetariamente, rendem juros anuais.

1965 e as Resoluções nºs. 63 e 64, de 21 e 23 de agosto de 1967, respectivamente.⁶⁶

Os fundos de poupança forçada, sobretudo por sua natureza, apresentam níveis de desempenho estritamente pautados pelas flutuações das atividades econômicas em geral, ou seja, os valores das arrecadações crescem no "boom" e diminuem nos períodos de crise. Cabe registrar que essa é uma fonte institucional de recursos com pouca significação, relativamente ao movimento da economia brasileira, em especial neste último período recessivo, quando se reduziu a arrecadação *pari passu* com o aumento dos saques devido ao agravamento da crise.⁶⁷

Já o quadro dos mecanismos institucionais de captação de recursos externos é bastante distinto. O endividamento externo total do Brasil cresceu ostentando uma taxa média de pouco mais de 20% ao ano desde a fase do milagre, mas a partir do início dos anos 80 a taxa anual caiu vertiginosamente, para menos de 5%, em média. O total

⁶⁶ A Lei nº 4131 orienta globalmente a política sobre capital estrangeiro no Brasil, particularmente as tomadas de empréstimos diretos pelas empresas internas no mercado financeiro internacional. A Instrução nº 289, já revogada, possibilitava, com beneplácitos, a contratação de empréstimos externos em moeda, diretamente entre empresas do exterior e empresas do País. As Resoluções nºs. 63 e 64, por sua vez, permitem aos bancos comerciais e de investimento e ao BNDES a obtenção de empréstimos em moedas estrangeiras a serem repassados internamente às empresas.

⁶⁷ Ver: TEIXEIRA, Natermes Guimarães & CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Padrão de Financiamento da Economia Brasileira: Evolução e Estrutura. São Paulo. IESP/FUNDAP, 1990.

da dívida, que já era cerca de 90 bilhões de dólares em 1984, alcançou aproximadamente 120 bilhões de dólares em fins de 1990. A estrutura do endividamento, por sua vez, sofreu substancial alteração, principalmente como reflexo de decisões políticas internas associadas às diferentes conjunturas do mercado financeiro internacional.⁴⁸

A mais significativa alteração estrutural do endividamento externo brasileiro ocorreu na primeira metade da década de 70. Os empréstimos em moedas estrangeiras, por exemplo, pouco mais de 1/3 da dívida total em 1969, dobraram sua participação desde meados dos anos 70 até 1990. Nos últimos anos, a estrutura básica vem-se mantendo, embora já não seja mais significativo o crescimento da participação dos empréstimos em moedas estrangeiras. Dentro desse item, torna-se oportuno sublinhar, destacam-se as tomadas de empréstimos via Lei nº 4131.

As operações amparadas pela Lei nº 4131, por suas características, são realizadas preponderantemente por filiais de empresas multinacionais ou empresas estatais, sobretudo porque a garantia das operações é exclusivamente do tomador de recursos. Já pela mecânica da Resolução nº 63, os recursos são captados por instituições bancárias no

⁴⁸ Ver: TEIXEIRA, Natermes Guimarães. "O Sistema Financeiro do Brasil e o Capital Estrangeiro" in Revista Estudos Econômicos, 14(1), 1984.

mercado internacional e repassados no mercado interno. Em ambos os mecanismos, como se pode prever, grande número das empresas internas, ao nível micro, foram financiadas com recursos oriundos do exterior, embora se possa afirmar, ao nível macro, que a dívida externa brasileira teve um carácter essencialmente financeiro; ou seja, não havia necessidade da chamada poupança externa para financiar nosso crescimento⁶⁹. Em aditamento, um fato corrobora a natureza da própria dívida externa brasileira: boa parte dos recursos tomados no exterior, contabilmente, estão congelados no Banco Central do Brasil, na forma de Depósitos Registrados em Moedas Estrangeiras⁷⁰.

Em linhas gerais, a reestruturação do sistema financeiro brasileiro visou proporcionar um novo padrão de financiamento da economia, especialmente mediante maior diversificação dos intermediários financeiros, explicitada sobretudo nos novos esquemas e formas institucionais de captação interna e externa. Desse ponto de vista, a mais importante diretriz da Reforma dos anos 60 foi a especialização institucional. O modelo de sistema financeiro especializado, na verdade, teve sua

⁶⁹ Ver nesse sentido, o trabalho de CRUZ, Paulo Davidoff das Chagas. Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta. São Paulo: Brasiliense, 1984.

⁷⁰ As referências legislatórias pertinentes são: a Circular nº 230, de 29.08.74, relativa aos bancos repassadores, e a Resolução nº 432, de 23.06.77, relativa às empresas tomadoras em geral.

implementação justificada por ser considerado moderno, dinâmico e eficiente, tendo em vista a referência do mundo capitalista avançado, particularmente o modelo norte-americano. Sendo assim, um forte argumento usado pelo Governo foi o de que o então sistema bancário brasileiro - basicamente constituído por bancos comerciais - era arcaico, inerte e ineficiente, e portanto, ficaria simplesmente à margem do projeto de Reforma.

Capítulo III

A MATURAÇÃO E REVISÃO INSTITUCIONAL

"Durante o surto inflacionário o investidor somente aceita operações de curto prazo e a remuneração a mais próxima possível (...). A incerteza econômica afasta a poupança de empreendimentos de longo prazo".

Octávio Gouveia de Bulhões

"Tudo converge no problema de liquidez, tudo é convertido em ativo líquido automaticamente e com isto é impossível dar crédito a longo prazo e orientado para setores prioritários. Não temos instrumentos de crédito para financiar os projetos de investimento".

Maria da Conceição Tavares

1. Os Impactos Sobre a Intermediação Bancária

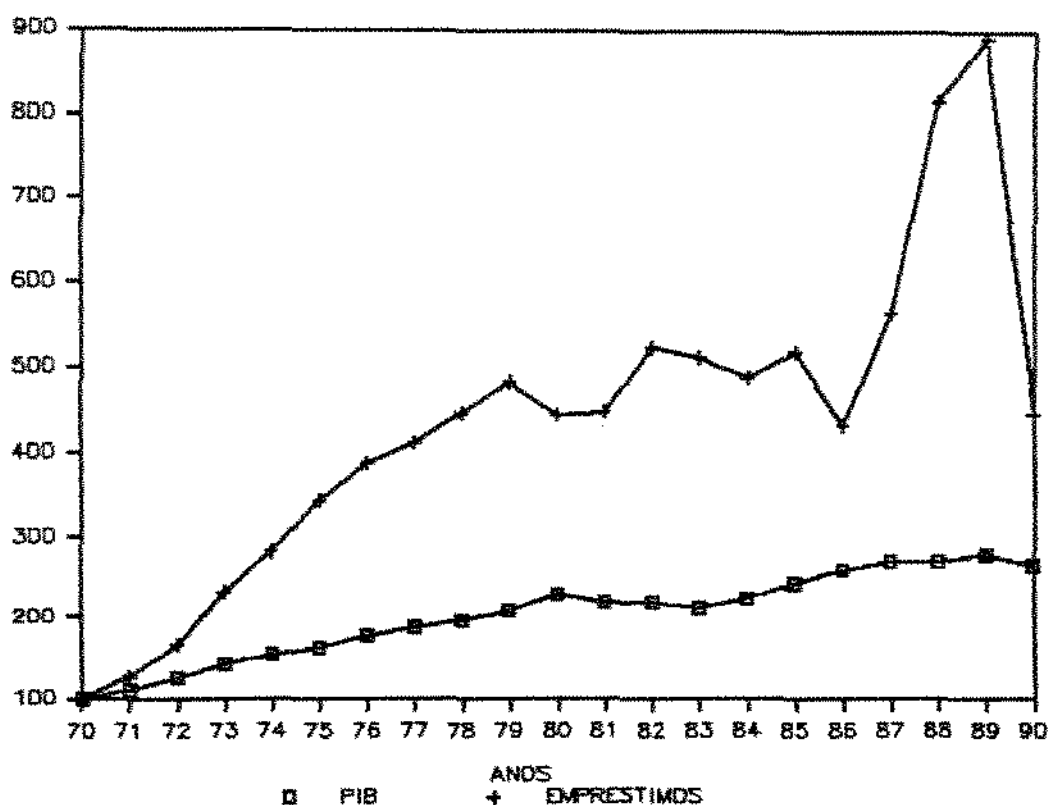
O perfil operacional do sistema bancário também se alterou após o ciclo expansivo imediatamente posterior à Reforma. Examinando o desempenho das instituições financeiras creditícias, através do comportamento dos empréstimos e financiamentos concedidos, é nítida sua natural aderência ao movimento geral da economia, embora com certa defasagem e distintos patamares.

Cabe considerar, que o Produto Interno Bruto (PIB) é uma variável fluxo, enquanto o saldo de empréstimos é uma variável estoque. Sendo assim, o PIB, em termos reais, varia de acordo com o crescimento físico da produção; já os empréstimos variam tanto pelo crescimento líquido das concessões quanto pela acumulação dos saldos vincendos. Ademais, no caso brasileiro, os empréstimos são corrigidos monetariamente. Do exposto, uma estagnação ou decrescimento no saldo de empréstimos reais caracteriza uma situação de bastante gravidade, tendo em vista os efeitos sobre as atividades econômicas em geral. As operações de crédito, como já sublinhado, são (ou deveriam ser) as mais relevantes no contexto da mediação bancária, sobretudo em períodos de estagflação.

GRÁFICO I

ÍNDICES REAIS DO PIB E DOS

EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO(*)



FONTE: Relatórios Anuais do BACEN (vários números).

(*) Até 1979 os valores dos Empréstimos correspondem aos concedidos ao Setor Privado. Os valores foram deflacionados pelo IGP-DI.

A diminuição ou o não crescimento real do saldo de empréstimos, em termos absolutos, antes de mais nada representa uma desaceleração da atividade bancária, justamente a nível do indicador que caracterizaria sua primordial função econômica.

Mas, conquanto se pudesse prever ou esperar impactos negativos nos resultados operacionais do setor bancário, tal não ocorreu. Em relação à fase de estagnação mais longa, por exemplo - de 1979 a meados dos anos 80 -, registrou-se um fato interessante relacionado à origem do lucro bancário. As margens de lucro, mesmo com a retração nas operações de crédito, mostraram ponderável crescimento, cuja procedência, necessariamente, passou a residir no âmbito de outras atividades de intermediação, que não a concessão de empréstimos. Tais atividades, por sua vez, estavam relacionadas à obtenção de ganhos a partir de transações circunscritas ao mercado de títulos, com preponderância para as operações de mercado aberto - "open market".⁷¹

Uma outra ocorrência interessante diz respeito à significativa mudança no tocante aos tomadores de empréstimos junto ao sistema bancário brasileiro, entre os segmentos privado e público. Praticamente até a segunda metade da década de 70, o crédito bancário era tomado quase que exclusivamente pelo setor privado da economia, enquanto, no período mais recente, o setor público vem gradativamente ganhando posição.⁷² Esse fato

⁷¹ Ver TEIXEIRA, Natermes Guimarães. Tendências Estruturais do Sistema Financeiro. São Paulo: IESP/FUNDAP, 1988.

⁷² Ver TEIXEIRA, op. cit.

explicita uma tendência natural, em períodos recessivos e em países onde é ingente a fragilidade financeira do setor público, do setor bancário financiar cada vez mais o Estado, particularmente as empresas estatais.

Em síntese, é lícito admitir - aliás, como já comprovaram algumas pesquisas⁷³ - que o setor privado, em geral, e as empresas privadas mais líquidas e saudáveis, em particular, tornaram-se aplicadoras no mercado financeiro, movidas pela ausência de perspectivas de expansão produtiva e, em consequência, pela dificuldade de obtenção de lucros nessa esfera - condição resultante da própria recessão instalada no País. Dessa forma, como já aludido, enquanto na fase do "boom" os bancos repassavam ao setor privado recursos de propriedade do (ou administrados pelo) Estado, na atualidade o financiamento bancário tende a dirigir-se crescentemente a entidades governamentais, a partir de captações tomadas essencialmente no segmento privado da economia.

Esse processo estatizante começou a se instalar a partir de dois movimentos: desinteresse do setor privado e recorrência do setor público aos empréstimos bancários. Num quadro recessivo, como se sabe, as empresas - tomadoras

⁷³ Ver ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. Estrutura Patrimonial e Desempenho Financeiro: A Empresa Estatal e a Grande Empresa Privada na Crise Atual. São Paulo: IESP/FUNDAP, 1965.

potenciais de crédito bancário - pela própria necessidade de se ajustar, frente aos impasses típicos do período, tornavam-se avessas ao endividamento bancário - mesmo porque grande parte das empresas não precisa dele nessas circunstâncias - e são atraídas pela usual ampliação de ganho em favor do juro frente ao lucro, também típica da própria recessão.

Por seu turno, o setor governamental foi-se endividando progressivamente junto ao sistema bancário, sobretudo no segmento dos bancos oficiais estaduais, seja pela falta de alternativas de financiamento mais flexíveis e adequadas ao período recessivo, seja pela imperiosidade da reciclagem do endividamento, imposta pelo processo cumulativo da própria dívida anteriormente contraída e em vias de amortização. Vale dizer: o Governo resgata os títulos que estão vencendo, emitindo e colocando no mercado novos títulos, geralmente com ampliação do serviço da dívida.

TABELA IV
 EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO
 POR TOMADOR FINAL

(Em %)

ANOS	SETOR PRIVADO	SETOR PÚBLICO
1980	82,5	17,5
1981	78,3	21,7
1982	76,7	23,3
1983	74,2	25,8
1984	69,9	30,1
1985	70,5	29,5
1986	76,6	23,4
1987	71,4	28,6
1988	70,2	29,8
1989	73,5	26,5
1990	72,9	27,1

FONTE: Relatórios Anuais do BACEN, diversos números.

De acordo com as informações oficiais, o setor privado vem apresentando uma sensível queda em sua participação como tomador de empréstimos do sistema financeiro: na última década seu percentual diminuiu aproximadamente 10 pontos. A nível dos emprestadores finais, com raras exceções, houve uma diminuição generalizada nas proporções da concessão de empréstimos ao setor privado.

TABELA V
 EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO
 AO SETOR PRIVADO, POR EMPRESTADOR FINAL

(Em %)

INSTITUIÇÕES	1980	1985	1989
Banco do Brasil	94,8	98,9	57,7
Bancos Comerciais ^(*)	75,9	57,7	45,3
Bancos Múltiplos	--	--	88,6
BNDES	56,8	21,0	24,5
Bancos de Desenvolvimento	58,3	32,8	39,5
Bancos de Investimento	91,2	79,4	85,5
Caixa Econômica Federal ^(b)	87,3	95,7	98,7
Caixa Econômica Estaduais	81,3	81,9	83,1
BNH	19,3	64,5	--
Financeiras	100,0	99,8	99,8
SCI + APE	100,0	100,0	99,3

FONTE: Relatórios Anuais do BACEN, diversos números.

^(*) Inclui BNCC.

^(b) Inclui BNH em 1989.

Interessante notar que as diminuições mais significativas ocorreram justamente no segmento das instituições oficiais de crédito, a exemplo do Banco do Brasil e dos Bancos de Desenvolvimento - caso mais expressivo do BNDES - com exceção do crédito habitacional, atualmente sob o comando da Caixa Econômica Federal (CEF). A propósito, dentro do setor privado, os empréstimos habitacionais assumiram grande destaque nos últimos anos.

TABELA VI
 EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO
 POR SETOR DE ATIVIDADE DO TOMADOR FINAL

(Em %)

SETORES	1980		1985		1989	
	Privado	Público	Privado	Público	Privado	Público
Indústria	30,4	22,4	21,9	32,3	19,1	24,3
Comércio	8,7	2,1	7,5	0,0	4,5	0,1
Serviços	--	32,1	1,2	41,2	5,5	61,8
Rural	15,6	--	9,5	--	9,4	3,7
P.Físicas	9,7	--	12,8	--	2,8	--
Habit.	22,5	12,3	34,7	2,3	41,1	0,9
Outros	8,5	31,1	8,7	24,2	16,5	9,3
Não Ident.	4,6	--	3,6	--	1,1	--

FONTE: Relatórios Anuais do BACEN, (vários números).

Conforme os dados apresentados, houve retração do crédito industrial na década considerada, particularmente no setor privado da economia, ao lado do substancial crescimento em participação do crédito habitacional, que passou a representar mais de 40% do total concedido aos agentes privados, no último ano. No caso do segmento público, a liderança absoluta fica com as atividades do setor serviços, com um percentual de cerca de 62% em 1989. Em complemento, vale registrar que, em 1990, 1/3 dos empréstimos canalizados ao setor público foi tomado pelo Governo Federal em atividades empresariais e os outros 2/3 tomado pelos Governos Estaduais e Municipais, conforme dados oficiais publicados pelo Banco Central do Brasil.

2. A Nova Estrutura Financeira e Seus Desdobramentos

Neste contexto, valem preliminarmente as observações de Moura da Silva⁷⁴ sobre a evolução da intermediação financeira no Brasil, do período pós-Reforma até a segunda metade dos anos 70. Esse autor destaca três fatores basilares, no eixo das transformações ocorridas: a ampliação das agências financeiras estatais, o instituto da correção monetária (particularmente a partir de sua utilização *a posteriori*) e a criação dos chamados fundos compulsórios de financiamento. Em síntese, pois, ficam explicitados dois aspectos decisivos, articulados à organização e funcionamento do sistema financeiro de então: de um lado, a maior intervenção estatal na área financeira, se bem que muito mais no sentido da administração dos recursos financeiros potencialmente canalizáveis para investimentos privados (principalmente através das chamadas operações de repasses), e, de outro lado, a institucionalização das bases e formas propícias ao processo de acumulação essencialmente financeira, a partir do qual seria delineado o cunho característico da intermediação financeira, consubstanciado em fatores desestimuladores do investimento produtivo. O fato mais

⁷⁴ MOURA DA SILVA, Adroaldo. *op. cit.*

interessante é que, ao lado de uma inversão no sentido do financiamento estatal-privado, a "orgia" financeira amplia-se substancialmente, refletindo sobretudo a aceleração dos processos de endividamento público, tanto interno quanto externo.

A nova estrutura financeira, portanto, significa de fato o lançamento das bases institucionais da acumulação financeira, em sua maior parte apoiada em títulos da dívida pública.⁷⁵ Cabe lembrar que esses títulos, representando tão somente direitos a um fluxo de renda futura inteiramente desvinculado, quer da geração de renda posterior (no sentido produtivo), quer de referência patrimonial (no sentido de quinhões de capital), assumem a forma de "capital fictício", na concepção mais ampla do conceito de Hilferding.⁷⁶

Assim, a expansão verificada no movimento do mercado financeiro institucional não está associada ao movimento da economia no sentido real. Nesse caso, a acumulação de ativos financeiros pode percorrer seu próprio caminho, completamente dissociada da eventual acumulação de

⁷⁵ Uma análise mais aprofundada dessa questão encontra-se em TAVARES, Maria da Conceição. "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & COUTINHO, Renata (org.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2: Ensaios sobre a crise. São Paulo: Brasiliense, 1983.

⁷⁶ HILFERDING, Rudolf. O Capital Financeiro. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

capital vinculada à expansão produtiva da economia. Tal manifestação, por seu turno, não é particular ao caso brasileiro, pois que "todos os sistemas financeiros cumprem a função intrínseca de centralização dos excedentes financeiros ou do capital-dinheiro sem aplicação rentável e/ou segura no setor produtivo. Vale dizer, cumprem a função que lhes é específica num sistema capitalista: de valorizar o capital no circuito financeiro".

Por outro lado, a reforma teve uma vertente fundamental, relacionada à gestação, em base ampliada e diversificada, de processos de endividamento. Esses processos atingiram: as unidades familiares (como já referido); o Governo, a partir da colocação dos títulos da dívida pública de sua emissão; as empresas privadas e estatais, não só através do usual sistema creditício interno, mas principalmente a partir das tomadas de empréstimos externos; e finalmente o sistema bancário, enquanto tomador de empréstimos em moedas estrangeiras para repasses internos. A articulação geral das seções, enfim, pode ser resumida num trecho da análise de Maria da Conceição Tavares sobre a evolução dos ativos financeiros globais a partir de uma expansão acelerada nos anos 70. Segundo a autora, essa expansão "exprime a resposta, do

" TAVARES. *op. cit.*, p. 109.

lado dos ativos, ao crescimento acelerado dos passivos gerais da economia, isto é, do endividamento das famílias (consumo metropolitano), das empresas (produção e investimento) e do Estado (sobretudo através do endividamento externo que tem como contrapartida monetária o endividamento interno). A maior parte das 'poupanças' que ocorrem para comprar esses ativos não são em realidade poupança em nenhum sentido, nem micro nem macroeconômico".⁷⁸

Com a maturação da Reforma, do ponto de vista organizacional/operacional, o sistema financeiro passa por marcantes transformações, a saber: movimento de concentração/centralização do capital bancário, movido por processos de fusões, incorporações, falências, etc; movimento de conglomeração no setor financeiro, principalmente a partir da criação de instituições financeiras especializadas em cada mercado, com administração autônoma; gestação de um mercado de crédito de dimensão nacional, quando os interesses e influências locais ou regionais associadas à atuação bancária são eliminados; e, por fim, emergência e consolidação dos chamados bancos múltiplos, mediante a aglutinação das várias instituições financeiras em uma única empresa.

⁷⁸ TAVARES. op. cit., p. 115.

Essa nova estrutura multi-bancária, por um lado, acabou por ser liderada pelo antigo capital bancário nacional, na condição de controlador dos tradicionais bancos comerciais brasileiros. Aliás, os mesmos bancos que haviam sido considerados verdadeiros empecilhos ao novo padrão idealizado pela Reforma para o financiamento do crescimento econômico brasileiro. Dando a "volta por cima", os maiores bancos comerciais privados nacionais, após os movimentos descritos, ganharam tamanho e nova estrutura organizacional, acabando por conferir ao mercado a ampliação do grau de oligopolização.

Por outro lado, o advento dessa nova forma de estruturação empresarial no setor bancário deve ser entendida como inexorável, não só pela natural tendência à conglomeração, enquanto movimento inerente ao desenvolvimento do capitalismo mundial, mas também como uma recorrente opção organizacional e operacional, capaz de reproduzir mecanismos de defesa frente aos efeitos da crise e fases recessivas por que vem passando a economia brasileira desde a segunda metade dos anos 70.

3. A Reforma Atual

A Reforma Financeira em andamento originou-se de um projeto elaborado pelo Banco Central do Brasil (BACEN), com apoio e financiamento do Banco Mundial (BIRD), o qual, em contrapartida, formulou algumas exigências básicas. De acordo com as normas adotadas, a alternativa para as instituições financeiras tornarem-se bancos múltiplos é facultativa e o prazo para tal transformação é de cinco anos. Como efeito, as medidas reformistas deveriam: promover uma redução nos custos operacionais dos bancos, que se traduzisse em benefício ao tomador final de empréstimos; propiciar um "funding" mais estável, para viabilização de empréstimos de mais longo prazo; e estabelecer maior flexibilidade operacional, no âmbito da intermediação financeira institucional.

A composição proposta para o sistema financeiro nacional, de acordo com o Projeto, consistiria na criação do Banco Múltiplo e de cinco Subsistemas Independentes, bem como na manutenção das Cooperativas de Crédito. O banco múltiplo poderia ser de capital privado ou público, e deveria ser constituído basicamente por três carteiras: comercial; de investimento (para os de iniciativa privada),

e de fomento ou desenvolvimento (para os de controle governamental); e de poupança, tanto para o crédito imobiliário (sem restrições), como para a poupança rural (com exclusividade para as instituições oficiais federais de crédito).

Os cinco Subsistemas Independentes seriam: privado; oficial federal; oficial estadual; de mercado de capitais; seguros e "leasing"; e de cooperativas de crédito. Os três primeiros subsistemas financeiros seriam compostos por banco comercial; banco de investimento (privado) ou banco de fomento ou desenvolvimento (público); de aceite cambial (área de atuação das financeiras); e de poupança (na modalidade rural, somente para o segmento oficial federal). O subsistema de mercado de capitais, seguros e "leasing" seria formado por corretoras de valores mobiliários e de câmbio, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, corretoras de seguros, companhias de seguros e empresas de arrendamento mercantil - "leasing". Por fim, o subsistema nacional cooperativista de crédito seria constituído pelas seguintes áreas ou carteiras: comercial, de fomento agrícola e de poupança rural.

Sem entrar no mérito do otimismo contido nas expectativas do BACEN, é oportuna uma reflexão sobre

algumas possíveis vantagens da atuação multibancária. Em primeiro lugar, é de se supor que a empresa bancária contará com a natural possibilidade de aumentar tamanho e capacidade, obtendo com isso economias de escala, resultante do processo de centralização do capital. Além do mais, pode-se presumir uma outra vantagem, a nível de facilitação, quanto ao aspecto da complementaridade relacionada às operações de crédito, em particular no caso dos empréstimos de curto, médio e longo prazos.

Por outro lado, e talvez mais importante, o multibanco terá grande flexibilização operacional, pela centralização dos recursos, o que, além de elevar o patrimônio e, por conseguinte, o grau de endividamento do bancador, possibilita a consolidação dos riscos bancários. A esse respeito, o aspecto mais relevante refere-se à desamarração entre os itens do passivo (captações) e os do ativo (aplicações). Uma instituição independente, por exemplo, continuaria submetida ao modelo especializado, onde prevalece a conexão entre formas institucionais de captações e tipos ou destinos de aplicações. Por conseguinte, uma financeira independente emite letras de câmbio e financia consumo; uma sociedade de crédito imobiliário independente capta depósitos de poupança e concede empréstimos imobiliários; um banco de investimento

independente atende financeiramente às empresas, captando depósitos a prazo ou realizando repasses de recursos internos ou externos, e assim por diante.

O objetivo básico da Reforma, como se vê, é o de estabelecer uma reestruturação no sistema de intermediação financeira institucional brasileiro, a partir da qual fica mantido um segmento com instituições independentes, que atuariam em seus respectivos mercados - ao estilo do que prescrevia a Reforma anterior - e institui uma nova forma de organização empresarial bancária, onde as instituições financeiras passariam a atuar como empresas "holding". Com efeito, tudo leva a crer que essa dicotomia submetida ao mercado institucional de crédito, no fundo, distingue o grande do pequeno capital bancário nacional. O grande capital, na verdade, já atuava de forma conglomerada, ainda que seus estabelecimentos fossem considerados formalmente autônomos, do ponto de vista administrativo, contábil e legal. Já o pequeno capital, com algumas poucas exceções - a exemplo das financeiras (crédito ao consumidor) pertencentes às grandes lojas de departamentos, supermercados, etc., ou aquelas instituídas pelas empresas do setor automobilístico - vinha ocupando uma posição marginalizada no mercado e, por isso, estava permanentemente submetido a três alternativas: quebrar, por

força da concorrência, fundir-se com outras instituições do mesmo porte, ou então ser incorporado pelo grande capital. O fato é que essa convivência, segmentada apenas no âmbito institucional, dificilmente terá condições de ser mantida, ou seja, haveria necessidade de outros mecanismos ou instrumentos compatíveis com as características de cada tipo de organização, bem como aos respectivos tamanhos em relação ao mercado.

Do exposto, pode-se observar que a Reforma em andamento, mais que qualquer outra coisa, veio ratificar - reconhecendo e regulamentando - a forma de organização e funcionamento do Sistema Financeiro do Brasil, consolidada desde meados dos anos 70. Vale dizer, as empresas bancárias já vinham operando como bancos múltiplos, a partir dos movimentos de concentração/centralização do capital e conglomeração financeira, no bojo do irreversível processo de nacionalização - ou, mais precisamente, de des-regionalização - do crédito bancário, detonados após a maturação da Reforma dos anos 60.

O aspecto fundamental, para finalizar, é que o sistema financeiro no Brasil, embora bem estruturado e até bastante sofisticado em termos operacionais, não cumpre uma

de suas mais importantes funções: canalizar capital-dinheiro ao setor produtivo da economia. O grande empecilho seria a ausência de fontes de captação bancária compatíveis ou adequadas ao financiamento de médio e longo prazos. Ora, pelo teor e a abrangência desse conjunto de medidas fica claro que o impasse maior não será solucionado, e seus efeitos provavelmente não modificarão, de forma significativa, o *status quo*, ainda mais que permanecem as mesmas condições operacionais que induziram o setor bancário-financeiro brasileiro a tornar-se avesso à concessão de empréstimos, mormente no caso dos financiamentos de longo prazo. Talvez esse conjunto de medidas não deva sequer ser considerado uma Reforma Financeira propriamente dita.

BIBLIOGRAFIA

1ª Parte

BENNETH, R. The Financial Sector and Economic Development.

Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1965.

BRUNHOFF, Suzanne de. A moeda em Marx: Teoria marxista da

moeda. Porto - Portugal, Edições Rés Limitada, 1975.

CEPAL (Comissão Executiva para a América Latina). "O

Desenvolvimento Recente do Sistema Financeiro da América

Latina" in Serra, José (coord.) América Latina: Ensaios

de Interpretação Econômica. Rio de Janeiro, Paz e Terra,

1976.

DAVIDSON, Paul. Money and Real World. London, Macmillan,

1972.

DUESENBERY, James S. Introdução à Economia Monetária. Rio

de Janeiro, Zahar, 1966.

FISHER, Irving. The Purchasing Power of Money. New York, Reprints of Economic Classics - Augustus M. Kelley Bookseller, 1963.

FRIEDMAN, Milton. La Teoria Quantitativa del Dinero: Una Nueva Exposicion. México, Centro de Estudios Monetários Latinoamericanos, 1971.

GALBRAITH, John Kenneth. Moeda: De onde veio, para onde foi. São Paulo, Livraria Pioneira Editora, 2ª edição, 1983.

GOLDSMITH, Raymond W. La Estructura Financiera y el Crecimiento Económico. México, CEMLA, 1963.

GURLEY, John & SHAW, Edward. "Financial Aspects of Economic Development" in American Economic Review. Wisconsin, The American Economic Association, vol.45, nº 4, 1955.

GURLEY, John. "Financial Intermediaries and the Saving Investment Process" in The Journal of Finance. New York, The American Finance Association, Vol.1, nº 2, 1956.

GURLEY, John. Introduction to a Monetary Economy. Washington, The Brookings Institute, 1960.

GURLEY, John. "Hacia una Teoria de La Estructura Financiera y el Desarrollo Económico" in Estructura y Desarrollo Económico. Buenos Aires, Instituto Torcuato di Tella, 1968.

HICKS, John. Ensaio Crítico sobre Teoria Monetária. Barcelona, ARIEL, 1975.

HICKS, John. Perspectivas Econômicas: Ensaio sobre Moeda e Crescimento. Rio de Janeiro, Zahar, 1978.

HICKS, John. Valor e Capital. São Paulo, Nova Cultural, 1984.

HILFERDING, Rudolf. O Capital Financeiro. São Paulo, Nova Cultural, 1985.

KALDOR, Nicholas. "A Falência do Monetarismo" in Boletim IERJ nº 31. Rio de Janeiro, Março/Agosto de 1985.

KEYNES, John Maynard. Treatise on Money. London, Macmillan, 1930.

KEYNES, John Maynard. "A Teoria Geral do Emprego (1937)" in
SZHRECSÁNYI, Tamás (org.) Keynes. São Paulo, coleção
Grandes Cientistas Sociais, Editora Ática, 1978.

KEYNES, John Maynard. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e
da Moeda. São Paulo, Nova Cultural, 1985.

KEYNES, John Maynard. "A Teoria ex ante da Taxa de Juros"
in Literatura Econômica, v.9, nº2. Rio de Janeiro, IFEA,
junho de 1987.

LUXEMBURG, Rosa. A Acumulação do Capital. São Paulo,
Editora Abril, 1984.

MARX, Karl. Elementos Fundamentales para la Crítica de la
Economía Política (Borrador) 1857-1858. México, Siglo
Veintiuno, 1971.

MARX, Karl. O Capital. Rio de Janeiro, Editora Civilização
Brasileira, 1974.

MINSKY, Hyman P. John Maynard Keynes. New York, Columbia
University Press, 1975.

MINSKY, Hyman P. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, Yale University Press, 1986.

POLAKOFF, Murray E. Financial Institutions and Markets. Boston, Houghton Mifflin Company, 1970.

SCHMITT, Bernard. Teoria Unitária da Moeda. São Paulo, Edições Melhoramentos e Editora da Universidade de São Paulo, 1978.

SCHUMPETER, Joseph A. Teoria do Desenvolvimento Econômico. São Paulo, Editora Abril, 1982.

TOBIN, J. & HESTER, D. Financial Markets and Economic Activity. New York, John Wiley, 1967.

TOBIN, James. "Moeda, Capital e outras Reservas de Valor" in Literatura Econômica, V.8, nº1. Rio de Janeiro, IPEA, 1986.

2ª Parte

ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de. As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: O Descaminho do Projeto Liberal. Tese de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas (mimeo), 1980.

ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de. Estrutura Patrimonial e Desempenho Financeiro: A Empresa Estatal e a Grande Empresa Privada na Crise Atual. São Paulo, FUNDAP, 1985.

BANCO Central do Brasil - Relatórios Anuais, vários anos.

BANCO Central do Brasil, Departamento Econômico. Política do Governo Adotada no Sistema Financeiro. Brasília, 1975.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & COUTINHO, Luciano Galvão. "Estado, Sistema Financeiro e Forma de Manifestação da Crise: 1929-1974" in BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & COUTINHO, Renata (org.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise. São Paulo, Editora Brasiliense, 1982.

CARDOSO DE MELLO, João Manuel & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. "Reflexões sobre a Crise Atual", in Escrita Ensaio. São Paulo, Ano 1, nº 2, 1977.

CARNEIRO, Dionísio Dias (org.). Brasil: Dilemas da Política Econômica. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1977.

CARVALHEIRO, Nelson. Bancos Comerciais no Brasil 1964/1976 - Crescimento e Concentração. Tese de Mestrado, FEA/USP. São Paulo (mimeo), 1982.

CRUZ, Paulo Davidoff das Chagas. Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta. São Paulo, Editora Brasiliense, 1984.

EDITORA Estrela Alfa. História das Instituições Financeiras e sua Contribuição ao Progresso Econômico dos Povos. São Paulo, 1972.

EPEA. Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais. Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Rio de Janeiro, 1966.

FISHLOW, Albert. "Algumas reflexões sobre a Política Econômica Brasileira Após 1964" in Estudos CEBRAP, nº 7. São Paulo, 1974.

FÓRUM Gazeta Mercantil. FMI X BRASIL: A Armadilha da Recessão. São Paulo, Gazeta Mercantil, 1983.

GOLDSMITH, Raymond W. Brasil 1850-1984: Desenvolvimento Financeiro sob um século de Inflação. São Paulo, Editora Harper & Row do Brasil Ltda, 1986.

IBMEC. Banco Comercial. Rio de Janeiro, IBMEC, 1972.

IBMEC. Bancos de Investimento (Estrutura e Funcionamento). Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

IBMEC. Sistema Financeiro da Habitação. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

IBMEC. Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.

LESSA, Carlos. Quinze Anos de Política Econômica. Campinas Cadernos UNICAMP nº 4, 1975.

MARQUES, Newton Ferreira da Silva. A Concentração Bancária Brasileira no Período Pós-1964. Recife, Tese de Mestrado, FIMES/UFPE (mimeo), 1982.

MELO FRANCO, Afonso Arinos de & PACHECO, Claudio. História do Banco do Brasil. Rio de Janeiro, Artenova, 1973.

MOURA DA SILVA, Adroaldo. Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas. São Paulo, FEA/IPE/USP (mimeo), 1979.

PERDIGÃO, Luis Antonio. Conglomerados Financeiros: Análise de seu Desempenho no Brasil. Rio de Janeiro, IBMEC, 1983.

RANGEL, Ignacio. A Inflação Brasileira. Rio de Janeiro, Editora Tempo Brasileiro, 1963.

SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. Financial and Economic Development of Brazil 1952-1968. Tese de Doutorado, Universidade de Londres (mimeo), 1980.

SUZIGAN, Wilson. Indústria: Política, Instituições e Desenvolvimento. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, Série Monografias, nº28, 1978.

TAVARES, Maria da Conceição. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Rio de Janeiro, Zahar, 4ª edição, 1975.

TAVARES, Maria da Conceição. "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" in BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & COUTINHO, Renata (org.). Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2: Ensaio sobre a Crise. São Paulo, Editora Brasiliense, 1983.

TEIXEIRA, Natermes G. Os Bancos de Desenvolvimento no Brasil. Rio de Janeiro, Coleção Técnica nº 3 ABDE/CEBRAE/BNDE, 1979.

TEIXEIRA, Natermes G. El sistema Financiero de Brasil y su Internacionalización. Buenos Aires, Centro de Economía Transnacional, 1983.

TEIXEIRA, Natermes G. "O Sistema Financeiro do Brasil e o Capital Estrangeiro" in Revista Estudos Econômicos, vol. 14, nº 1. São Paulo, IPE/USP, 1984.

TEIXEIRA, Natermes G. O Sistema Bancário Brasileiro e suas transformações frente à crise atual. Campinas, Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, 1985.

TEIXEIRA, Natermes G. Tendências Estruturais do Sistema Financeiro. São Paulo, IESP/FUNDAP, 1988.

TEIXEIRA, Natermes G. & Cintra, Marcos Antonio Macedo. Padrão de Financiamento da Economia Brasileira: Evolução e Estrutura. São Paulo, FUNDAP, 1990.