

PLANO DECENAL DE  
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO  
E SOCIAL

***SITUAÇÃO MONETÁRIA,  
CREDITÍCIA E DO  
MERCADO DE CAPITAIS***  
***DIAGNÓSTICO PRELIMINAR***

Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica  
ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA — EPEA

**PLANO DECENAL DE DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO E SOCIAL**

**DIAGNÓSTICO PRELIMINAR  
MACROECONOMIA**

**Situação Monetária, Creditícia e do Mercado  
de Capitais (1947 – Março 1964)**

---

**Documento de Trabalho para o Grupo  
de Coordenação — Não pode ser citado  
sem autorização do EPEA**

**Maior — 1966**

**GRUPO DE COORDENAÇÃO  
POLÍTICA MONETÁRIA**

**O Grupo de Coordenação do Setor de  
Política Monetária é formado pelo EPEA  
– MINIPLAN, Ministério da Fazenda,  
Banco Central da República do Brasil  
e Banco do Brasil.**

# Índice

---

|  | <i>Págs</i> |
|--|-------------|
| Introdução aos Diagnósticos Preliminares .....   | 7           |
| Plano Geral dos Diagnósticos .....   | 11          |
| Roteiro dos Diagnósticos do Setor Industrial .....                                     | 13          |
| As Etapas do Plano Decenal .....   | 17          |
| O Plano Decenal e os Grupos de Coordenação .....                                       | 21          |
| <b>DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO MONETARIA CREDITICIA E<br/>DO MERCADO DE CAPITAIS .....</b> | <b>27</b>   |
| <i>Préface</i> .....   | 29          |
| <i>Introdução</i> .....  | 31          |
| 1. EVIDENCIAS DA INFLAÇÃO .....  | 45          |
| 2. O MECANISMO MONETARIO BRASILEIRO .....  | 63          |
| 2.1 — Os Instrumentos da Política Monetária.....                                       | 65          |
| 2.1.1 — As Operações de "Open-Market" .....  | 66          |
| 2.1.2 — A Política de Redesconto .....   | 69          |
| 2.1.3 — Reservas Compulsórias .....  | 74          |
| 2.2 — A Política de Crédito dos Bancos Comerciais .....                                | 76          |
| 2.2.1 — A Expansão da Rede Bancária .....  | 80          |
| 2.2.2 — O Balancete dos Bancos Comerciais .....  | 84          |
| 2.3 — A Expansão dos Meios de Pagamento .....  | 85          |
| 2.3.1 — Expansão Através do Sistema Bancário .....                                     | 86          |
| 2.3.2 — As Emissões de Papel Moeda .....   | 87          |

|   | <i>Págs</i> |
|---|-------------|
| 3. A INFLAÇÃO E O MERCADO DE CAPITALS .....   | 97          |
| 3.1 — O Período de Pós-Guerra até 1961: Inflação Persistente<br>Como "Normal" ..... | 97          |
| 3.1.1 — Introdução .....  | 97          |
| 3.1.2 — O Caráter Peculiar do Mercado de Capitais na<br>Inflação .....              | 98          |
| 3.1.3 — A Mudança do Investimento Privado para o<br>Público .....                   | 101         |
| 3.1.4 — O Comportamento da Poupança do Setor Privado                                | 110         |
| 3.1.5 — O Comportamento do Capital Estrangeiro —<br>1947-1961 .....                 | 113         |
| 3.2 — De 1961 a Março de 1964: Inflação Acelerada .....                             | 116         |
| 3.2.1 — A Tendência de as Taxas de Inflação Torna-<br>rem-se Cumulativas .....      | 116         |
| 3.2.2 — As Características do Mercado de Capital na<br>Inflação Acelerada .....     | 118         |
| 3.2.3 — Resumo da Análise Até Março de 1964 .....                                   | 124         |
| 3.2.4 — Palavras Finais .....   | 126         |
| 4. A COMPETIÇÃO ENTRE OS INTERMEDIÁRIOS FINAN-<br>CEIROS .....                      | 129         |
| 4.1 — As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento                        | 131         |
| 4.1.1 — O Sistema de Fundos de Participação .....                                   | 135         |
| 4.1.2 — O Sistema das Letras de Câmbio .....  | 136         |
| 4.2 — As Bolsas de Valores .....  | 152         |
| 4.2.1 — Ações .....   | 156         |
| 4.2.2 — Títulos Não Patrimoniais .....  | 160         |
| 4.3 — As Companhias de Seguros e Capitalização .....                                | 161         |
| 4.3.1 — A Inflação e a Atividade Empresarial .....                                  | 161         |
| 4.3.2 — Lucros, Rentabilidade e Ilusão Monetária .....                              | 166         |
| 4.3.3 — A Política Inversionista .....  | 170         |
| 4.4 — Os Institutos de Previdência Social .....                                     | 173         |
| 4.4.1 — Receita e Despesa .....   | 173         |
| 4.4.2 — Os Deficits Operacionais .....  | 175         |
| 4.4.3 — Os Investimentos .....  | 176         |

|   | <i>Págs.</i> |
|---|--------------|
| 5. ASPECTOS INSTITUCIONAIS DO SISTEMA BANCÁRIO .  | 179          |
| 5.1 — Uma Visão Global .....  | 179          |
| 5.2 — Os Bancos Comerciais .....  | 181          |
| 5.3 — O Banco do Brasil .....   | 183          |
| 5.3.1 — Carteira de Redescontos .....   | 185          |
| 5.3.2 — Caixa de Mobilização Bancária .....   | 187          |
| 5.3.3 — Carteira de Câmbio .....  | 187          |
| 5.3.4 — Carteira de Comercio Exterior .....   | 189          |
| 5.4 — Os Bancos de Fomento .....  | 190          |
| 5.4.1 — Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico   | 190          |
| 5.4.2 — Banco do Nordeste do Brasil .....   | 193          |
| 5.4.3 — Banco de Crédito da Amazônia .....  | 193          |
| 5.4.4 — Banco Nacional de Crédito Cooperativo .....   | 196          |
| <br>APÊNDICE I  |              |
| Autoridades Monetárias: Setores Responsáveis pela Emissão de<br>Papel-Moeda — Composição das Contas ..... | 199          |
| <br>APÊNDICE II   |              |
| A Reforma Bancária Introduzida pela Lei 4.595/64 .....  | 205          |



# Introdução aos Diagnósticos Preliminares

---

O documento inicial do Plano Decenal foi constituído pelas «Bases Para um Plano Decenal de Desenvolvimento Económico». (\*) Consistiu aquêlê estudo, básicamente, na apresentação de um modelo matemático, que constituiria a estrutura do Plano, e de um exame detalhado dos estágios de sua formulação.

Com base em trabalho de pesquisa posterior realizado pela equipe do EPEA, elaborou-se o «framework» do plano, ou seja, o modelo básico que permitirá, de um lado, escolher determinada estratégia de desenvolvimento econômico, e, de outro lado, integrar os programas parciais, sejam de caráter setorial ou regional. O enfoque seguido, de dotar o modelo de maior número de variáveis de política econômica, ensejando ampla margem de opção nas estratégias a seguir, revelou-se sugestivo e poderoso, sem dependência excessiva no tocante a relações econométricas pouco precisas.

Ao mesmo tempo, as equipes setoriais do EPEA consagraram-se à tarefa de elaboração dos diagnósticos parciais, cobrindo aspectos macroeconômicos (situação monetária, finanças públicas, comércio internacional, demografia), setoriais (infra-estrutura, agricultura, indústria, serviços), sociais (educação, saúde, habitação e previdência social) e regionais, êstes últimos em conjunto com órgãos regionais e estaduais de planejamento.

---

(\*) A ser incluído no volume sôbre a estrutura do Plano.

Tais diagnósticos (\*\*) se destinam, em síntese, à:

I — Analisar a evolução do setor no pós-guerra, qualitativa e quantitativamente, de modo a alcançar uma visão clara de sua situação e problemas atuais.

II — Proporcionar as informações básicas necessárias à programação do setor, no período do Plano.

A versão preliminar que está sendo submetida aos Grupos de Coordenação constitui um documento de trabalho, a ser discutido, revisto, complementado. Sua elaboração, em prazo curto, por uma pequena equipe, encontrou sérios obstáculos naquilo que já se transformou em desculpa clássica em qualquer trabalho de pesquisa econômica, no Brasil: a carência de estatísticas. Como era indispensável, sua preparação foi acompanhada de um grande esforço de levantamento de estatísticas básicas, setor por setor. Procurou-se, decididamente, com a cooperação do IBGE, da Fundação Getúlio Vargas, de órgãos e empresas governamentais e privados, mudar o panorama da situação de informações estatísticas. Os resultados obtidos, se bem que não inteiramente satisfatórios, já constituem inestimável avanço. Fêz-se possível processar os registros industriais até 1964, restabelecer os inquéritos econômicos mensais e atualizar o sistema de contas nacionais. Boa parte dos dados do Censo de 1960, que parecia perdido, já está disponível, e continua em andamento o programa intensivo destinado a ultimar sua apuração. Em relação à situação quando se elaborou o Programa de Ação Econômica, enorme avanço já foi assinalado.

Ao mesmo tempo, está-se procedendo à reformulação do sistema estatístico nacional e à reorganização do IBGE, de modo a estabelecer-se um fluxo regular de informações estatísticas que permitam a revisão e o aperfeiçoamento constante do trabalho que se está procurando desenvolver.

Cabe salientar que vários dos diagnósticos preliminares deverão ser complementados por estudos especiais, destinados a cobrir,

---

(\*\*) Ver o «Roteiro dos Diagnósticos do Setor Industrial», a título de exemplo.

quase sempre através de pesquisa de campo, áreas prioritárias que, na presente versão, tiveram tratamento insatisfatório. Por outro lado, pesquisas continuam sendo realizadas no sentido de prover elementos para a fase de programação, particularmente no tocante a coeficientes técnicos de produção, relações marginais capital/produto, custo de produção, etc..

Dos Grupos de Coordenação espera-se não apenas a crítica dos diagnósticos preliminares como a apresentação de subsídios para seu aperfeiçoamento. Mais importante ainda deverá ser o seu papel na fase de programação, que deverá ter lugar nos próximos meses. Nesse estágio, avulta o papel dos órgãos governamentais de caráter setorial (ministérios, autarquias, sociedades de economia mista) e notadamente do setor privado, representado pelas suas entidades de classe. Para efeito de permitir um trabalho consistente e homogêneo dos Grupos de Coordenação, o EPEA está concluindo a elaboração de um documento sobre «A Estratégia da Formulação do Plano Decenal», no qual se expõe a concepção geral do Plano e o programa de trabalho dos vários setores.

A estreita colaboração de todos os organismos representados nos Grupos de Coordenação é imprescindível para conferir ao plano o caráter de documento nacional, e não apenas governamental. Pois, se é pacífico que a manutenção de intenso ritmo de desenvolvimento depende da continuidade da ação governamental, esta depende da continuidade do trabalho de programação. E esta última ganha em exeqüibilidade e objetividade na medida em que repousa no conhecimento e na experiência de técnicos e homens de empresa, no setor público como na órbita privada.



# Plano Geral dos Diagnósticos

---

## DIAGNÓSTICO GERAL DA ECONOMIA BRASILEIRA ASPECTOS MACROECONÔMICOS

- A — Situação Monetária, Bancária e do Mercado de Capitais
- B — Finanças Públicas
- C — Demografia
- D — Política Econômica Internacional
- E — Aspectos Institucionais: Reforma Administrativa, Reforma Estatística, etc.

## DIAGNÓSTICOS SETORIAIS

- A — Infra-estrutura
  - a) Energia Elétrica
  - b) Petróleo. Carvão
  - c) Transportes
  - d) Comunicações
- B — Agricultura e Abastecimento
- C — Indústria e Mineração
  - a) Indústria — Geral
  - b) Mecânica e Elétrica

- c) Siderúrgica
- d) Metais Não-Ferrosos
- e) Minerais Não-Metálicos
- f) Química
- g) Papel e Celulose
- h) Borracha
- i) Produtos Alimentícios
- j) Têxtil
- l) Outras Indústrias Tradicionais: Vestuário, Couros e Peles, Calçados, Madeira, Mobiliário, Fumo, Editorial e Gráfica, Bebidas, Diversos
- m) Construção Civil
- n) Mineração

D — Serviços: Turismo, Comércio, Intermediários Financeiros

## DIAGNÓSTICOS SOCIAIS

A — Educação e Mão-de-Obra

B — Saúde e Saneamento

C — Habitação

D — Previdência Social

## DIAGNÓSTICOS REGIONAIS

A — Sistema Norte

B — Sistema Nordeste

C — Sistema Centro-Sul

# Roteiro dos Diagnósticos do Setor Industrial

---

## Objetivos

Os diagnósticos (\*) destinam-se a descrever e explicar a situação atual do ramo, a identificar seus problemas, e a propor um programa de estudos, ao menos para as ações urgentes que devem ser executadas. De maneira mais precisa, destinam-se a:

a) analisar a situação atual, tanto dos estudos, trabalhos ou ações levadas a efeito para o desenvolvimento do ramo, como da economia do ramo e sua evolução; em especial:

- dar os elementos de apreciação (fatores favoráveis e desfavoráveis) que servirão para estimar o desenvolvimento futuro do ramo e sua competitividade, bem como para delinear um esquema ótimo de produção;
- identificar os problemas do ramo;
- oferecer os dados (técnicos e econômicos, coeficientes, etc.) que serão necessários para efetuar os cálculos de projeção do ramo.

---

(\*) Os diagnósticos, dizendo respeito principalmente ao passado e à situação atual, serão seguidos de estudos dos ramos, orientados essencialmente para o futuro.

b) indicar os estudos e ações a serem levados a cabo (dados a obter, pesquisas a efetuar, grupos de trabalho a constituir, etc.) e mais para melhor conhecimento da problemática do setor.

Evidentemente os diagnósticos preliminares não poderão responder à totalidade dos objetivos definidos acima, devido em parte ao curto espaço de tempo. Mas seria interessante que já sugerissem, pelo menos, as ações urgentes a serem conduzidas ou promovidas pelo órgão coordenador do Plano.

### **Plano de Estudo para os Diagnósticos**

**HISTÓRICO** — Desenvolvimento do setor no pós-guerra, em suas linhas gerais.

**ESTUDO DO MERCADO DO RAMO E SUA EVOLUÇÃO** — Equilíbrio «Recursos-Emprêgo» dos produtos finais das matérias-primas do ramo; estrutura do mercado por produto — localização — trocas inter-regionais;

**A PRODUÇÃO E SUA EVOLUÇÃO** — Dados globais e sua evolução; produção física e em valor; capacidade de produção; emprêgo; investimento e financiamento.

Dados de estrutura: localização do ramo na economia; concentração; especialização ou diversificação; localização etc.; caráter local, regional, nacional ou internacional, dos empreendimentos.

**AS TÉCNICAS DE PRODUÇÃO** (Se as alternativas são possíveis) — Exposição das diversas técnicas utilizadas no Brasil ou no estrangeiro.

**OS FATORES DE PRODUÇÃO** — Condições de competitividade — comparações regionais e internacionais:

a) Fatores de localização, independentes da empresa:

**Matérias-primas** — Localização — qualidade — preço e sua estrutura — comparações internacionais, equilíbrio «Recursos-Emprêgo» — regulamentação. Eventualmente, estudo completo dos ramos das matérias-primas.

*Mão-de-Obra* — Nível dos salários e encargos sociais. Problemas de mão-de-obra (formação profissional, qualificação, etc.).

*Financiamento* — Condições de financiamento — práticas correntes. Problemas específicos do ramo.

*Transportes e comercialização para as matérias-primas e os produtos finais* — Meio e custo de transporte; estrutura dos preços para a comercialização.

b) **Fatores dependentes dos Poderes Públicos:**

Regulamentação e Incentivos (gerais ou específicos do ramo). Fiscalização indireta: direitos de entrada para a importação e a exportação sobre as matérias-primas e os produtos acabados. Fiscalização direta: regime de amortizações autorizadas, vantagens fiscais concedidas ao ramo (por exemplo, reinvestimento de lucros). Incentivos específicos ao ramo ou regionais.

c) **Fatores que dependem mais particularmente da empresa:**

Tamanho do empreendimento; diversificação dos produtos ou especialização; equipamento (idade, obsolescência); técnicas de produção utilizadas, alternativas, se houver; organização administrativa e do trabalho — trabalho sob licença; produtividade do equipamento e da mão-de-obra.

**CUSTOS DE PRODUÇÃO E SUA ESTRUTURA. COMPARAÇÕES REGIONAIS E INTERNACIONAIS** — Comparações internacionais de custos de produção — economias de escala; estrutura dos custos de produção — lucros de exploração — estrutura dos preços para a importação; explicação da competitividade ou não competitividade do ramo.

**DADOS DE TRABALHO PARA AS PROJEÇÕES** — Indicar se estes dados estão atualmente disponíveis, na sua totalidade ou em parte: «inputs» do ramo (quantidade); custo dos investimentos; economias de escala.

## Conclusões

a) *Sobre o ramo*: identificação dos problemas do ramo, principalmente aquêles que condicionam a competitividade dos empreendimentos. Protecionismo.

b) *Sobre o programa de ação ou de estudo do setor*: ações a realizar logo em seguida, particularmente nos seguintes setores:

- obtenção de dados faltantes (pesquisas a realizar, etc.);
- utilização de trabalhos anteriores ou em curso;
- trabalhos e ações a coordenar com outros órgãos interessados;
- estudos específicos a empreender pelo EPEA ou a promover por outros organismos;
- grupos de trabalho a constituir, etc.

O plano de estudo sugerido acima é somente indicativo. Os diferentes capítulos seriam desenvolvidos, mais ou menos seguindo as características dos ramos (concentrados ou não, novos ou antigos, produto bem definido ou heterogêneo, etc.).

Dentro desta perspectiva, os diagnósticos preliminares seriam essencialmente documentos internos de trabalho, destinados a fazer o reconhecimento das primeiras «demarches» empreendidas para o estudo ulterior do ramo. Para isso eles forneceriam os elementos necessários para permitir:

- uma estimativa de se o estudo será fácil ou difícil de realizar, levando-se em conta os dados e estatísticas existentes, os estudos já realizados, a participação de outros órgãos, o tipo de problemas específicos para cada ramo;
- o estabelecimento das linhas gerais de um programa de estudos do ramo, e a organização dos trabalhos de estudos futuros, em função das observações precedentes e dos embaraços causados pelas demoras.

# As Etapas do Plano Decenal

---

## Objetivos do Plano Decenal

A experiência adquirida através da formulação, execução e controle da execução do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) permitiu lançar as bases de um sistema de planejamento e coordenação econômica a ser ampliado e institucionalizado pela reforma administrativa, e de que participam a administração centralizada e descentralizada.

Tendo em vista os resultados já alcançados com o programa de combate à inflação, retomada do desenvolvimento e reformas básicas, é chegado o momento de passar à etapa de formulação de um plano de longo prazo, de modo a evitar solução de continuidade na ação governamental, ao término da vigência do PAEG, em fins de 1966. Tal Plano de Perspectiva permitirá a formulação de uma estratégia de desenvolvimento econômico e social por um período de dez anos, cobrindo os primeiros cinco anos em maior grau de detalhe. Sua implementação deverá fazer-se através de planos operativos de base anual, segundo a conhecida sistemática de planejamento.

## A Formulação do Plano

Definida a finalidade do plano de perspectiva, cabe explicitar as diretrizes que orientarão a sua formulação, a saber:

A — Reconhecimento da necessidade de participação, em sua formulação, não apenas dos órgãos do poder público federal (in-

cluindo autarquias e sociedades de economia mista) como entidades dos outros níveis de governo, quando couber, e notadamente do setor privado (representado, antes de tudo, pelo CONSPLAN): sobre permitir utilizar a experiência prática e os conhecimentos técnicos de tais órgãos, essa participação acentuará as características nacionais e democráticas do plano:

**B** — Reconhecimento da importância da coordenação, no sentido setorial e no sentido regional, de modo a assegurar a consistência e organicidade do plano;

**C** — Preocupação não apenas com o nível técnico do trabalho, mas também com a sua operacionalidade: o que se objetiva é um programa de ação governamental e não um exercício acadêmico.

Tendo em vista esses três aspectos, as experiências válidas de planejamento, seja no Brasil como em outras nações democráticas, recomendam a instituição de um mecanismo de formulação do plano nas bases que passamos a sugerir:

**A** — Um órgão de coordenação dos planos parciais, sejam os de caráter setorial, sejam os de caráter regional, ao qual seria, ainda, cometida a tarefa do plano global; dada a organização do sistema brasileiro de planejamento, aquele órgão é o Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada (EPEA), que já coordenou a preparação da versão definitiva do Programa de Ação.

**B** — Grupos de coordenação, setoriais e regionais, que permitam o contato permanente, em bases técnicas, daquele mesmo órgão com os demais Ministérios e organismos federais, assim como com as demais entidades, particularmente do setor privado.

Por outro lado, tendo em vista principalmente a aquisição de técnicas modernas de análise e planejamento, notadamente com relação a certos setores da infra-estrutura (transportes, energia elétrica) e ao desenvolvimento social (educação, saúde, habitação), vêm-se promovendo convênios com entidades internacionais, sejam órgãos das Nações Unidas (como a CEPAL e o CELADE), seja o Banco Mundial, a Organização Mundial de Saúde, a Organização dos Estados Americanos, a Aliança para o Progresso, univer-

sidades e instituições de pesquisas, etc., com o objetivo de realizar estudos especiais, a serem incorporados ao Plano de Perspectiva. Tal iniciativa, além de complementar numericamente o corpo de técnicos nacionais, permitirá a sua valorização, pela oportunidade de absorção de métodos de pesquisa e programação ainda insuficientemente conhecidos, no País.

### Os Estágios de Preparação

A preparação do Plano Decenal, através do mecanismo já descrito, deverá desdobrar-se nos seguintes estágios principais: (\*)

- I — COLETA DE INFORMAÇÕES ESTATÍSTICAS BÁSICAS E ELABORAÇÃO DOS ESTUDOS DE DIAGNÓSTICOS;
- II — FORMULAÇÃO DO MODELO GLOBAL;
- III — PREPARAÇÃO DOS PLANOS E PROJETOS PARCIAIS (REGIONAIS E SETORIAIS);
- IV — COORDENAÇÃO E REVISÃO DOS ESTUDOS PARCIAIS. INTEGRAÇÃO DO PLANO;
- V — DEFINIÇÃO DE POLÍTICAS. INDICAÇÃO DAS MODIFICAÇÕES INSTITUCIONAIS NECESSARIAS.

Os diagnósticos correspondem a uma apreciação analítica, qualitativa e, particularmente, quantitativa, da evolução dos diferentes setores e regiões e suas relações com o resto da economia, no pós-guerra, assim como um balanço da situação atual, seus aspectos favoráveis e seus problemas. As projeções preliminares, de caráter global, destinam-se a estabelecer o arcabouço e as definições básicas, que proporcionarão aos grupos setoriais e regionais os elementos essenciais para a preparação dos planos parciais. Proceder-se-á,

---

(\*) Para uma exposição detalhada, ver «A Estratégia da Formulação do Plano Decenal» — EPEA (mimeografado).

em seguida, à crítica e à integração de tais planos, de modo a testar sua consistência mútua e a compatibilidade com o esquema macroeconômico estabelecido como ponto de partida. Restará, finalmente, explicitar as diferentes políticas e demais instrumentos destinados à consecução dos objetivos do plano.

Tarefa das mais difíceis é o estabelecimento do cronograma de preparação do Plano Decenal. Não obstante a circunstância de normalmente serem necessários entre três a cinco anos para a preparação de planos de médio e longo prazos, nos países que já possuem um sistema regular de planejamento, afigura-se de grande interesse reduzir a um mínimo o prazo de elaboração, tendo em vista o término da vigência do PAEG. Nessa conformidade, todos os esforços serão orientados no sentido de poder-se transmitir ao novo governo, salvo imperativo de força maior, não apenas um mecanismo institucionalizado de planejamento e coordenação econômica, mas também os estudos de base para a estratégia de desenvolvimento consubstanciada no Plano de Perspectiva.

# O Plano Decenal e os Grupos de Coordenação

---

*Discurso do Presidente Castello Branco na Solenidade de Instalação dos Grupos de Coordenação (em 21-3-66)*

A instalação de Grupos de Coordenação do Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social sugere a oportunidade de, mais uma vez, definir os objetivos e as características do planejamento democrático, tal como se vem estabelecendo em nosso País.

O primeiro grande objetivo do planejamento e coordenação econômica, no Brasil, é aumentar o grau de eficácia e racionalidade da política econômica, em bases qualitativas e quantitativas. O segundo grande objetivo é dar às forças representativas do País a consciência dos objetivos nacionais a serem alcançados.

A despeito da universalidade da prática do planejamento, independente dos regimes políticos e do nível de desenvolvimento dos países que o praticam, e sem embargo de sua generalizada aceitação, no Brasil, nas mais diversas formas de atividades, a verdade é que a sua exata significação ainda não é geralmente compreendida.

Existem, de um lado, os que vêem no planejamento apenas as técnicas de projeções, e nelas acreditam deterministicamente. Confunde-se um dos instrumentos, e exatamente aquele de uso mais delicado, com o processo complexo de diagnóstico de situações,

estabelecimento de relações funcionais como base para a programação, escolha de instrumentos de ação, definição de políticas, etc.

Existem, de outro lado, os que descrevem da possibilidade do planejamento, notadamente a médio e longo prazo, invocando seja a fragilidade das previsões no tempo, seja a insuficiência da base estatística.

Existem, ainda, os que confundem planejamento com controle ou estatização, esquecidos de que a sua prática é perfeitamente compatível com a descentralização das decisões, na medida desejada, através de sistema de preços e da livre empresa.

Imperioso, pois, recordar a essência do planejamento, como processo institucionalizado de aperfeiçoamento da política de desenvolvimento, seja em relação à ação direta do poder público, seja em relação aos instrumentos de ação indireta sobre o setor privado. A verdade é que qualquer política econômica quantitativa — e felizmente já ultrapassamos o estágio dos programas não quantificados, omissos quanto à estimação dos resultados, vagos quanto à estimação dos custos e indefinidos com relação às prioridades —, uma política econômica quantitativa, como dizíamos, requer o estabelecimento de objetivos numéricos, principalmente com referência à produção nacional de bens e serviços, e, para alcançá-la, no tocante aos investimentos.

Requer, em seguida, a seleção de instrumentos a serem utilizados, de forma certa e em medida adequada, sob a forma de política monetária, fiscal, salarial, de balanço de pagamentos, etc., levando-se em conta o conhecimento das relações que definem a estrutura da economia.

Finalmente, é preciso assegurar a compatibilidade dos objetivos entre si, qualitativa e quantitativamente, assim como a compatibilidade entre os instrumentos, tendo em vista as metas programadas.

Tudo isso torna claro que, se existe propósito definido de escapar à frustração da política econômica meramente qualitativa, e que entre nós se havia transformado em política econômica na base de palpites, é preciso enfrentar os problemas e riscos ineren-

tes às quantificações, certamente muito menos desalentadores. Para minimizar tais riscos, o esforço de planejamento apresenta a vantagem adicional de conduzir a um trabalho, sistemático e permanente, de aprimorar o conhecimento da realidade econômica e social. Minimização de riscos que pode ser alcançada, também, através da conjugação dos planos de longo prazo, definidores de estratégia e formuladores das grandes linhas de ação, com planos de implementação, de caráter anual, através dos quais se procederá a um aprimoramento e revisão, quando necessário, das metas e instrumentos estabelecidos pelos primeiros.

O estabelecimento efetivo desse sistema de planejamento, a ser institucionalizado pela reforma administrativa, deverá assegurar à ação do poder público, na área econômica e social, aquela continuidade sem a qual o País permanecerá sujeito ao estrangulamento periódico representado pelas mudanças de governo. Continuidade essencial principalmente à execução de programas básicos, e que deve resultar do consenso geral no tocante aos objetivos nacionais de desenvolvimento com relativa estabilidade de preços, de redução dos desníveis setoriais e regionais, e de democratização de oportunidades.

Para o estabelecimento desse consenso da opinião pública em relação aos objetivos e aos principais instrumentos de ação é que o atual governo decidiu criar os Grupos de Coordenação, em nível técnico, que hoje tenho a satisfação de considerar instalados. Através deles, sem superposição com a atividade dos órgãos de planejamento setorial e regional já existentes ou a serem instituídos pela reforma administrativa, será possível assegurar a coerência entre as diferentes partes do plano e evitar a duplicação de esforços, com desperdício de recursos altamente escassos. Ao mesmo tempo em que se logrará a concepção de um plano integrado e orgânico, ficará estabelecido de forma sistemática o diálogo entre diferentes níveis do Governo e o setor privado, capaz de conferir ao plano de perspectiva expressão realmente nacional.

O trabalho preliminar de levantamento de estatísticas básicas e de preparação dos diagnósticos setoriais já se encontra bastante

avançado. Com relação ao aspecto estatístico, espinha dorsal de qualquer esforço sério de planejamento, foi possível levar a cabo um programa de emergência de atualização das contas nacionais e processamento, ainda não concluído, do Censo de 1960. Cabe, agora, cuidar da reformulação geral do sistema estatístico nacional, a ser estudada através de grupo de trabalho que estamos instituindo.

Nesta oportunidade, ao formular votos por um trabalho profícuo e patriótico dos Grupos de Coordenação, não me furtarei a sugerir certas prioridades de ação. É mister considerar em particular o novo estágio de industrialização brasileira, a ser caracterizado pela consolidação das indústrias de bens de capital e de bens de consumo durável; pela maior expansão das indústrias de matérias-primas e outros bens intermediários; e pela reorganização de certo número de indústrias tradicionais.

Importa examinar também a importância da contribuição que o setor agrícola pode levar à aceleração da taxa de crescimento, principalmente caso ali se opere a necessária transformação tecnológica. Por outro lado, cumpre atentar detidamente para o impacto que a educação e os demais setores de caráter social podem produzir sobre o desenvolvimento econômico nacional.

A consideração de todos esses aspectos dá a medida de vossa responsabilidade. A procura de instrumentos operacionais capazes de atender àquelas finalidades, condicionados pela capacidade de execução dos setores público e privado, entre nós, constituirá sem dúvida a função mais complexa dos Grupos de Coordenação, que vindes integrar. Povo e Governo confiam no vosso desempenho, do qual dependem não apenas a sorte do planejamento como a continuidade da ação governamental, empenhada em mostrar-se mais eficiente, para poder exigir mais eficiência dos demais setores, e em revelar uso mais inteligente do poder, pela capacidade de solução de problemas prioritários. Empenhada, enfim, em demonstrar decisão e equilíbrio, pela capacidade de conciliar os aspectos técnicos, sociais e políticos, em benefício do interesse público e do futuro da Revolução Brasileira.

## *Resumo do Pronunciamento do Ministro Roberto Campos*

O Governo dá início, agora, a uma segunda etapa de planejamento. Na fase inicial, havia que recorrer a um programa de ação de emergência, antes mesmo que estudos estivessem sedimentados, que houvesse sido treinado o necessário pessoal e se houvesse aperfeiçoado a máquina estatística. O primeiro esforço de planejamento, que vem até agora norteando a ação governamental, foi o Programa de Ação Econômica para o período de 1964/66. Sempre foi idéia do Governo, entretanto, plantar sementes de longo prazo e deixar formulado um arcabouço de ação com vistas à continuidade da vida do Estado e para facilitar a tarefa dos sucessores, que encontrarão, certamente, em todos os setores, diretrizes já bastante firmadas, estatisticamente amadurecidas, que constituem um precioso roteiro de ação.

A metodologia de planejamento adotada, a única que se poderia adotar em nossa estrutura econômica e social, não foi uma metodologia impositiva, foi uma metodologia coordenadora. O planejamento é executivo apenas no tocante às atividades governamentais, propriamente ditas, e é coordenador nos diversos níveis e órbitas da Administração. É, finalmente, indicativo, agindo por incentivos e desestímulos e pela construção de molduras, no tocante ao setor privado.

O que se aspira fazer no tempo que ainda resta ao atual Governo é formular um Plano Decenal. A expressão *plano* tem de ser interpretada algo modestamente, pois busca ser apenas uma estratégia de desenvolvimento, uma orientação geral de política econômica. Em alguns setores que exigem, por sua própria natureza, um longo período de maturação de empreendimentos, como energia, transportes ou indústria de aço, o Planejamento Decenal será, também, um planejamento executivo no sentido de que se baseará em projetos de execução. Na maioria dos outros setores, a programação de investimentos será complementada mediante revisões anuais, para que se transforme em planos operativos, ou de implementação.

A primeira fase do esforço consistia em efetuar um diagnóstico geral da economia, setor por setor, procurando buscar na expe-

riência do passado e na documentação estatística, aliás incompleta, existente, indicações que permitissem efetuar projeções e programas.

A primeira fase está cumprida, e os grupos de coordenação receberão a coleção de diagnósticos da economia, que são tentativas de identificação das falhas e da insuficiência de crescimento, explicação das origens destas falhas e ainda recomendações embrionárias sobre as medidas corretivas a tomar, setor por setor. Completada a fase do diagnóstico e distribuídos os diagnósticos aos grupos de coordenação, cabe a segunda parte da tarefa, que é realmente a cooperação dos vários órgãos executivos do Governo, dos diversos Ministérios, cada um em seu setor; dos órgãos regionais, no que toca a problemas susceptíveis de tratamento regional; e da iniciativa privada no que toca a toda a sua vasta gama de ação. Cumpre conquistar a colaboração de todos esses setores para lançá-los na programação. Essa programação será tanto mais realista quanto maior a colaboração e a cooperação íntima dos órgãos executivos de governo, dos órgãos regionais de cooperação e das entidades privadas, às quais, afinal, competirá a execução da maior parte dos objetivos e metas setoriais, porque, como já ficou dito, em toda a vasta área de atuação entregue à iniciativa privada, o planejamento não pode ser senão indicativo.

Para a vasta tarefa de todos os Grupos, foram convidados Ministérios, autarquias e órgãos especializados, organizações regionais e algumas associações de classe, quer do comércio, quer da indústria, quer da agricultura, quer dos diversos serviços. Haverá, assim, ampla oportunidade para aquilo que se convencionou chamar de diálogo com as classes interessadas da Administração Federal, da Estadual e da iniciativa privada, pois serão elas convocadas a participar. O Ministério do Planejamento preparará os documentos básicos e as sugestões e formulações gerais, cabendo aos Grupos analisar tais trabalhos e aduzir-lhes a contribuição que entendam necessária para que dêse esforço conjunto emergja um plano de perspectiva decenal, um programa de investimentos quinquenal e um programa operacional para o primeiro ano, dotados de realismo e nascido da comunicação entre o Governo e os setores interessados.

**Diagnóstico Preliminar da  
Situação Monetária, Creditícia  
e do Mercado de Capitais**



## Prefácio

---

*Benjamin Disraeli, o famoso primeiro ministro da Rainha Vitória, observou certa feita que existem duas coisas que levam os homens à loucura: amar e pensar em dinheiro. Talvez uma observação mais acurada houvesse revelado que as duas causas são: muito amor e muito dinheiro. A presente análise é devotada à questão de muito dinheiro. Os autores estão inclinados a acreditar que os perigos de muito dinheiro são provavelmente mais associados com o pouco que se pensa sobre o assunto do que com o muito.*

*As páginas que se seguem resultaram do pensamento sobre o dinheiro na economia brasileira do pós-guerra, mas o assunto requer pesquisa adicional. O sugestivo período iniciado em março de 1964 é raramente incluído, em parte porque a informação estatística é tanto mais difícil de ser obtida quanto mais próximo o período, e em parte porque a objetividade e a perspectiva são menos facilmente alcançadas. Outra significativa limitação (auto-imposta) do presente estudo foi a direção da análise para os fatores imediatos, a maioria dos quais grandes agregados.*

*Um estudo posterior e mais completo, espera-se, incluirá a história monetária e financeira até o presente e irá além dos aspectos monetários e fiscais para abranger os chamados fatores «reais». Obviamente, isto não pode ser feito de forma exaustiva sem se tentar escrever uma completa história econômica do Brasil na época do pós-guerra, o que vai além de nossa intenção e capa-*

*cidade. Contudo, gostaríamos de saber não somente, por exemplo, que houve uma mudança dos investimentos do setor privado para o público, mas também o grau em que a inflação se intensificou, em decorrência da concentração dos investimentos governamentais em certas áreas, causando verdadeiros pontos de estrangulamento. Gostaríamos de saber não somente que a espiral salário-preço-salário evoluiu menos violentamente antes de 1960 que depois, mas estaríamos dispostos a explicar analítica e quantitativamente porque isto aconteceu. É bem claro que o influxo do capital estrangeiro declinou nos últimos estágios da inflação; o que, especificamente, poderia explicar este fenômeno? Outro campo de investigação auspicioso e realmente necessário é o das distorções provocadas pela inflação. Quais os efeitos produzidos sobre os investimentos nas áreas de inventários, construções residenciais, alimentação e produção agrícola, serviços, etc.? Resultaram da inflação distorções setoriais significativas? Tornaram-se mais sérias estas distorções com o correr do tempo ou as forças do mercado tenderam a amenizá-las?*

*Estas e outras questões ficam para ser investigadas em um futuro estudo da inflação no Brasil.*

# Introdução

---

Adiantamos aqui algumas das conclusões a que chegamos sobre a situação monetária, creditícia e do mercado de capitais no Brasil no período de pós-guerra até o advento do Governo Revolucionário em março de 1964. Os capítulos que se seguem dão conteúdo e melhor esclarecem as afirmações contidas neste simples resumo introdutório.

Dá-se, freqüentemente, grande ênfase ao fato de o Brasil, durante os últimos vinte anos, ter vivido uma época de inflação e desenvolvimento econômico. Este fato incontestável nos parece, entretanto, menos interessante do que o problema de saber se a inflação foi um estímulo ou um empecilho ao crescimento econômico. A fim de responder a essa questão, cuja importância é vital à formulação, tanto imediata quanto futura, dos planos e estratégias de desenvolvimento, é necessário compreender as condições que controlam a criação da moeda e do crédito e — mais importante ainda — a oferta e utilização do capital, que é, sob vários aspectos, a força básica do processo de desenvolvimento.

Consideremos inicialmente os fatos básicos da história da inflação no período de pós-guerra, começando pelo comportamento dos preços. Podemos referir-nos aos preços por atacado ou ao custo de vida na Guanabara ou em São Paulo, sem uma diferença significativa. Durante um curto período (1948/1950), um conjunto favorável de forças manteve a subida dos preços em níveis que são

considerados muito modestos na América Latina. A partir de então o aumento dos preços ganhou força e, com o passar de 1961, entrou numa fase de inflação muito acelerada.

Como era de se esperar, o comportamento dos preços estava relacionado ao total dos meios de pagamento. Em sentido estritamente quantitativo, a moeda escritural foi mais importante para o processo inflacionário do que o papel-moeda, e cresceu de 2 para mais de 3 vezes a magnitude deste último. No entanto, a emissão de notas e, mais restritamente, a parcela não retida pelo público, isto é, aquela depositada nos bancos, formaram a base de toda a estrutura do crédito bancário. Conseqüentemente, existe uma razão evidente para associar a inflação à emissão de papel-moeda, a qual — como o aumento dos preços — prosseguiu a uma taxa crescentemente acelerada até o segundo trimestre de 1964. Num outro plano de causas, os *deficits* orçamentários, que não puderam ser cobertos pela venda de títulos do Governo, converteram-se em inflação ao serem financiados pela emissão de papel-moeda. Quanto às reservas compulsórias impostas aos bancos comerciais, pelas autoridades, não desempenharam seu papel tradicional dentro da política monetária. O fato de o Banco do Brasil, depositário de tais reservas, utilizá-las para empréstimos ao Governo, fez com que elas passassem a atuar de forma diversa, amplamente discutida no decorrer do trabalho.

Mesmo fora do controle direto das autoridades, as reservas monetárias do público constituíram uma questão que não pode ser subestimada. A velocidade de circulação da moeda, que varia inversamente ao valor real dos ativos monetários do público (papel-moeda mais moeda escritural), cresceu de 7 para 14 giros por ano no período 1953/1963, em termos de velocidade de transação. Enquanto isto, o total da moeda escritural cresceu 20 vezes. Portanto, pode-se concluir que o fato de a velocidade haver dobrado foi quantitativamente menos importante do que a emissão de notas. Mas o fato de todo cruzeiro emitido tornar-se duas vezes mais poderoso no aumento de preços não deve, de forma alguma, ser esquecido, nem a característica de que, quanto mais a inflação progride, mais importante se torna o fator velocidade.

Finalmente, quando se apresenta um número pequeno de variáveis da inflação, alguma atenção deve ser devotada à espiral preços-salários. Não nos propomos agora a investigar se o aumento dos salários nominais ou dos preços foi a força mais importante. Mas se a espiral se desenvolve no meio de uma inflação ativa, uma coisa parece ser certa: que quanto mais rápida a revisão de salários e preços, maior velocidade é imprimida à inflação. Por outro lado, é preciso dizer, para estímulo dos que defendem uma política estabilizadora, que, se a criação dos meios de pagamento fôr continuamente desintensificada, a rápida revisão de salários e preços pode significar uma célere aproximação da estabilidade, se estas revisões não forem destinadas a alcançar um ganho líquido sobre a posição anterior de um agente ou setor econômico isoladamente.

Na grande maioria dos países, o controle da moeda e do mercado de capitais é de responsabilidade de um banco central, como o Banco da Inglaterra no Reino Unido, o Sistema de Reserva Federal nos Estados Unidos, etc. No Brasil, até março de 1965, não havia um banco central mas as suas funções eram distribuídas entre várias instituições. A emissão de papel-moeda — a mais vital das atividades monetárias, porque determina o volume das reservas e dos empréstimos bancários e, conseqüentemente, o volume do poder de compra na economia — na realidade não seguiu uma política monetária definida. Um método formal de garantir um controle monetário efetivo foi introduzido com a criação da SUMOC em 1945, fato que, sem dúvida, representou melhoria em comparação com a situação então prevalecente; mas os orçamentos federais e estaduais, em constante desequilíbrio, elaborados nos anos 50, mais do que contrabalançaram este ganho. O que faltava, então, ao Brasil?

Nos centros financeiros mais antigos do mundo, o controle monetário, destinado a corrigir as incertezas e perspectivas que provocam variações indesejáveis nos níveis de liquidez da comunidade, é exercido por três canais: variações na taxa de redesconto, variações das reservas compulsórias junto aos bancos centrais e operações de «mercado aberto». Quando a autoridade monetária usa o primeiro método para o combate à inflação, fá-lo através do aumento das taxas de juros cobradas aos bancos co-

merciais por seus empréstimos do banco central. Assim, os bancos são forçados a limitar seus empréstimos aos clientes, e esta restrição diminui os gastos excessivos por parte do público. Quando a autoridade monetária se utiliza do segundo método, faz com que os bancos comerciais mantenham maiores recursos no banco central (no nosso caso, junto ao Banco do Brasil). Se os bancos necessitam manter 20% ao invés de 15%, por exemplo, como encaixe, do total dos depósitos à vista do público há uma queda de cerca de 1/3 na capacidade de emprestar do sistema bancário. Este efeito depende, é preciso ser lembrado, do fato de as reservas compulsórias não serem usadas de forma alguma, mas permanecerem inteiramente inativas. Caso contrário, os fundos serão novamente carregados para circulação e a tentativa de redução dos gastos é perdida. Um terceiro método, a operação de «mercado aberto», é destinado a diminuir a despesa global: consiste na venda ao público e aos bancos comerciais de títulos do Governo. Quando esta venda ocorre, o montante pago pelos títulos é transferido do público ou dos bancos para as mãos da Autoridade Monetária. Se a Autoridade realmente deseja combater a inflação, mantém ociosos os fundos angariados.

Vejam os estes instrumentos usuais de política monetária funcionaram no Brasil. Devido à inflação e às incertezas políticas, o Banco do Brasil e os bancos comerciais constituíam, até bem pouco tempo, o único mercado para os títulos do Governo; foram assim, praticamente inexistentes as operações de *open-market*. Da mesma maneira, a taxa de redesconto, o tradicional *bank-rate* do Banco da Inglaterra, tornou-se inoperante no momento em que a taxa de inflação atingiu os 12%, máximo permitido pela lei da usura. Surgiram inúmeros artificios que visavam a contornar essa lei, mas as taxas de juros ainda sofriam pouca influência das taxas de redesconto para conseguirem limitar a demanda. Na verdade, apenas o racionamento arbitrário dos privilégios decorrentes dos descontos e o acréscimo de restrições diretas a empréstimos estabeleceram alguns limites à criação de crédito.

Alguns países, em circunstâncias semelhantes, confiaram bastante no controle monetário através de reservas bancárias. Poder-se-ia presumir que tal solução revelasse ser sobremaneira eficiente

no Brasil, já que as autoridades monetárias possuem amplos poderes sobre as exigências de reserva para os bancos comerciais. Na realidade, entretanto, o repositório de tais reservas compulsórias — o Banco do Brasil — vinha-se comportando ao mesmo tempo como banco central e banco comercial, reemprestando as reservas e, assim, perpetuando a inflação. Os empreendimentos governamentais gozavam da sua preferência e a baixa ou nula taxa de juros constituía um subsídio muito frágilmente disfarçado. O fluxo de capital para empresas particulares sofreu redução correspondente ao desvio de fundos para o setor governamental.

De que maneira a inflação afetou a política de crédito dos bancos comerciais? Muito embora fôsse a taxa máxima legal de juros amplamente burlada, continuava ela agindo no sentido de manter as taxas reais abaixo de um nível que compensasse a perda sofrida pelo valor aquisitivo da moeda. Conseqüentemente, os bancos voltaram-se para os financiamentos a curto prazo, nos quais tal perda poderia ser minimizada. Desenvolveu-se, paralelamente, o flagrante declínio dos depósitos a prazo. As atividades bancárias sofreram uma redução em sua captação de capital e houve uma expansão no âmbito e diversidade dos serviços que ofereciam, devido, em parte, à concorrência de entidades intermediárias não-bancárias que afluíram para o sistema. Os bancos aumentaram grandemente o número de suas agências, ao mesmo tempo em que se reduzia o número de entidades bancárias independentes. Sob a inflação, a moeda acumulava-se em proporções muito maiores no Banco do Brasil do que nos bancos comerciais.

Voltando nossa atenção, mais uma vez, para o mercado de capitais, constatamos que o Brasil ocupa uma posição intermediária em comparação com outros países, no que tange à sua taxa de formação de capital. Entretanto, o mero fato de haver o Brasil durante a inflação, conservado uma taxa relativamente boa de formação de capital, não vem comprovar coisa alguma. Tanto as considerações *a priori*, quanto os fatos concretos demonstram os efeitos adversos da inflação sobre a poupança e o investimento, especialmente em se tratando de considerações com prazos mais longos. Assim, muito embora o Produto Interno Bruto continuasse a se elevar, o crescimento econômico do Brasil estava se compro-

metendo pela falta de apoio dos recursos internos, outrora conseguidos.

Em consequência da inflação — aliada a uma taxa legal máxima de juros — passaram a prevalecer taxas reais negativas no mercado de capitais e empréstimos bancários. Em termos reais, houve um declínio nas emissões de ações: as empresas preferiram colher lucros mais facilmente mantendo dívidas bancárias. Extinguiu-se virtualmente o mercado de crédito a longo prazo e a indústria da construção civil, sob o duplo impacto da falta de capital e das consequências arrasadoras da Lei do Inquilinato, arrastava-se sem poder acompanhar o ritmo de crescimento das populações urbanas. Idêntico processo de destruição fez-se sentir nas diferentes engrenagens dos serviços públicos, tais como transportes urbanos, luz e gás, estradas de ferro, navegação costeira, etc. Os subsídios federais, estaduais e municipais fracassaram em sua tentativa de compensar a inflação e os ajustes tardios das taxas dos serviços. Deterioraram-se os bens de capital daquelas indústrias, e os subsídios governamentais, tornados necessários por tal situação, vieram colaborar para o aumento do volume dos *deficits* governamentais e da emissão inflacionária de moeda.

Os aumentos compulsórios das reservas dos bancos comerciais, como foi apontado e cujo objetivo evidente era bloquear a expansão de crédito, revelaram-se de êxito limitado, como será exposto. A iniciativa particular foi perdendo, de forma crescente, a parcela que lhe cabia nos novos fundos criados. A poupança voluntária, como parcela que é do PIB, declinou, nos anos 1958-1960, um sexto da média dos cinco anos do período de 1952-1957. Após 1962 e até o advento do atual Governo, a oferta de capital estrangeiro também declinou.

Praticamente todos os indicadores econômicos do Brasil vêm confirmar as previsões *a priori* de que a inflação tende a agir em círculos viciosos e a se intensificar. A velocidade-renda da moeda, é verdade, não evoluiu tanto quanto poderia ter sido esperado. Entretanto, mesmo esta variável aumentou em 50% durante os dezesseis anos do período 1947-1963. A inflação tornou-se galopante durante os anos de 1962, 1963 e início de 1964, para o que contou com ajustes salariais cada vez mais freqüentes. Apesar dos

constantemente aumentos, os depósitos compulsórios para os bancos comerciais fracassaram, como anteriormente, em seu esforço para deter a inflação.

A relação entre a drástica diminuição dos investimentos particulares estrangeiros e a acelerada inflação não é uma relação simples e direta, desde que os investimentos feitos e os rendimentos recebidos são geralmente em moedas estrangeiras. É provável que a fase extrema da inflação haja colaborado indiretamente para agravar as apreensões nutridas pelos estrangeiros quanto ao futuro da situação econômica e política do Brasil, corroborando para o estrangulamento quase total do influxo de capital ao País.

Nosso terceiro campo de investigações pertence às instituições específicas do mercado de capitais. Esse mercado existe, basicamente, porque apenas em pequena escala aqueles que poupam são os mesmos que investem. Surgem intermediários especializados devido às diferenças básicas nas condições de demanda das várias facções do mercado, devido às decisões tomadas, visando à adaptação a tais condições e devido às contrastantes modalidades de concorrência. Também exercem certa influência elementos como economias de escala e intervenção governamental. Entretanto, a inflação no Brasil tem sido fator preponderante a influenciar todo o mercado de capitais.

Produto da inflação associada à lei da usura foi o virtual desaparecimento dos empréstimos bancários a médio e longo prazo e o aparecimento das sociedades de crédito, financiamento e investimento, particularmente no mercado a prazo médio. Surgidas há cerca de duas décadas, principalmente com o fim de suprir crédito para bens de capital e de consumo duráveis, tais sociedades se multiplicaram rapidamente e estenderam suas operações, indo abranger até ramos diversos da intenção de sua criação. Isto ocorreu até novembro de 1959, ocasião em que o Ministro da Fazenda baixou portaria (309), que fixou o campo legal para as operações das sociedades de investimento e financiamento. Tem sido reduzido o número dessas sociedades que operam em investimentos, no sentido restrito do termo; na maior parte operam principalmente no ramo de financiamento, apesar de autorizadas para realizar operações de investimento. São dois os artifícios legais de que lançam

mão as sociedades: os *Fundos de Participação*, que contornam de maneira legal a lei da usura, transformando os juros em lucros da companhia, e as *Letras de Câmbio*, hoje em dia a prática mais corrente, através das quais a sociedade desconta títulos de firmas que efetuam vendas a crédito de bens de consumo e de produção e obtêm os fundos necessários a esses empréstimos, vendendo seus próprios debêntures — as letras de câmbio — na Bolsa de Valores. O preço de venda assume um valor significativamente inferior ao valor nominal da letra, a fim de permitir ao comprador retirar daí o deságio (juro) que pode chegar a ser muitas vezes superior ao valor do máximo permitido pela lei da usura, mas raramente tem resultado em rendimento positivo após deduzida a desvalorização da letra pela inflação.

Uma característica marcante do mercado de capitais a médio prazo no Brasil tem sido a discrepância existente entre as taxas dos juros recebidos pelos mutuantes e as pagas pelos mutuários. Ao tentarmos fixar a responsabilidade por tal diferença — a qual não raro alcança uma margem de 100% na direção ascendente — não nos parece que ela possa ser atribuída ao lado da procura. Na verdade, justificar-se-iam taxas até mais altas, a fim de compensar a inflação e reduzir a procura especulativa de capitais. A distorção pode melhor ser imputada ao lado da oferta, onde os que poupam perceberam, de um modo geral, taxas de juros negativas durante grande parte do período inflacionário. Não é fácil explicar a boa vontade dessas pessoas, que fazem poupança, em fornecer capital sob tais condições. Pode, em parte, ser consequência da falta de conhecimento mais técnico; contudo, a letra de câmbio pode representar a escolha de um mal menor; se seu rendimento é pequeno ou mesmo nulo, pelo menos evita uma grande parte ou a maior parte da desvalorização causada pela inflação. De qualquer maneira, dificilmente poderá atrair o investidor mais sofisticado.

No contexto da presente argumentação sobre o mercado de capitais a médio prazo, será útil considerar o chamado «mercado paralelo» por sua contribuição à nossa melhor compreensão. A princípio, as sociedades emitiam letras de câmbio que eram negociadas diretamente nas bolsas de valores, sem a presença de intermediários. Em tais condições, as taxas de juros contidas nessas

transações poderiam ser consideradas aproximações de uma taxa livre de equilíbrio. Em 1963, entretanto, foi proibida por lei a venda de letras diretamente ao público e estabelecida a obrigatoriedade de serem elas emitidas como coobrigações de intermediário financeiro autorizado.

Tal proibição fez crescer um «mercado paralelo», ilegal, de letras de câmbio, não negociadas por intermediários financeiros. As taxas de juros das letras de câmbio assim negociadas tiveram uma tendência para oscilar ao redor da taxa cobrada aos tomadores de empréstimos no sistema de companhias financeiras. É evidente que a ilegalidade do mercado vinculava um âgio de risco às taxas do mercado paralelo. Apesar disso, sua tendência era para taxas de equilíbrio, ou taxas verdadeiras, aproximando o custo da obtenção do capital da remuneração dos que fazem a poupança. Outro esclarecimento igualmente importante, fornecido pelo mercado paralelo, foi a demonstração de uma elasticidade extremamente alta da oferta de fundos em relação aos juros, cujo valor provável ronda a casa dos 10.

Ao concluirmos a análise das letras de câmbio, como uma parte do mercado de capitais, devemos atentar para o importante fato da origem da grande margem de diferença entre os que emprestam e os que tomam emprestado, chegando freqüentemente aos 100% na direção ascendente. Um elemento que pesa muito é o número de intermediários, que inclui os responsáveis pela aceitação, os incumbidos da distribuição das ações ao público e os que fazem o registro dos títulos. Outro fator de grande importância na diferença entre as taxas são os impostos. Nossos cálculos demonstram que, na tabela protótipo, 58,3% da disparidade em meados de 1965 eram referentes à parcela paga aos intermediários, e 41,7% aos impostos. Esteja ou não em vigor a tabela utilizada, é evidente que uma redução nas diferenças entre o retorno de capital dos que poupam e dos que investem é importante elemento para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Conciliando o espírito da nova lei, que extingue o anonimato dos tomadores das letras de câmbio, com o não uso do deságio, que exerce influência negativa em períodos desinflacionários, sugerimos, em forma preliminar, uma nova modalidade de transacioná-las.

As letras de câmbio seriam vendidas pelo seu valor nominal, com reajuste na época do resgate, vencendo juros sobre os valores reajustados. Incidiria o imposto na parte real de renda (juros) e ficaria isenta de tributação a parcela referente a simples correção monetária. Ter-se-ia assim eliminada a maioria das distorções do sistema.

Uma análise das bolsas de valores no Brasil revelou ser este meio de captação de poupanças do setor privado pouco desenvolvido, em comparação com outros países. Após um período longo de oscilações, ao redor de um nível baixo de negócios, os pregões de São Paulo e Rio de Janeiro, responsáveis por cerca de 90% do movimento bolsístico nacional, iniciaram, em 1959, um ciclo de expansão; o primeiro, transacionando principalmente letras das sociedades de crédito e títulos do Governo e o último concentrando-se nos negócios de ações.

Contudo, ao longo dos anos, o volume transacionado nas bolsas, considerado de uma maneira geral, cresceu menos do que seria de desejar: de 1,0% do Produto Interno Bruto, em 1947, passou a representar 1,9%, em 1964. Do crescimento havido, é difícil separar-se o que representou verdadeira formação de capital daquilo que tenha sido simples transferência de propriedade de papéis.

No caso das ações, os negócios tenderam a se realizar em torno de umas poucas *blue-chips* e as emissões de novas ações não chegaram a representar 0,5% do PIB. Apesar da evidente, em alguns casos, preferência do público por ativos que pudessem conservar seu valor real durante o período inflacionário, observou-se que as ações, embora apresentando esta qualidade, não exerceram grande atração sobre os investidores, que preferiram aplicar suas reservas na aquisição de glebas rurais, imóveis urbanos e na acumulação de estoques. As razões mais evidentes para o desinteresse pelas ações, como forma de patrimônio, são encontradas na organização do mercado brasileiro que apresenta dois grandes desestímulos: acesso difícil às informações da vida das empresas e excessivas flutuações nas cotações da bolsa.

Quanto aos títulos não patrimoniais, embora realmente não se possa separar o que seria nova acumulação de poupança do que

fôsse simples reaplicação de verbas oriundas do resgate de títulos anteriores, em vista dos montantes negociados a cada ano, fica evidente que êste tipo de inversão atraiu um maior volume de recursos, especialmente no último quinquênio. Fica patente que houve um aumento líquido destes recursos em termos reais e, portanto, que o setor foi beneficiado através dos anos.

Ainda uma vez mais verificamos que a inflação exerceu os efeitos maléficos que lhe são característicos, quando estendemos a nossa análise às Companhias de Seguros e Capitalização. A deterioração das receitas, das reservas, das inversões e dos lucros das companhias tem uma origem principal no processo desequilibrado de crescimento do nível geral dos preços. A elevação do custo de vida estreitava cada vez mais o excedente orçamentário do consumidor. Desaparecia, assim, um número cada vez maior de poupadores reais ou potenciais. Esta inaptidão do público, em constituir um pecúlio sôbre o qual pudesse sacar em futuro mais ou menos distante, refletiu-se, de maneira flagrante, nos negócios financeiros em geral, assim como nos seguros de vida e capitalização.

O crescimento do parque industrial brasileiro, do comércio, do sistema de transportes, etc. deveria oferecer um mercado cada vez maior às Companhias de Seguros. Mas, nem mesmo a taxa de formação de capital fixo da economia foi acompanhada pela taxa de crescimento do volume de prêmios de seguros. A inflação impediu qualquer aplicação de recursos, que não fôsse orientada no sentido da maior taxa de rendimento possível. Os agentes econômicos, acostumados ao «raciocínio do curto prazo», assumiram cada vez maior parcela do risco envolvido em suas atividades. As promessas de altas taxas de rendimento eram seguidas por elevados índices de insolvência e bancarrota. Do mesmo modo, caía a percentagem do total dos bens segurados. No tocante aos seguros de longo prazo e à capitalização, a desvalorização da moeda anulou quaisquer vantagens que pudessem oferecer. A contrapartida em moeda passou a ser algo de que todo credor tentava se esquivar. A taxa de juros efetiva, que tendeu a elevar-se conforme a inflação, em algumas áreas financeiras, não pôde ser aplicada pelas Companhias Seguradoras e de Capitalização.

As dificuldades na obtenção de novos contratos cresceram. Paralelamente, elevavam-se os custos operacionais através dos salários, dos impostos e dos gastos administrativos. Os lucros, espremidos pelos dois lados do orçamento, definhavam pouco a pouco. Os rendimentos de aplicações subsidiárias tornavam-se importantes e, a partir de certo momento, os únicos meios para a formação dos lucros empresariais. A ilusão monetária e o descuido da política de distribuição de lucros exauriram pouco a pouco o capital social. A descapitalização tornou-se patente e o esforço desenvolvido, no sentido da melhor orientação possível das inversões, não pôde conter a tendência geral.

Apresentamos, em versão preliminar, a análise da situação econômica dos Institutos de Previdência Social. Procuramos apontar e explicitar as causas básicas dos desequilíbrios ocorridos, face à pressão inflacionária crescente a que esteve submetida a economia. Notamos que, a despeito do desenvolvimento da economia brasileira e da evolução da mão-de-obra ativa, as receitas reais dos Institutos de Previdência cresceram em ritmo muito inferior ao de suas despesas.

A espiral preços-salários exerceu dois efeitos principais e contrários entre si. De um lado, sendo a contribuição previdenciária (parcelas pagas pelos empregadores, operários, servidores públicos, profissionais autônomos, etc.) proporcional aos salários nominais, os contínuos e cada vez mais freqüentes reajustamentos salariais, a par do crescimento do nível de emprêgo da economia, aumentavam o volume de receitas dos Institutos de Previdência Social. De outro lado, porém, êstes mesmos reajustamentos salariais colaboravam no processo de crescimento do nível geral dos preços, e daí nos aumentos de custos dos serviços assistenciais e administrativos daqueles organismos. Acresce que as baixas taxas de juros de mora e multas cobradas pelos Institutos, por contribuições não recolhidas dentro do prazo regulamentar, constituíam verdadeiros incentivos ao atraso nos pagamentos pelos empregadores. Êstes, tendo em vista suas necessidades de capital de giro, bem como as taxas de juros mais elevadas, efetivamente cobradas pelos bancos e outras instituições financeiras, não hesitaram em forçar o financiamento através daquela forma de «empréstimo».

Finalizando, constatamos uma deturpada política de inversões, que pouco se preocupava com a constituição dos fundos para manutenção das despesas de aposentadorias e pensões. A elevada participação das obras de caráter puramente social e de rentabilidade irrisória determinou o aparecimento de *deficits* nas operações inversionistas



# 1. Evidências da Inflação

---

Quem quer que tenha conhecimento mínimo da economia brasileira sabe que a inflação no País é um fenômeno antigo. Mesmo considerando-se o significado tendencioso do índice do custo de vida, quando abrange um período de quase um século e meio, parece evidente que a inflação tem sido praticamente endêmica. Ao longo de 83 anos, de 1829 a 1912, o custo de vida baseado em uma «combinação de bens» composta de 18 itens essenciais, cresceu em média 5,5% ao ano; de 1912 a 1939, esta média cresceu para 14% ao ano (1). Durante os anos da guerra, na década dos 40, as taxas anuais da inflação também permaneceram neste nível, basicamente sob o impacto de uma balança comercial extremamente favorável.

O pós-guerra, com o qual se preocupa a presente análise, foi iniciado por um período de 3 anos (1948/1950) com aumentos no custo de vida de 3,4%, 4,5% e 9,2%. Este comportamento raro foi devido à influência conjunta da utilização de reservas cambiais acumuladas para a importação, o declínio dos investimentos privados e a ausência de aumento no salário mínimo legal. Observando-se o Quadro I, entretanto, constata-se que as décadas seguintes presenciaram uma taxa substancial de inflação e que —

---

(1) Oliver Onody. *A Inflação Brasileira (1920-1958)*. Rio de Janeiro, 1960, p.p. 117-118.

## QUADRO 1

## CUSTO DE VIDA NA GUANABARA E PREÇOS POR ATACADO

Médias anuais (1947-1965)

Baz. 1953=100

| A N O S    | PREÇOS POR ATACADO |                    | CUSTO DE VIDA NA GB |                    |
|------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
|            | ÍNDICE             | VARIACÃO ANUAL (%) | ÍNDICE              | VARIACÃO ANUAL (%) |
| 1947 ..... | 48,7               | 6,3                | 56,4                | 21,8               |
| 1948 ..... | 53,2               | 9,2                | 58,3                | 3,4                |
| 1949 ..... | 58,0               | 9,0                | 60,9                | 4,5                |
| 1950 ..... | 65,8               | 13,4               | 66,6                | 9,2                |
| 1951 ..... | 78,8               | 19,8               | 74,6                | 12,0               |
| 1952 ..... | 86,9               | 10,3               | 82,4                | 17,3               |
| 1953 ..... | 100,0              | 15,1               | 100,0               | 14,4               |
| 1954 ..... | 130,3              | 30,3               | 122,4               | 22,4               |
| 1955 ..... | 147,4              | 13,1               | 150,7               | 23,1               |
| 1956 ..... | 175,7              | 19,2               | 182,2               | 20,9               |
| 1957 ..... | 197,6              | 12,5               | 211,9               | 16,3               |
| 1958 ..... | 221,8              | 12,2               | 242,9               | 14,6               |
| 1959 ..... | 305,5              | 37,7               | 338,0               | 39,1               |
| 1960 ..... | 399,8              | 30,9               | 437,4               | 29,4               |
| 1961 ..... | 552,1              | 38,1               | 582,9               | 33,3               |
| 1962 ..... | 846,0              | 53,2               | 884,0               | 51,7               |
| 1963 ..... | 1.468,0            | 73,8               | 1.507,0             | 70,5               |
| 1964 ..... | 2.873,0            | 91,6               | 2.889,0             | 91,7               |
| 1965 ..... | 4.242,0            | 50,7               | 4.787,0             | 66,6               |

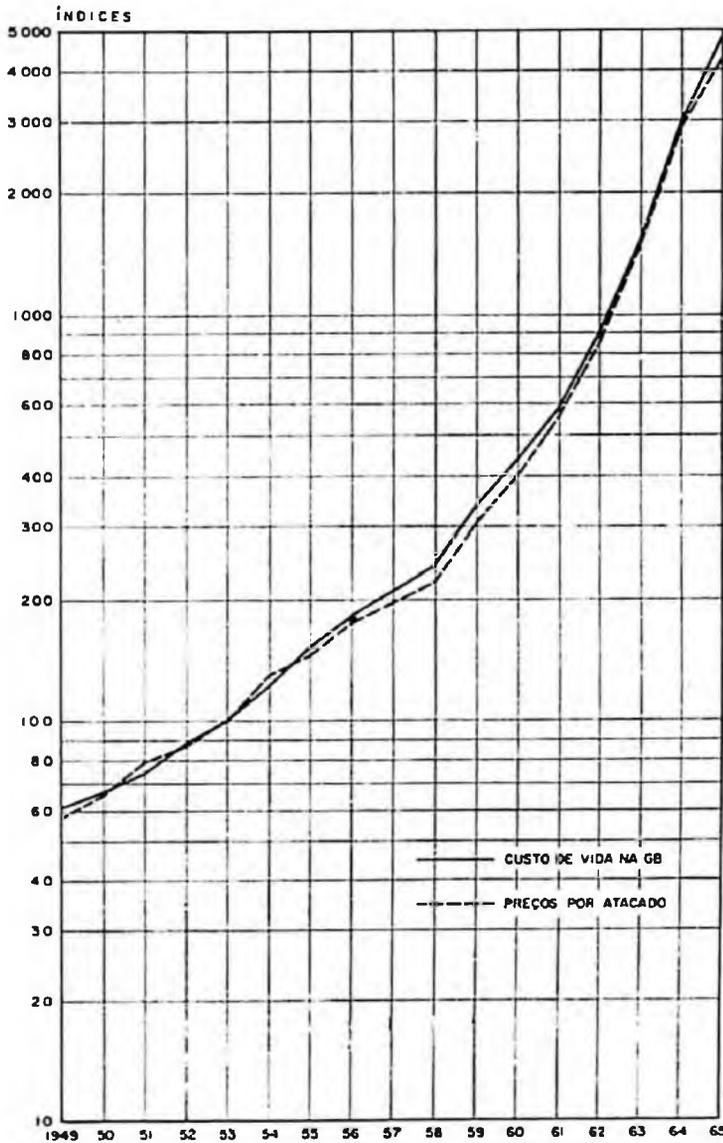
Fonte: Conjuntura Econômica

com poucas exceções — o aumento anual de preços tendeu a crescer mais aceleradamente. A partir de 1961, a inflação degenerou claramente num fenômeno totalmente incontrolável. Estas generalizações são evidenciadas num grau de fidelidade quase idêntico pelo custo de vida na Guanabara e pelo índice de preços no atacado (Gráfico I).

Gráfico I

CUSTO DE VIDA NA GB E PREÇOS POR ATACADO

MÉDIAS ANUAIS (1949/1965) — BASE: 1953 = 100



Não é necessário grande esforço de raciocínio para ver que a causa do aumento dos preços na história do Brasil no pós-guerra tem sido o aumento da quantidade dos meios de pagamento. O público faz compras ou com papel-moeda ou com cheques, que são meios de transferência da propriedade dos depósitos nos bancos (moeda escritural). O Quadro II mostra a evolução destas magnitudes, as quais constituíram o veículo monetário da combustão inflacionária do pós-guerra.

Veremos que a moeda escritural é a mais importante das duas em dois sentidos: primeiro, mesmo nos primeiros anos da tabela a moeda escritural representava quase o dobro da quantidade de papel-moeda; em segundo lugar, ela cresceu mais rapidamente. Nos últimos anos o montante de moeda escritural tornou-se 3,5 vezes maior do que o montante do papel-moeda. Esta proporção baseia-se, em grande parte, na crescente preferência do público pelo uso de cheques ao invés de papel-moeda. Assim, o simples montante da moeda escritural e seu maior crescimento justificariam a sua maior responsabilidade na inflação. Entretanto, existe uma razão de sentido mais criterioso, pela qual o papel-moeda foi mais importante. Posteriormente, será explicada a existência de uma estreita conexão causal entre papel-moeda e depósitos bancários. Em poucas palavras, do total de moeda emitido pelo Governo, o público decide conservar um certo montante para seu uso pessoal e comercial (Coluna 4 do Quadro II). O restante é depositado nos bancos e serve como base dos empréstimos e portanto do volume de moeda escritural. É por esta razão que o total de papel-moeda emitido, o índice deste total e o incremento anual (as três primeiras colunas do Quadro II) oferecem o elemento mais crítico do processo inflacionário.

Durante os primeiros anos constantes do Quadro II a emissão de papel-moeda foi contida por uma posição orçamentária do Governo e um balanço comercial favoráveis, e a ausência de aumentos do salário mínimo. Posteriormente, ao longo de toda a década dos 50, o incremento da emissão de papel-moeda jamais caiu abaixo de 11,3%. Muitas vezes chegou a 25% e 30% acima da cifra do ano precedente. A inflação dos anos 60 foi marcada por uma emissão de notas ascendente, ano a ano, passando de 33,3% em 1960, para

QUADRO II  
MEIOS DE PAGAMENTO  
Saldo de Fim de Ano (1947 — 1965)

Cr\$ Milhões

| A N O     | PAPEL MOEDA    |  |                          |                                   | MOEDA ESCRITURAL (B)             |                             |               | MEIOS DE PAGAMENTO (A+B) |                          |   |
|-----------|----------------|--|--------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------|--------------------------|--------------------------|---|
|           | EMITIDO<br>(1) | ÍNDICE DO PA-<br>PEL-MOEDA<br>EMITIDO<br>(2) | VARIAÇÃO<br>ANUAL<br>(3) | EM PODER DO<br>PÚBLICO (A)<br>(4) | AUTORIDADES<br>MONETÁRIAS<br>(5) | BANCOS<br>COMERCIAIS<br>(6) | TOTAL<br>(7)  | TOTAL<br>(8)             | VARIAÇÃO<br>ANUAL<br>(9) | ÍNDICE DOS<br>MEIOS DE<br>PAGAMENTO<br>(10) |
| 1947..... | 20.395         | 43,4   |                          | 16.872                            | 5.652                            | 23.997                      | 29.649        | 46.521                   | 10,7                     | 37,5  |
| 1948..... | 21.693         | 46,2   | 6,3                      | 17.716                            | 6.340                            | 25.976                      | 32.316        | 50.032                   | 16,3                     | 40,3  |
| 1949..... | 24.042         | 51,2   | 10,8                     | 19.349                            | 7.275                            | 31.603                      | 38.876        | 58.225                   | 16,3                     | 47,0  |
| 1950..... | 31.202         | 66,4   | 29,7                     | 25.116                            | 8.289                            | 44.917                      | 55.206        | 78.322                   | 34,5                     | 63,1  |
| 1951..... | 35.316         | 75,1   | 13,1                     | 28.429                            | 10.096                           | 52.224                      | 62.320        | 90.749                   | 15,8                     | 73,1  |
| 1952..... | 39.280         | 83,6   | 11,2                     | 31.533                            | 12.283                           | 60.336                      | 72.619        | 104.152                  | 14,7                     | 84,0  |
| 1953..... | 47.002         | 100,0  | 19,6                     | 37.868                            | 14.942                           | 71.259                      | 86.201        | 124.069                  | 19,1                     | 100,0                                       |
| 1954..... | 59.039         | 125,6  | 25,6                     | 48.957                            | 17.624                           | 84.895                      | 102.517       | 151.474                  | 22,0                     | 122,0                                       |
| 1955..... | 69.340         | 147,5  | 17,4                     | 57.099                            | 18.487                           | 102.336                     | 120.823       | 177.922                  | 17,4                     | 143,4                                       |
| 1956..... | 80.819         | 171,9  | 16,5                     | 67.458                            | 23.184                           | 126.641                     | 149.825       | 217.285                  | 22,1                     | 175,1                                       |
| 1957..... | 96.575         | 205,5  | 19,5                     | 81.277                            | 33.614                           | 176.047                     | 209.661       | 290.938                  | 33,8                     | 234,5                                       |
| 1958..... | 119.814        | 254,9  | 24,0                     | 99.731                            | 37.275                           | 216.132                     | 253.407       | 353.138                  | 21,3                     | 284,6                                       |
| 1959..... | 154.621        | 329,0  | 29,1                     | 127.025                           | 51.916                           | 321.631                     | 375.547       | 500.572                  | 41,7                     | 403,5                                       |
| 1960..... | 206.140        | 438,6  | 33,3                     | 169.354                           | 84.433                           | 438.245                     | 522.678       | 692.032                  | 38,2                     | 557,8                                       |
| 1961..... | 313.858        | 667,8  | 52,3                     | 255.774                           | 175.225                          | 610.845                     | 786.068       | 1.041.842                | 50,5                     | 839,7                                       |
| 1962..... | 508.780        | 1.082,6                                      | 62,1                     | 396.678                           | 267.878                          | 1.037.749                   | 1.305.627     | 1.702.305                | 63,4                     | 1.372,0                                     |
| 1963..... | 888.768        | 1.890,9                                      | 74,7                     | 683.825                           | 404.440                          | 1.705.918                   | 2.108.358     | 2.792.183                | 64,0                     | 2.250,5                                     |
| 1964..... | 1.483.765      | 3.156,8                                      | 67,0                     | 1.155.779                         | 965.316                          | 3.069.614                   | 4.034.930     | 5.190.709                | 86,0                     | 4.183,7                                     |
| 1965..... | 2.174.781      | 4.626,9                                      | 65,7                     | 1.755.900                         | 1.574.400                        | (*) 6.744.200               | (*) 7.318.600 | 9.074.584                | 75,0                     | 7.314,1                                     |

(\*) Estimativa

Fonte: — Banco Central

80,7%, em 1964. Nestes últimos períodos o crescimento dos meios de pagamento produziu um aumento mais do que proporcional nos preços em função da aceleração da velocidade de circulação da moeda. O assunto será considerado ainda neste capítulo.

Imediatamente atrás da emissão de papel-moeda encontra-se a posição orçamentária governamental, como já foi mencionado: o saldo orçamentário, positivo ou negativo, depende da relação entre receita e despesa. Examinando o Quadro III fica desde logo evidenciado que os *deficits* orçamentários e, portanto, a emissão de notas e a inflação devem ser explicados do lado da despesa e não da receita. Quanto às receitas, o Brasil está numa posição privilegiada por ter como fontes principais da receita federal dois impostos, o de consumo e o sobre a renda, cujos rendimentos aumentaram proporcionalmente e ocasionalmente ainda mais do que o aumento da renda monetária. Mesmo o imposto do selo, o terceiro mais importante dentre todos os impostos, não se atrasou demasiadamente; o imposto de importação, o quarto segundo a magnitude de rendimento, tendo sido transferido de uma base específica para uma base *ad-valorem*, em 1957, passou a acompanhar a inflação das rendas e preços. O resultado disto no agregado, conforme nos mostra o Quadro III, foi que as receitas mantiveram uma boa posição em relação ao PIB, e — exceto variações ascendentes e descendentes temporárias — apresentaram uma ligeira ascendência secular dos 8,6% em 1953 para 9,9% em 1965.

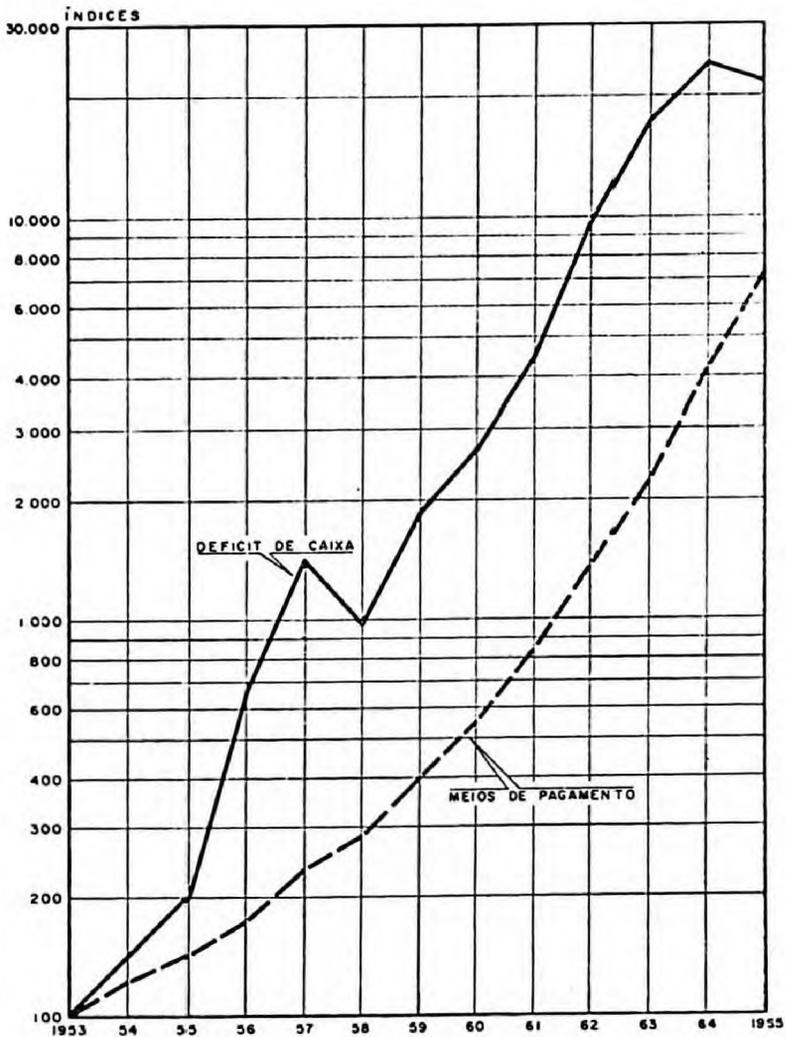
Mas as despesas do Governo foram outra história. Num simples biênio, por exemplo, quando foi iniciada a construção de Brasília, as despesas aumentaram de 100% em valor monetário e de 1/3 em relação ao Produto Interno Bruto. Em seguida, as despesas continuaram a subir, alcançando proporções enormes a partir de 1961. Como resultado, o *deficit* orçamentário elevou-se implacavelmente iniciando com modesta fração (0,7%) do Produto Interno Bruto em 1953 e crescendo para níveis intoleráveis (5,1% e 5,3%) (2) em 1962 e 1963. Com o advento do novo Governo em 1964, os *deficits* orçamentários foram drasticamente reduzidos (Gráfico II).

---

(2) Maiores explicações dos setores responsáveis pela emissão de papel-moeda são oferecidas no capítulo III.

Gráfico II

MEIOS DE PAGAMENTO E DEFICIT DE CAIXA DO TESOIRO  
SALDOS EM FIM DE ANO (1953/1965)



BR - Estat. de Def. 1965

QUADRO III  
RECEITA, DESPESA E DEFICIT DE CAIXA DA UNIÃO

Saldo em Fim de Ano (1953 — 1965)

Ce\$ Bilhões

| A N O S  | DESPESA<br>DE CAIXA | RECEITA | DEFICIT<br>DE CAIXA | ÍNDICE DO<br>DEFICIT DE<br>CAIXA<br>1953 = 100 | PRODUTO<br>INTERNO<br>BRUTO | DESPESA<br>EM RELAÇÃO<br>AO PIB (%) | RECEITA<br>EM RELAÇÃO<br>AO PIB (%) | DEFICIT<br>EM RELAÇÃO<br>AO PIB (%) |
|----------|---------------------|---------|---------------------|--|-----------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
|          | (1)                 | (2)     | (3)                 | (4)  | (5)                         | (6)                                 | (7)                                 | (8)                                 |
| 1953     | 39,0                | 37,0    | 2,9                 | 100,0  | 430,7                       | 9,2                                 | 8,6                                 | 0,7                                 |
| 1954     | 50,5                | 46,5    | 4,0                 | 138,0  | 558,2                       | 9,0                                 | 8,3                                 | 0,7                                 |
| 1955     | 61,4                | 55,7    | 5,7                 | 200,0  | 695,1                       | 8,8                                 | 8,0                                 | 0,8                                 |
| 1956     | 95,4                | 74,1    | 19,3                | 670,0  | 887,2                       | 10,5                                | 8,3                                 | 2,1                                 |
| 1957     | 126,7               | 85,8    | 40,9                | 1.410,3  | 1.059,8                     | 12,0                                | 8,1                                 | 3,8                                 |
| 1958     | 146,2               | 112,8   | 28,4                | 980,0  | 1.315,6                     | 11,1                                | 9,0                                 | 3,2                                 |
| 1959     | 211,5               | 157,8   | 53,7                | 1.851,7  | 1.806,0                     | 11,7                                | 8,7                                 | 3,0                                 |
| 1960     | 297,5               | 219,8   | 77,7                | 2.680,0  | 2.418,8                     | 12,3                                | 9,1                                 | 3,2                                 |
| 1961     | 447,9               | 317,5   | 130,4               | 4.500,0  | 3.468,6                     | 12,8                                | 9,1                                 | 3,7                                 |
| 1962     | 778,7               | 497,8   | 280,9               | 9.700,0  | 5.468,0                     | 14,2                                | 9,0                                 | 5,1                                 |
| 1963     | 1.435,5             | 930,8   | 504,7               | 17.403,4                                       | 9.511,2                     | 15,0                                | 9,7                                 | 5,3                                 |
| 1964     | 2.770,7             | 2.071,7 | 699,0               | 24.103,4                                       | 18.867,3                    | 14,7                                | 11,0                                | 3,7                                 |
| 1965 (*) | 3.728,3             | 3.140,4 | 587,9               | 20.272,4                                       | 31.860,0                    | 11,7                                | 9,9                                 | 1,8                                 |

(\*) Estimativa

Fonte: Ministério da Fazenda

Os economistas têm sempre acreditado que, como resultado inevitável da inflação, o aumento da velocidade de circulação da moeda é um efeito colateral que intensifica o processo de aumento dos meios de pagamento. Uma reação racional dos Agentes Econômicos à depreciação da moeda e dos haveres monetários seria realmente uma mudança para outros ativos. Esta reação poderia ser expressa tanto como (1) um aumento dos gastos monetários das pessoas e firmas, com relação às suas reservas em espécie num dado período, ou (2) como o número de vezes que a unidade monetária entra no mercado naquele período: a) em geral ou b) nas rendas pessoais. Nas discussões técnicas (1) é sabidamente a recíproca dos coeficientes de encaixe (designado  $1/k$ ); (2a) e (2b) são índices de velocidade, conhecidos por «velocidade-transação» e «velocidade-renda». Geralmente (1), (2a) e (2b) se movem na mesma direção; na maioria dos países (2a) é muitas vezes maior do que (2b).

O Quadro 4 mostra cifras relevantes para a velocidade de transação da moeda no Brasil. A coluna 6 evidencia que, em 1953, uma unidade de moeda escritural entrava no mercado cerca de sete vezes por ano para a compra de bens e serviços; no entanto, em 1963, este número havia dobrado (como mostram as colunas 6 e 7). Neste mesmo período (1953-1963) o montante de moeda escritural havia crescido cerca de 20 vezes (coluna 5). Portanto, pode-se concluir que a emissão de papel-moeda, sobre a qual a moeda escritural é baseada, teve um efeito 10 vezes maior no processo inflacionário do que a ação do público em gastar mais rapidamente o dinheiro, isto é, em reduzir suas reservas relativas de moeda. Algumas modificações institucionais, como a expansão do sistema bancário e do uso da moeda escritural e o aperfeiçoamento dos métodos de compensação de cheques tenderam a aumentar a velocidade de circulação da moeda.

Seria interessante lembrar que os 8 países da América Latina que experimentaram maior inflação de preços no período 1958-1964, variando entre 60% no Paraguai e quase 1.700% no Brasil, mantiveram um acentuado paralelo no aumento da quantidade de moeda, variando de 88% no Paraguai a 1.900% no Brasil. Nestes países, verificou-se também a maior parcela de toda a América

QUADRO IV  
MOEDA ESCRITURAL  
Velocidade de Circulação (1953 — 1965)

Base: 1953 = 100

| A<br>N<br>O | CHEQUES COMPENSADOS |          |               | MOEDA ESCRITURAL |               | VELOCIDADE<br>DE CIRCULAÇÃO<br>ANUAL | ÍNDICE DA<br>VELOCIDADE DE<br>CIRCULAÇÃO |
|-------------|---------------------|----------|---------------|------------------|---------------|--------------------------------------|--|
|             | Cr\$ 1.000.000.000  |          | ÍNDICE<br>(A) | VALOR            | ÍNDICE<br>(B) |                                      |  |
|             | TOTAL               | AJUSTADO |               |                  |               |                                      |  |
|             | (1)                 | (2)      | (3)           | (4)              | (5)           | (6)                                  | (7)                                      |
| 1953.....   | 47,1                | 46,4     | 100,0         | 77,5             | 100,0         | 7,18                                 | 100,0                                    |
| 1954.....   | 64,6                | 63,7     | 137,2         | 93,6             | 120,8         | 8,16                                 | 113,6                                    |
| 1955.....   | 78,1                | 79,9     | 165,7         | 109,9            | 141,8         | 8,72                                 | 116,9                                    |
| 1956.....   | 108,3               | 106,5    | 229,4         | 134,3            | 173,3         | 9,51                                 | 132,4                                    |
| 1957.....   | 136,6               | 134,6    | 289,9         | 168,6            | 217,6         | 9,58                                 | 133,2                                    |
| 1958.....   | 195,7               | 192,7    | 415,1         | 233,7            | 301,5         | 9,89                                 | 137,7                                    |
| 1959.....   | 276,7               | 271,7    | 585,2         | 297,7            | 383,3         | 10,95                                | 152,7                                    |
| 1960.....   | 405,1               | 402,6    | 867,2         | 423,6            | 546,5         | 11,40                                | 158,7                                    |
| 1961.....   | 624,5               | 615,1    | 1.325,0       | 609,9            | 786,9         | 12,10                                | 168,4                                    |
| 1962.....   | 1.040,0             | 1.024,4  | 2.206,7       | 950,3            | 1.221,7       | 12,91                                | 179,7                                    |
| 1963.....   | 1.861,7             | 1.792,2  | 3.860,6       | 1.484,2          | 1.914,8       | 14,49                                | 201,2                                    |
| 1964.....   | 3.920,6             | 3.860,2  | 8.315,4       | 2.762,7          | 3.649,2       | 16,76                                | 231,2                                    |
| 1965.....   | 6.708,4             | 6.611,0  | 14.240,9      | 5.326,5          | 6.869,8       | 14,89                                | 207,5                                    |

(2) Média diária calculada com base no número de dias do mês multiplicado por 30.

(4) Média aritmética simples ou valor global em fim de mês indicado e o valor em fim de mês anterior

(6) Segundo a fórmula  $\frac{(2) \times 12}{(4)}$

(7) Índice obtido segundo a fórmula:  $\frac{\text{Índice A} \times 100}{\text{Índice B}}$

Fonte: Banco Central.

Latina do aumento de moeda destinada a créditos do Governõ. O Brasil não foi diferente dos outros países com processo inflacionário adiantado, exceto no fato de ter apresentado a maior taxa de aumento nos preços e a maior percentagem do aumento total de moeda destinada aos créditos governamentais, que cresceram efetivamente 1.045% no período considerado (3).

Voltando ao problema da velocidade, é com certeza verdadeiro que as cifras da coluna 6 (Quadro IV) são menores do que se poderia esperar num período de inflação acentuada e com as tendências seculares observadas. Talvez a explicação seja que a história de quase século e meio de inflação no Brasil tenha feito o público acostumar-se ao fenômeno e o tenha ensinado a manter mínimas as suas reservas em moeda. No entanto, não será difícil nos impressionarmos na direção oposta: mesmo depois de mais de 100 anos de inflação a população foi capaz de cortar pela metade, em apenas 10 ou 12 anos, a relação do encaixe mantido ao total dispendido. A lição parece ter sido dupla: que os Ministros da Fazenda devem reconhecer uma força inflacionária oriunda da emissão adicional de moeda maior do que aquela da emissão em si mesma; em segundo lugar, que este impacto inflacionário adicional tende a crescer com a continuidade da inflação.

A velocidade-renda da moeda é mostrada no Quadro V. Ao longo de 19 anos, de 1947 a 1965, ela cresceu pouco menos do que 50% ou aproximadamente a metade do crescimento da velocidade de transação. Vários fatores podem ter influído neste sentido. Se os preços, presumivelmente os relacionados ao custo de vida, que constam nas «despesas», crescem menos do que o nível geral de preços que consta no índice da transação, a velocidade-renda se atrasa em relação à velocidade-transação. Se cresce o número de firmas isoladas envolvidas na transformação de bens da matéria-prima para o varejista ou consumidor, teremos o mesmo resultado. Finalmente se as transações não envolvidas diretamente na produção de bens crescem mais do que o fluxo de bens, haverá, outra vez, um maior crescimento na velocidade de

---

(3) Arnold C. Harberger — El problema de la Inflacion en America Latina — Consejo Interamericano Economico y Social — Union Pan Americana — Washigton, D.C. — USA. 24 de fevereiro de 1966.

transação do que na velocidade-renda da moeda. Isto acontecerá quando houver um grande aumento nas mercadorias comercializadas aos níveis intermediários ou dos atacadistas, ou na transação de imóveis, ações, títulos, ou ativos semelhantes. Até que ponto isto se aplica especificamente ao Brasil será uma questão para pesquisa laboriosa. Para uma sociedade afetada pela inflação e para uma sociedade em pleno desenvolvimento econômico, cada um desses quatro fatores poderá ser perfeitamente plausível.

Concluindo as considerações a respeito da velocidade da moeda no processo inflacionário, parece aconselhável repetir que a velocidade é um fenômeno monetário, e que duas formas de medi-lo podem ser compatíveis mesmo se elas não se movem igualmente. As velocidades de um automóvel poderiam ser idênticas mesmo se traçadas em milhas/hora, ou quarteirões/hora, ou relativamente a um homem andando numa bicicleta, as várias medidas mostrassem resultados diferentes ao longo do tempo. Talvez, no presente

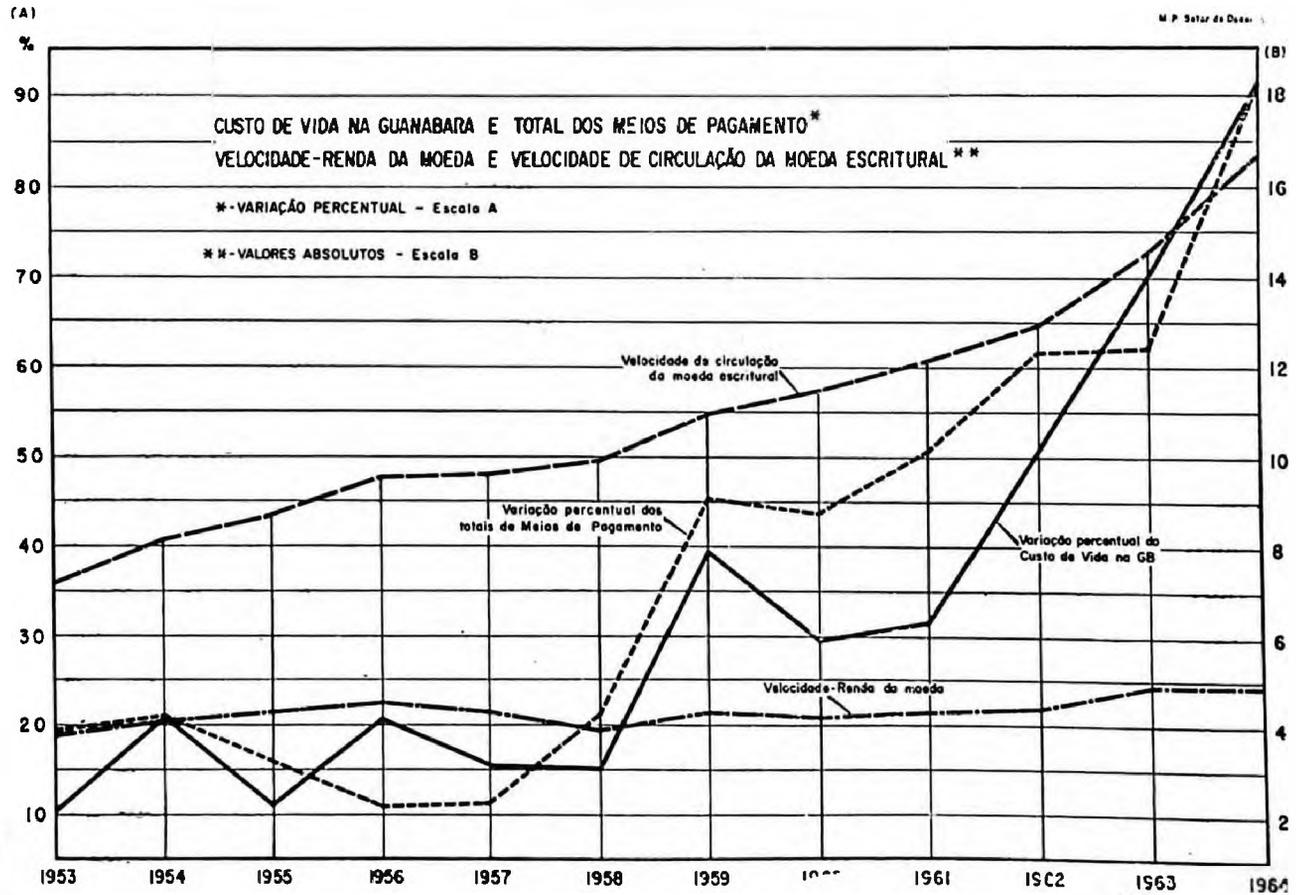
QUADRO V  
VELOCIDADE - RENDA DA MOEDA  
(1947 - 1968)

| A N O S | RECEITA INTERNA BRUTA A RESPEITO DO MERCADO (Cz\$ Bilhões) (A) | SALDOS NOS MEIOS DE PAGAMENTO (MÉDIA DIÁRIA) (Cz\$ Bilhões) (B) | VELOCIDADE-RENDIA DA MOEDA $\frac{A}{B}$ |
|---------|--|---|--|
| 1947    | 64,3   | 49,7  | 3,1                                      |
| 1948    | 106,8  | 49,7  | 3,9                                      |
| 1949    | 218,6  | 53,9  | 4,0                                      |
| 1950    | 273,3  | 66,8  | 3,8                                      |
| 1951    | 306,1  | 64,4  | 3,6                                      |
| 1952    | 352,1  | 64,9  | 3,7                                      |
| 1953    | 430,2  | 112,6   | 3,8                                      |
| 1954    | 558,2  | 136,5   | 4,1                                      |
| 1955    | 608,1  | 162,2   | 4,3                                      |
| 1956    | 691,2  | 166,6   | 4,5                                      |
| 1957    | 1 050,8  | 223,3   | 4,7                                      |
| 1958    | 1 313,6  | 338,2   | 3,6                                      |
| 1959    | 1 806,0  | 411,2   | 4,4                                      |
| 1960    | 2 218,8  | 568,2   | 3,9                                      |
| 1961    | (*) 3 409,6  | 823,1   | (*) 4,2                                  |
| 1962    | (*) 6 408,0  | 1 266,1   | (*) 4,3                                  |
| 1963    | (*) 6 891,2  | 2 003,6   | (*) 4,5                                  |
| 1964    | (*) 10 067,3   | 3 213,1   | (*) 5,0                                  |
| 1968    | (*) 31 860,0   | (*) 6 880,6   | (*) 4,6                                  |

(\*) Estimativas preliminares

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central e Ministério da Fazenda

Gráfico III



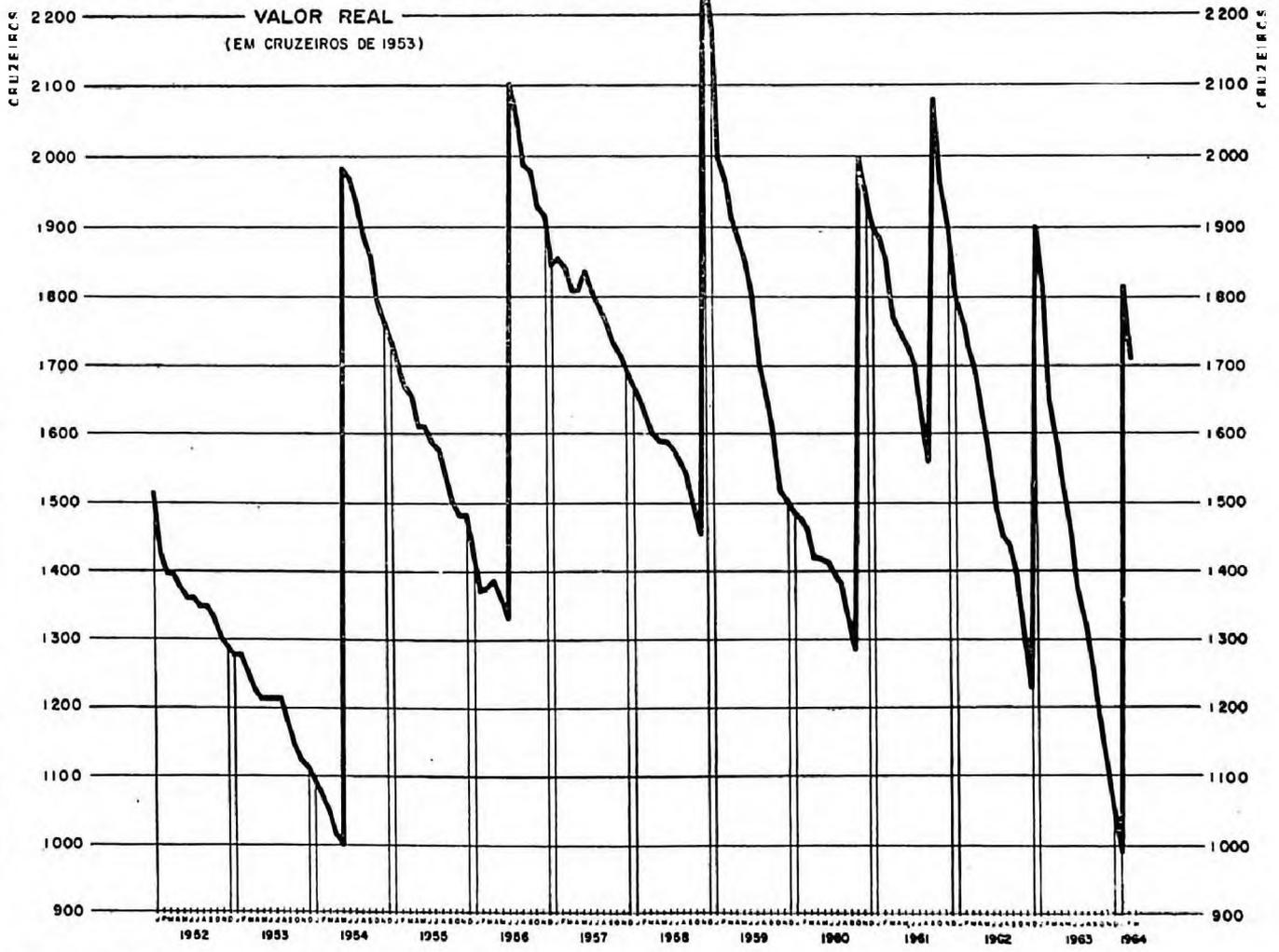
contexto, o ponto mais importante com relação à velocidade monetária é que, enquanto uma medida dá valores menores do que a outra, a análise das posições causais não será diferente nos dois casos (Gráfico III).

Até agora a análise da «evidências da inflação» tem sido conduzida nos termos das variáveis puramente monetárias, como os meios de pagamento e sua velocidade e de uma variável adicional, o *deficit* orçamentário, que é reconhecidamente a variável não monetária mais relacionada à inflação. Parece altamente desejável, no entanto, mesmo na presente análise, que não pretende ir muito além dos fatores imediatos da inflação, fazer referência ao comportamento dos salários.

Os dados do «Salário Mínimo Real no Estado da Guanabara» (Quadro VI) indicam uma tendência ascendente no valor real do salário mínimo legal no início de 52 ao início de 58 a um valor real decrescente daí por diante (Gráfico IV). Dêstes fatos somente — é importante acentuar imediatamente — seria impossível deduzir quaisquer generalizações a respeito da interrelação do nível geral de preços e do nível geral de salários. Em primeiro lugar, o salário mínimo legal aplica-se somente a classes de trabalhadores limitadas geográfica e ocupacionalmente. Existe evidência de que algumas categorias de trabalhadores perderam seu poder real de compra mais ou menos continuamente através do período inflacionário, enquanto outras categorias o melhoraram a pouco e pouco. Haverá necessidade de uma pesquisa detalhada para determinar a situação típica dos empregados dos governos federal, estaduais e municipais e dos trabalhadores da indústria, agricultura, ramos terciários, etc.

Em segundo lugar, mesmo se o salário mínimo recém-estabelecido estivesse caindo em valor real (como no Quadro VI) depois de 1958), pode ainda ser verdade que, num período relevante do intervalo entre as revisões salariais, o salário mínimo estivesse acima do seu valor real de um passado recente. Poderia, assim, inflacionar custos e preços se o valor real do salário excedesse a produtividade.

# SALÁRIO MÍNIMO NA GUANABARA



## QUADRO VI

## SALÁRIO MÍNIMO NA GUANABARA (\*)

(1952 — março de 1964)

Em cruzeiros de 1953

| MESES          | 1952  | 1953  | 1954  | 1955  | 1956  | 1957  | 1958  | 1959  | 1960  | 1961  | 1962  | 1963  | 1964  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Janeiro.....   | 1.518 | 1.276 | 1.090 | 1.739 | 1.428 | 1.822 | 1.652 | 2.159 | 1.488 | 1.600 | 1.804 | 1.898 | 981   |
| Fevereiro..... | 1.428 | 1.276 | 1.071 | 1.702 | 1.371 | 1.853 | 1.652 | 2.000 | 1.405 | 1.882 | 1.766 | 1.807 | 1.812 |
| Março.....     | 1.395 | 1.250 | 1.052 | 1.666 | 1.375 | 1.824 | 1.623 | 1.967 | 1.459 | 1.826 | 1.723 | 1.649 | 1.707 |
| Abril.....     | 1.395 | 1.224 | 1.016 | 1.655 | 1.387 | 1.809 | 1.596 | 1.910 | 1.418 | 1.767 | 1.688 | 1.688 | —     |
| Maio.....      | 1.379 | 1.212 | 1.000 | 1.610 | 1.365 | 1.806 | 1.686 | 1.880 | 1.418 | 1.725 | 1.629 | 1.520 | —     |
| Junho.....     | 1.363 | 1.212 | 1.983 | 1.610 | 1.333 | 1.835 | 1.686 | 1.846 | 1.411 | 1.726 | 1.573 | 1.464 | —     |
| Julho.....     | 1.363 | 1.212 | 1.967 | 1.589 | 2.099 | 1.809 | 1.576 | 1.796 | 1.392 | 1.702 | 1.493 | 1.372 | —     |
| Agosto.....    | 1.348 | 1.212 | 1.935 | 1.578 | 2.054 | 1.782 | 1.563 | 1.704 | 1.382 | 1.627 | 1.449 | 1.319 | —     |
| Setembro.....  | 1.348 | 1.176 | 1.886 | 1.538 | 1.989 | 1.767 | 1.544 | 1.652 | 1.333 | 1.555 | 1.435 | 1.265 | —     |
| Outubro.....   | 1.333 | 1.142 | 1.860 | 1.500 | 1.979 | 1.735 | 1.496 | 1.600 | 1.282 | 1.077 | 1.394 | 1.189 | —     |
| Novembro.....  | 1.304 | 1.121 | 1.791 | 1.481 | 1.928 | 1.719 | 1.455 | 1.618 | 1.095 | 1.962 | 1.321 | 1.120 | —     |
| Dezembro.....  | 1.290 | 1.111 | 1.764 | 1.481 | 1.919 | 1.696 | 2.231 | 1.503 | 1.945 | 1.898 | 1.222 | 1.057 | —     |

(\*) Obtido através do deflacionamento do salário mínimo corrente na Guanabara, pelo índice do custo de vida na Guanabara, construído pela FGV (base: 1953=100).

Nota: O salário mínimo corrente na Guanabara evoluiu, no período considerado, como se segue:

Janeiro 1952 — maio 1954 = Cr\$ 1.200; junho 1954 — junho 1956 = Cr\$ 2.400; julho 1956 — novembro 1958 = Cr\$ 3.800; dezembro 1958 — outubro 1960 = Cr\$ 6.000; novembro 1950 — setembro 1961 = Cr\$ 9.600; outubro 1961 — dezembro 1962 = Cr\$ 13.440; janeiro 1963 — janeiro 1964 = Cr\$ 21.000; a partir de fevereiro 1951 = Cr\$ 42.000.

Em terceiro lugar, os salários podem ter um papel na inflação — não necessariamente um papel maior ou menor do que o preço dos bens — se a espiral desenvolvida fizesse com que as revisões ascendentes dos preços levassem a revisões ascendentes dos salários e vice-versa.

Uma vez que a evidência estatística definitiva entre a relação dos salários e preços não foi desenvolvida até agora nos segmentos mais importantes da economia brasileira, é bem possível que a terceira relação apontada seja a evidência mais tangível existente. Mostra, sem sombra de dúvida, dois fatos: 1) quanto maior a frequência das revisões de salários e preços, mais rapidamente a espiral entre eles irá operar, dado o impulso inflacionário inicial, por exemplo, um *deficit* orçamentário; 2) os ajustamentos de salários ao nível do índice do custo de vida, em sua maior altura no fim do período ou ao pico durante o intervalo, não agem no sentido de desacelerar a espiral. Isto poderia ser obtido, baseando-se o novo salário mínimo na média e não no pico do salário vigente no período precedente.



## 2. O Mecanismo Monetário Brasileiro

---

Até março de 1965, quando se criou o Banco Central da República do Brasil, nos termos da Lei nº 4.595, de 31-12-1965, o Brasil não possuía um Banco Central uno, como a maioria dos países. As funções típicas desse organismo eram exercidas por um conjunto de instituições, compreendendo o Tesouro Nacional (Caixa de Amortização), a Superintendência da Moeda e do Crédito e o Banco do Brasil, com seus departamentos especializados: Carteira de Redescontos, Caixa de Mobilização Bancária, Carteira de Câmbio e Carteira de Comércio Exterior. Na cúpula do sistema, achava-se o Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito.

A Superintendência da Moeda e do Crédito foi criada em 7 de fevereiro de 1945 pelo Decreto-lei nº 7.293. Até então, o quadro do sistema bancário brasileiro era, em linhas gerais, o seguinte: o Banco do Brasil era o líder dos bancos comerciais, desempenhando, ao mesmo tempo, as funções básicas de Banco Central, que lhe foram conferidas através do tempo, mas sem o espírito e o sentido de unidade de um órgão controlador da política monetária. Havia uma grande maioria de bancos comerciais, orientados por altos padrões de moralidade e boa técnica bancária, comparáveis aos dos grandes bancos de outros países e, de

outro lado, alguns estabelecimentos de crédito mal geridos, criados por banqueiros improvisados, que desconheciam a função pública dos bancos e desejavam, exclusivamente, captar depósitos para aplicá-los em especulação desenfiada. O Governo, que se reservava o direito de conceder cartas-patentes para novos bancos e para instalação de suas agências, na prática não se responsabilizava pelo destino dos estabelecimentos bancários. A antiga Inspetoria Geral de Bancos desaparecera, passando apenas a fiscalização das operações cambiais a ser exercida pela Fiscalização Bancária do Banco do Brasil. A fiscalização, no tocante aos interesses do fisco, cabia à Diretoria de Rendas Internas do Ministério da Fazenda e a função de conceder autorização para funcionamento, bem como inspeção de caráter sumário, e, em casos esporádicos, à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.

As emissões de papel-moeda eram feitas para atender às necessidades da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil, sem obedecer a qualquer programa ou política monetária; as reservas dos bancos comerciais eram mantidas, em grande parte, pelos próprios bancos, vigorando apenas o dispositivo legal que determinava fôsse mantidos os encaixes mínimos de 15% sobre os depósitos à vista, e 10% sobre os depósitos a prazo, devendo os bancos recolherem à Caixa de Mobilização Bancária todo o numerário disponível que excedesse de 20% da soma global dos seus respectivos depósitos, mediante o pagamento de juros de 1% ao ano, por parte do Banco do Brasil. Entretanto, sendo inexistente a inspeção rotineira dos estabelecimentos de crédito, o cumprimento desse dispositivo era matéria que dependia do critério e da disciplina da administração dos bancos.

Após as obrigações assumidas pelo Brasil na Conferência de Bretton Woods, em 1944, da qual resultou a criação do Fundo Monetário Internacional, acentuou-se a necessidade de readaptar o arcabouço do Banco do Brasil às contingências do pós-guerra, quando a inflação brasileira já começava a assumir aspectos sérios. O Decreto-lei nº 7.293, de 7-2-1945, instituiu a Superintendência da Moeda e do Crédito, diretamente subordinada ao Ministro da Fazenda e orientada pelo Conselho, com o objetivo

imediatamente de exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central. Assim, o Brasil passava a contar com um sistema em que as atribuições monetárias se dividiam em três faixas:

a) as normativas — de competência do Conselho, incumbido de fixar as diretrizes da política monetária, interna e externa;

b) as executivas — de que se encarregava o Banco do Brasil;

c) as de fiscalização e controle — de responsabilidade da Superintendência da Moeda e do Crédito.

A partir de então, o exercício das funções de um Banco Central desenvolveu-se com maior amplitude, até que a Lei n.º 4.595 de 31-12-1964 transformou a SUMOC em Banco Central da República do Brasil e o seu antigo Conselho em Conselho Monetário Nacional.

## 2.1. — Os Instrumentos da Política Monetária

Dentro dos padrões clássicos, o objetivo da política monetária é simples e, talvez mesmo, único: corrigir as incertezas e perspectivas que provocam variações indesejáveis nos níveis de liquidez da comunidade. Expliquemos: dada a estrutura econômica do País, o volume da renda e os sistemas de pagamentos e recebimentos, a comunidade manterá reservas ou haveres líquidos (caixa em moeda corrente e depósitos bancários à vista) em determinada proporção com a renda nacional, de forma a atender as suas necessidades e os seus planos.

Nos períodos normais, isto é, em que não há perspectiva de variação nos preços, os índices da preferência pela liquidez não variam, ou seja, a velocidade de circulação da moeda permanece estável. Mas isso raramente acontece e o que se observa, na prática, é a sua modificação constante, face à incerteza da produção e dos preços futuros.

Se diminui a preferência pela liquidez (ou, o que é o mesmo, se aumenta a velocidade de circulação da moeda), dando margem a um volume de transações maior que o observado no período

anterior, haverá uma tendência de elevação geral dos preços, se êsse movimento não fôr acompanhado por um aumento simultâneo na quantidade de bens e serviços produzidos e oferecidos no mercado. O inverso se dará quando, diante de uma perspectiva de queda de preços, aumenta a preferência pela liquidez e diminuem as transações, com o que os preços efetivamente caem, reduz-se a produção e surge o desemprego.

Daí, a simplicidade com que se podem definir os objetivos da política monetária: corrigir as incertezas e perspectivas que provocam variações indesejáveis nos níveis de liquidez da comunidade.

E como atuam as Autoridades Monetárias? Através de que instrumentos? O Banco Central, ou aquêle que exerça as suas funções, é, acima de tudo, o banco dos bancos. Ele recebe as reservas dos estabelecimentos bancários, funcionando como «caixa comum» do sistema, e as utiliza não só como centro de compensação de cheques e de outros documentos de crédito, mas, também, para redistribuí-las através de operações de redesconto ou empréstimos de emergência ao próprio sistema bancário e, também, ao Governo, a título de adiantamento de receita. Geralmente, além das reservas bancárias, os bancos centrais operam, também, com recursos provenientes de emissões de papel-moeda (em caráter exclusivo, de monopólio), de colocação de títulos de sua própria emissão ou de títulos governamentais.

Três são as armas clássicas com que operam as autoridades monetárias: as operações de redesconto, a variação nas reservas bancárias e as operações de *open-market*.

Suponhamos que, diante de uma perspectiva de alta de preços, se inicie um movimento de redução na preferência pela liquidez da comunidade, o qual, não sendo acompanhado de um crescimento proporcional na produção de bens e serviços, começa a transformar-se em aumento de preços efetivo. Quais as medidas possíveis para eliminar tal tendência? Poder-se-á elevar as taxas de redesconto, aumentar as percentagens de encaixe do sistema bancário ou, ainda, recomendar ao Banco Central que intensifique a venda de títulos ao público. Elevando-se as taxas de redesconto desestimula-se o sistema bancário a obter recursos adicionais das Autoridades Monetárias; aumentando-se as percentagens do encaixe

obrigatório, força-se o sistema a reduzir suas aplicações e, conseqüentemente, seus depósitos, ou seja, reduz-se não só o montante da moeda escritural, mas, igualmente, a capacidade que tem o sistema bancário de multiplicar o volume dos meios de pagamento; finalmente, pela maior venda de títulos públicos no mercado, o Banco Central absorve meios de pagamento em poder do público e concorre para que a redução na preferência pela liquidez não se transforme em aumento de preços. Tôdas essas medidas importam em elevar a taxa de juros do mercado, cujo resultado é o da contenção da procura de crédito para investimentos ou mesmo para consumo, eliminando, assim, a tendência ao desequilíbrio monetário.

Investiguemos, pois, como se comportaram as variáveis controladas pelas Autoridades Monetárias durante o período inflacionário brasileiro, tentando ver qual o grau de controle efetivo exercido por elas.

### 2.1.1 — As operações de open-market

As operações de *open-market* não vinham sendo um instrumento importante de política monetária no Brasil. Como consequência do insuficiente desenvolvimento da estrutura financeira interna, aliada a um ambiente inflacionário, não existia no País um mercado adequado para tornar este instrumento de controle eficiente dentro dos moldes tradicionais.

Por esta razão, os títulos a longo prazo do Governo não constituíam um aspecto importante das operações das entidades financeiras, enquanto que as emissões de letras do Tesouro Nacional iam sendo absorvidas pelos bancos comerciais, que as utilizavam de forma *sui-generis*. Serviam-se delas para satisfazerem as exigências de encaixes obrigatórios junto às Autoridades Monetárias, transformando-as em simples substituto de papel-moeda. Com efeito, as Autoridades Monetárias, ao permitirem a substituição dos depósitos compulsórios pela caução de Letras do Tesouro do mesmo valor, permitem que se libere parcela equivalente à arrecadada pela colocação das Letras, anulando em curto período os efeitos da operação de *open-market* nos meios

de pagamento. Torna-se, portanto, uma operação cujo sucesso se prende diretamente ao interesse dos bancos em manter as Letras do Tesouro em forma outra que substituto de moeda para depósito compulsório. Evidentemente, a taxas de juros baixíssimas, este sucesso fica desde logo comprometido. Não havia interesse dos bancos pelas Letras, exceto para aquele fim e, se eles as absorveram, foi com a finalidade de usá-las como encaixe, já que como tal as Letras tinham a vantagem sobre a moeda de proporcionar um rendimento de juros nominais. O público em geral, devido ao processo inflacionário que vinha assolando o País, também mostrava uma relutância natural para conservar títulos a longo prazo do Governo.

A situação parece ter-se modificado recentemente e vale mencionar que, em julho de 1964, através da Lei nº 4.357, foram lançadas as obrigações do Tesouro com cláusula de reajustamento. As primeiras obrigações reajustáveis rendiam um juro nominal de 6% ao ano, e eram reajustadas cada trimestre, através de instruções do Ministro da Fazenda baseadas em índices fornecidos pelo CNE. As emissões seguintes foram feitas com o valor nominal reajustado mensalmente por aqueles mesmos índices e, conquanto vencessem juros de 6% ao ano, calculados sobre os valores mensais reajustados, ficava estipulado que haveria um incremento na taxa de juros, quando os juros somados ao reajustamento não atingissem o mínimo de 12% ao ano sobre o valor subscrito. O sucesso da experiência dos títulos com a cláusula de correção pode ser avaliado pelo montante subscrito em 1965, que cobriu cerca de 50% do *deficit* de caixa, estimado em Cr\$ 588 bilhões para aquele exercício. Abaixo estão discriminadas as modalidades de subscrição.

| DISCRIMINAÇÃO     | Cr\$ BILHÕES |       |       |
|-------------------|--------------|-------|-------|
|                   | 1964         | 1965  | TOTAL |
| Total Geral ..... | 39,4         | 311,2 | 350,6 |
| Voluntárias ..... | 10,7         | 196,2 | 206,9 |

### 2.1.2 — A política de redesconto

Este instrumento de controle vinha sendo usado no Brasil de maneira bastante peculiar. A Carteira de Redesconto do Banco do Brasil, a qual operava como emprestador de última instância, podia fazer duas espécies de redescontos: o normal e o extralimite para papéis representativos de operações com café e produtos agrícolas. Estes últimos representam, mais propriamente, um refinanciamento, uma vez que o Governo está, de fato, financiando certas atividades econômicas através da rede bancária, encontrando, no redesconto de títulos, um meio de propiciar esse refinanciamento. Quanto à primeira modalidade, o redesconto propriamente dito é um elemento de reforço à liquidez dos bancos, tal como é entendido universalmente.

No caso do redesconto normal, para que os bancos tenham acesso a êle, devem provar que realmente sofreram perdas anormais de depósitos no período. Os sérios abusos no uso do redesconto por alguns bancos, que acabaram por fechar suas portas, criou receio generalizado entre os bons banqueiros de mostrar, em seus balancetes mensais, endividamento na Carteira de Redesconto. Como regra geral, os bancos usam com comedimento suas linhas de redesconto, preocupando-se em manter uma margem livre para atender a imprevistos. Há estabelecimentos que só esporadicamente se utilizam desse recurso, e alguns têm mesmo como ponto de honra jamais recorrer a êle.

A manipulação das taxas de redesconto propriamente ditas, no Brasil, oferece pouco incentivo aos bancos para recorrer a empréstimos, bem como às suas políticas de crédito. Isto se deve principalmente à diferença que existe entre a taxa de empréstimo e a taxa de redesconto, a qual vem sendo sistematicamente aumentada no decorrer dos anos. A taxa de redesconto está sujeita à Lei de Usura, que fixa a taxa de juros máxima em 12%, enquanto a taxa de empréstimos, na prática, não está sujeita à mesma limitação e vem sendo bem mais alta. As taxas efetivas de juros cobradas pelos bancos comerciais têm variado irregularmente conforme o banco e o cliente. Embora não haja estatística disponível sobre o assunto, parece que as taxas mais freqüentemente aplicadas pelos bancos em seus empréstimos, no período inflacionário dos

anos 60, foram de 3,0 e 3,5 por cento. Em épocas isoladas poder-se-ia constatar cifras bem mais elevadas, assim como, em algumas ocasiões, valores menores. Para contornar a Lei de Usura, que teóricamente os rege, os bancos se valem de três artifícios principais:

a) juros cobrados por fora: esse é o artifício mais grosseiro e consiste na cobrança de juros extras sem qualquer escrituração contábil pelo banco e pelo mutuário;

b) sobrecarga nas comissões bancárias: os bancos, além dos juros, cobram dos mutuários diversas comissões (de abertura de crédito, de cobrança, etc.). Essas comissões, devidamente infladas, elevam a taxa efetiva de juros muito acima dos limites da Lei da Usura. Vem sendo o artifício mais amplamente utilizado:

c) contas vinculadas: este método, o mais refinado dos três, consiste em o banco exigir que o mutuário contraia um empréstimo maior do que necessita, em montante ou em prazo, ficando uma parte depositada em conta vinculada, até a liquidação da dívida. Sendo os juros desses depósitos bem inferiores aos do empréstimo, os juros efetivos sobre os saldos devedores elevam-se bem acima dos limites envolvidos no contrato. Para os bancos, os empréstimos desse tipo têm o inconveniente de provocar um aumento dos depósitos compulsórios à ordem da Superintendência da Moeda e do Crédito (pois a conta de depósitos do banco aumenta artificialmente), daí a sua menor utilização.

Limitado, como vimos, o efeito das variações nas taxas de redesconto, as Autoridades Monetárias usam, geralmente, dois outros meios com respeito à política de redesconto:

a) controlam a disponibilidade dos privilégios de redesconto, com base na lei que estabelece como limite para essas operações normais o saldo total do capital realizado mais reservas. Todavia, na fixação dos limites de cada banco, a Carteira de Redesconto tem estabelecido em muitos casos valores inferiores. Como regra prática, tal limite não deve ser superior a 10% do valor dos depósitos à vista, e a fixação ao nível do capital mais reservas só se faz para bancos de primeira ordem;

b) fixam limites de acordo com o tipo de garantia, região etc., bem como estabelecem quotas extras no caso do financia-

mento de produtos de exportação como café, cacau, algodão, cêra de carnaúba, etc.

Vale ainda notar que, embora os bancos tradicionais e filiais de bancos estrangeiros tenham tentado manter uma alta margem de liquidez, os bancos novos têm mostrado uma propensão crescente para incorrer em dívidas, devido principalmente às vantagens que lhes são oferecidas pela diferença entre as taxas de juros no mercado e a taxa de redescontos, acima mencionadas (Quadro VII).

O uso da política do redesconto é, portanto, de pouco impacto no comportamento dos bancos comerciais com respeito às suas políticas de crédito. Assim, o controle é exercido mais através de restrições quantitativas nos redescontos e, como resultado final, nas operações com os bancos comerciais as Autoridades Monetárias têm contado com um saldo líquido positivo crescente através dos anos, conforme se observa no Quadro VIII.

A forma de recebimento dos recursos da rede bancária tem sido via depósitos efetuados pelos bancos junto ao Banco do Brasil. Na década dos 50 somente parte destes depósitos eram os feitos à ordem da SUMOC como encaixe compulsório. Com o aumento de percentagem mínima de depósitos que os bancos devem recolher para fins de encaixe, aqueles à ordem da SUMOC passaram nos anos 60 a representar a maior parcela do montante recebido pelas Autoridades Monetárias, indo a cerca de 60% do total em 1964.

Os recursos obtidos pelas Autoridades Monetárias oriundos dos bancos e que andavam pela ordem de 8 bilhões de cruzeiros em 1951 e cerca de 100 vezes mais em 1964, são parcialmente fornecidos de volta aos bancos. Tais fornecimentos à Carteira de Redesconto, à Caixa de Mobilização Bancária e ao Banco do Brasil eram, respectivamente, 56,3%, 39,4% e 4,3% em 1951. A política de encaixes obrigatórios crescentes, o aumento na demanda de empréstimos da época inflacionária e o custo relativamente baixo dos redescontos fizeram com que as percentagens se alterassem em 1963 para 89,7, 9,6 e 0,7 e, em 1964, para 96,5, 3,0 e 0,5 respectivamente.

QUADRO VII  
BANCOS COMERCIAIS — REDESCONTOS E DEPÓSITOS

Saldos em Fim de Ano (1961 — 1965)

*Cr\$ Milhões*

| A N O S   | DEPÓSITOS<br>A VISTA E<br>A CURTO PRAZO | DEPÓSITOS<br>A PRAZO | DEPÓSITOS<br>TOTAL | REDESCONTOS  | PERCENTAGEM<br>DE (2) EM (3) | PERCENTAGEM<br>DE (4) EM (3) |
|-----------|---|----------------------|--------------------|--------------|------------------------------|------------------------------|
|           | (1)                                     | (2)                  | (3)                | (4)          |                              |                              |
| 1951..... | 52.224                                  | 16.908               | 69.132             | —            | 24,4                         | —                            |
| 1952..... | 60.336                                  | 16.872               | 77.208             | —            | 23,4                         | —                            |
| 1953..... | 71.259                                  | 17.680               | 88.939             | —            | 19,9                         | —                            |
| 1954..... | 84.893                                  | 20.359               | 105.252            | 4.658        | 19,3                         | 4,42                         |
| 1955..... | 102.336                                 | 19.836               | 122.172            | 5.999        | 16,2                         | 4,91                         |
| 1956..... | 126.641                                 | 21.071               | 147.712            | 7.092        | 14,3                         | 4,80                         |
| 1957..... | 176.047                                 | 24.325               | 200.372            | 6.924        | 12,1                         | 3,45                         |
| 1958..... | 216.132                                 | 25.744               | 241.876            | 14.871       | 10,6                         | 6,14                         |
| 1959..... | 321.631                                 | 30.747               | 352.378            | 8.759        | 8,7                          | 2,49                         |
| 1960..... | 438.245                                 | 47.352               | 485.597            | 23.424       | 9,8                          | 4,82                         |
| 1961..... | 610.845                                 | 55.149               | 665.994            | 53.404       | 8,3                          | 5,01                         |
| 1962..... | 1.037.749                               | 56.269               | 1.094.018          | 52.519       | 5,1                          | 4,80                         |
| 1963..... | 1.703.920                               | 89.410               | 1.793.330          | 88.987       | 5,0                          | 4,96                         |
| 1964..... | 3.069.614                               | 148.322              | 3.217.936          | 198.772      | 4,6                          | 6,16                         |
| 1965..... | (*) 5.744.200                           | (*) 240.500          | 5.984.700          | (**) 236.500 | 4,0                          | 3,95                         |

(\*) Estimativa até dezembro

(\*\*) Provisório

Fonte: Banco Central

QUADRO VIII  
**AUTORIDADES MONETÁRIAS — OPERAÇÕES COM OS BANCOS COMÉRCIAIS**

Saldos em Fim de Ano (1961 — 1965)

*Cr\$ Bilhões*

| PERÍODO   | RECURSOS FORNECIDOS AOS BANCOS |   |                       |              | RECURSOS RECEBIDOS DOS BANCOS   |                     |              |                             |
|-----------|--------------------------------|---|-----------------------|--------------|---------------------------------|---------------------|--------------|-----------------------------|
|           | CARTEIRA<br>DE<br>DESCONTOS    | CAIXA<br>DE<br>MOBILIZAÇÃO<br>FUNDIÁRIA | BANCO<br>DO<br>BRASIL | TOTAL<br>(A) | EM DÉBITO NO<br>BANCO DO BRASIL |                     | TOTAL<br>(B) | SALDO<br>LÍQUIDO<br>(B — A) |
|           |                                |   |                       |              | À ordem do<br>Banco Central     | Outros<br>Depósitos |              |                             |
| 1951..... | 3,6                            | 2,5                                     | 0,3                   | 6,4          | 1,2                             | 6,8                 | 8,0          | 1,6                         |
| 1952..... | 3,9                            | 3,6                                     | 6,6                   | 8,1          | 1,7                             | 9,7                 | 11,4         | 3,3                         |
| 1953..... | 4,1                            | 5,0                                     | 2,3                   | 11,4         | 2,0                             | 10,8                | 12,9         | 1,5                         |
| 1954..... | 4,6                            | 5,6                                     | 2,2                   | 12,3         | 2,5                             | 11,4                | 13,9         | 1,6                         |
| 1955..... | 5,9                            | 6,3                                     | 0,8                   | 13,0         | 3,0                             | 14,3                | 17,3         | 4,3                         |
| 1956..... | 7,0                            | 6,2                                     | 0,8                   | 14,0         | 4,3                             | 16,3                | 20,6         | 6,6                         |
| 1957..... | 6,8                            | 5,8                                     | 0,6                   | 13,2         | 11,7                            | 27,1                | 38,8         | 25,6                        |
| 1958..... | 12,3                           | 9,3                                     | 0,7                   | 22,3         | 13,6                            | 25,7                | 39,3         | 17,0                        |
| 1959..... | 8,5                            | 9,9                                     | 0,8                   | 19,2         | 21,2                            | 43,7                | 64,3         | 46,1                        |
| 1960..... | 23,1                           | 11,1                                    | 1,1                   | 35,3         | 33,9                            | 56,3                | 90,2         | 54,9                        |
| 1961..... | 33,1                           | 10,6                                    | 0,7                   | 44,4         | 51,9                            | 78,6                | 130,5        | 86,1                        |
| 1962..... | 52,0                           | 9,5                                     | 0,6                   | 62,1         | 111,1                           | 129,8               | 240,9        | 178,8                       |
| 1963..... | 79,2                           | 8,5                                     | 0,6                   | 88,3         | 228,1                           | 219,4               | 447,6        | 359,2                       |
| 1964..... | 197,3                          | 6,2                                     | 0,7                   | 204,2        | 446,4                           | 351,0               | 797,4        | 693,2                       |
| 1965..... | 236,5                          | —                                       | 0,4                   | 236,9        | 889,4                           | 661,8               | 1.551,2      | 1.314,3                     |

Fonte: Banco Central

Praticamente, os recursos fornecidos aos bancos pelas Autoridades Monetárias passaram a ser na forma quase única de redesconto, e tais oferecimentos, que eram de 81,7% do total dos recursos pactados pelas Autoridades Monetárias em 1951, passaram a menos de 26% em 1964, propiciando, evidentemente, um aumento no saldo líquido das operações das Autoridades Monetárias e a conseqüente menor expansão de crédito por parte dos bancos comerciais.

### 2.1.3 — Reservas compulsórias

As reservas compulsórias impostas, por lei ou ato administrativo, aos bancos comerciais têm por objetivo limitar a quantidade total de depósitos no sistema bancário. Dada a forma peculiar como estas reservas vinham sendo manipuladas no Brasil, anteriormente à reforma bancária de dezembro de 1964, é conveniente tornar bem clara a maneira pela qual operavam, mostrando a razão de o limite nos depósitos ter sido menos efetivo no Brasil do que aquele obtido através das reservas compulsórias quando utilizadas conforme a teoria monetária tradicional. As razões deste abrandamento na consecução do objetivo visado podem ser apontadas conhecendo-se o mecanismo do sistema adotado até então, com as principais características seguintes: 1) as reservas dos bancos comerciais não eram retiradas de uso, mas se juntavam aos recursos disponíveis do Banco do Brasil; 2) o Banco do Brasil, depositário das reservas, fazia ao mesmo tempo operações típicas de banco central e operações normais de banco comercial.

Na prática, o mecanismo assim funcionava: as reservas compulsórias eram colocadas à disposição do Banco do Brasil, sob a forma de depósitos em conta à ordem da SUMOC, integrando-se na caixa geral das autoridades monetárias (4). No balanço consolidado das Autoridades Monetárias, tais depósitos figuravam do lado dos recursos, sendo usados para financiar todo o conjunto das aplicações: cobertura do *deficit* de caixa do Tesouro, empréstimos ao setor privado, etc. Estas aplicações eram tomadas como variáveis exógenas, estipuladas pelo Conselho da SUMOC, que

---

(4) No período durante o qual era Ministro da Fazenda o Prof. Eugênio Gudin, 40% das reservas eram mantidas esterilizadas.

estabelecia a parcela do *deficit* do Tesouro a ser financiada por empréstimos do Banco do Brasil e a política de empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, segundo determinados princípios (5). Dados esses pressupostos, isto é, admitindo-se como já determinados o valor do *deficit* do Tesouro a ser financiado pela caixa das autoridades monetárias (Banco do Brasil) e o montante do crédito a ser concedido pelo Banco ao setor privado, a utilização das reservas compulsórias como fonte de recursos correspondia a uma emissão. Em outras palavras, do ponto de vista da *expansão primária* teria o mesmo efeito não emitir e utilizar Cr\$ 100 bilhões de depósitos compulsórios para financiar o *deficit* ou manter esterilizados os Cr\$ 100 bilhões oriundos das reservas compulsórias e financiar o *deficit* através de emissões no valor dos mesmos Cr\$ 100 bilhões.

Assim, quando o Tesouro recorria ao Banco do Brasil para fundos adicionais e os gastava de alguma maneira, o público percebia um aumento nos meios de pagamento, cujo impacto poderia ser reduzido através de um aumento na taxa exigida como reserva dos bancos comerciais. Um aumento nas reservas suficientemente grande para cobrir todo o financiamento do *deficit* agiria da forma a simplesmente transferir os recursos dos bancos comerciais para o banco do Governo, mantendo inalterado o total dos empréstimos pelo sistema bancário. Da mesma forma, uma restrição no crédito concedido ao setor não governamental pelo Banco do Brasil poderia exercer algum efeito inibitório nos meios de pagamento a partir da *expansão inicial*. Contudo, medidas como um aumento nas reservas compulsórias dos bancos comerciais ou outras de conseqüências comparáveis, como a restrição dos empréstimos ao setor não governamental pelo Banco do Brasil, causam uma deflação no setor privado, não podendo, conseqüentemente, ser usadas além de certo limite. Inicialmente, encontram uma limitação política: o setor privado da economia pode oferecer uma resistência cada vez maior à diminuição de seus créditos. Mas é ainda mais importante o fato de que uma redução progressiva nos empréstimos aos negócios, à agricultura e à indústria podem resultar numa

---

(5) A política de crédito ao setor privado foi anteriormente da alçada do próprio Banco do Brasil.

redução na produção; uma escassez na oferta de bens poderia então mais do que contrabalançar os resultados obtidos pela política monetária.

Portanto, o grande inconveniente do sistema descrito, ainda que não se leve em conta os efeitos diretos sobre o setor privado da economia, é de constituir-se em verdadeira forma disfarçada de emissão, encontrando menor resistência por parte das autoridades do que a emissão aberta.

## 2.2 — A Política de Crédito dos Bancos Comerciais

As decisões do sistema bancário com relação à proporção, que os Bancos comerciais mantêm de seu encaixe livre, decorrem de um lado das necessidades normais de liquidez e do desejo de recorrer a empréstimos das Autoridades Monetárias e, por outro lado, da diferença que existe entre a taxa de empréstimo e a taxa de redesconto. Como resultado da inflação, esta diferença tem aumentado no decorrer dos anos. O encaixe dos bancos comerciais é composto por depósitos compulsórios à ordem da SUMOC (hoje Banco Central) mais os encaixes livres em moeda corrente ou em depósito junto ao Banco do Brasil, rendendo juros de 1%. Como podemos ver pelo Quadro IX, a relação entre o total dos encaixes para os depósitos aumentou, com flutuações, de 19,6% para 33,3% entre 1951-1964. Como os recolhimentos compulsórios aumentaram de 4% para 28% (no caso de depósitos à vista), fica claro que o nível de encaixe livre tendeu a declinar como consequência do aumento da diferença acima mencionada.

Como resultado dessas considerações podemos dizer que, sem um aumento nos seus encaixes legais, as únicas possibilidades que os bancos têm de aumentar seus empréstimos são:

a) recorrer a maiores empréstimos das Autoridades Monetárias;

b) agir junto ao público, a fim de afetar seu desejo com relação à distribuição de seus haveres líquidos entre moeda corrente e depósitos bancários.

QUADRO IX  
BANCOS COMERCIAIS — ENCAIXE E PROPORÇÃO ENCAIXE/DEPÓSITOS

Saldo em Fim de Ano (1947 — 1965)

*Cr\$ Milhões*

| A N O S   | E N C A I X E             |                                 |             |                             |            |         | P R O P O R Ç Ã O E N C A I X E / D E P Ó S I T O |                       |                         |
|-----------|---------------------------|---------------------------------|-------------|-----------------------------|------------|---------|---|-----------------------|-------------------------|
|           | V O L U N T Á R I O S (*) |                                 |             | O B R I G A T Ó R I O S (*) |            |         | T O T A L   | V O L U N T Á R I O S | O B R I G A T Ó R I O S |
|           | Em Moeda Corrente         | Em Depósitos no Banco do Brasil | Total       | Em Moeda Corrente           | Em Títulos | Total   |   |                       |                         |
| 1947..... | 2.471                     | 2.878                           | 5.349       | 623                         | 661        | 1.184   | 6.533   | 15,4                  |                         |
| 1948..... | 2.761                     | 3.382                           | 6.133       | 644                         | 574        | 1.218   | 7.351   | 16,1                  | 3,2                     |
| 1949..... | 3.342                     | 3.465                           | 6.807       | 756                         | 651        | 1.407   | 8.214   | 15,0                  | 3,1                     |
| 1950..... | 4.453                     | 6.629                           | 11.082      | 1.034                       | 787        | 1.821   | 12.903  | 18,3                  | 3,0                     |
| 1951..... | 5.228                     | 7.103                           | 12.328      | 1.193                       | 703        | 1.896   | 14.224  | 17,8                  | 2,7                     |
| 1952..... | 5.539                     | 9.938                           | 15.477      | 1.714                       | 935        | 2.649   | 18.126  | 20,0                  | 3,4                     |
| 1953..... | 6.161                     | 9.863                           | 16.014      | 2.056                       | 1.227      | 3.283   | 19.297  | 18,0                  | 3,7                     |
| 1954..... | 7.113                     | 11.760                          | 18.873      | 2.656                       | 1.443      | 4.099   | 22.972  | 17,9                  | 3,9                     |
| 1955..... | 8.240                     | 14.523                          | 22.763      | 2.906                       | 1.589      | 4.495   | 27.258  | 18,6                  | 3,7                     |
| 1956..... | 10.204                    | 16.481                          | 26.685      | 4.154                       | 2.174      | 6.328   | 33.013  | 18,1                  | 4,5                     |
| 1957..... | 11.902                    | 27.312                          | 39.214      | 12.559                      | 1.887      | 14.446  | 53.660  | 19,6                  | 7,2                     |
| 1958..... | 16.561                    | 26.003                          | 41.564      | 14.314                      | 9.882      | 24.196  | 65.760  | 17,2                  | 10,0                    |
| 1959..... | 21.436                    | 44.410                          | 65.846      | 21.955                      | 15.690     | 37.645  | 103.491   | 18,7                  | 10,7                    |
| 1960..... | 28.168                    | 59.298                          | 87.466      | 35.259                      | 21.246     | 56.505  | 143.971   | 18,0                  | 11,6                    |
| 1961..... | 39.800                    | 82.772                          | 122.572     | 54.041                      | 22.797     | 76.838  | 199.410   | 18,4                  | 11,5                    |
| 1962..... | 81.066                    | 128.136                         | 209.202     | 117.124                     | 48.565     | 165.689 | 374.891   | 19,1                  | 15,1                    |
| 1963..... | 137.575                   | 227.381                         | 364.956     | 237.505                     | 43.241     | 281.146 | 646.102   | 20,4                  | 15,7                    |
| 1964..... | 232.547                   | 386.186                         | 618.733     | 437.236                     | 16.285     | 453.521 | 1.072.254   | 19,2                  | 14,1                    |
| 1965..... | 317,6                     | 698,2                           | 1.015,8(**) | 985,0                       | 11,4       | 996,4   | 2.012,2   | 17,0                  | 16,6                    |

(\*) Depósitos à ordem do Banco Central

(\*\*) Estimativa

Fonte: Departamento Econômico do Banco Central

Quanto ao aumento dos empréstimos junto às Autoridades Monetárias, depende da política de redesconto por elas adotada e de muito pouco vale o esforço direto dos bancos. No tocante ao aumento de depósitos é que a rede bancária pode ter uma ação eficiente, trazendo resultados positivos. Embora os bancos privados tenham uma participação relativamente pequena no financiamento ao Governo, que mais se serve de seus próprios agentes, os bancos comerciais são responsáveis pela grande maioria das transações diárias no setor privado (Quadro X).

A taxa máxima de juros legalmente permitida para operações financeiras é de 12% ao ano. Na verdade, por meio dos artifícios já descritos, o custo dos empréstimos chega a cifras bem mais elevadas. Durante o período 1947-1964 tais taxas evoluíram acentuadamente, não chegando porém, em algumas épocas, a se superpor à taxa de inflação. Embora este fato se fizesse sentir nas distorções que foram sendo introduzidas no mercado de crédito, não foi suficiente para comprometer o desenvolvimento do sistema bancário, causando-lhe antes uma mudança no sentido operacional, fazendo com que a rede bancária se desviasse das operações a prazos maiores, concentrando-se naquelas com duração de 90-120 dias. Para transações dentro deste prazo, os recursos provenientes de simples contas de movimento e a curto prazo eram, em geral, satisfatórios e os usuários de tais contas continuaram a existir, contando com os bancos mais para prestação de serviços relacionados com transações reais que propriamente para operações financeiras.

Podemos notar pelo Quadro VII, que o declínio relativo dos depósitos a prazo nos bancos comerciais fêz-se notar durante o período de inflação moderada, passando de 24,4% do total dos depósitos em 1951, para 9,8% em 1960. Esta já diminuta proporção decresceu ainda mais com a aceleração do surto inflacionário da década dos 60, chegando os depósitos a prazo, existentes nos bancos comerciais, a representar pouco mais de 4,5% em fins de 1964.

Os depósitos à vista e a curto prazo expandiram-se substancialmente no mesmo período, passando a representar para os

QUADRO X  
SISTEMA BANCÁRIO — EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO

Saldos em Fim de Ano (1951 — 1965)

*Cr\$ Milhões*

| A N O S   | AUTORIDADES<br>MONETÁRIAS<br>(1) | BANCOS<br>COMERCIAIS<br>(2) | SISTEMA<br>BANCÁRIO (1)+(2)<br>(3) | PERCENTAGEM<br>DE (1) EM (3)<br>(4) | PERCENTAGEM<br>DE (2) EM (3)<br>(5) | TOTAL<br>(6) |
|-----------|----------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--------------|
| 1951..... | 24.735                           | 60.912                      | 85.647                             | 28,9                                | 71,1                                | 100          |
| 1952..... | 34.357                           | 67.922                      | 102.279                            | 33,6                                | 66,4                                | 100          |
| 1953..... | 40.395                           | 79.965                      | 120.360                            | 33,6                                | 66,4                                | 100          |
| 1954..... | 57.387                           | 94.807                      | 152.194                            | 37,7                                | 62,3                                | 100          |
| 1955..... | 64.962                           | 106.443                     | 171.405                            | 37,9                                | 62,1                                | 100          |
| 1956..... | 75.094                           | 130.355                     | 205.449                            | 36,5                                | 63,5                                | 100          |
| 1957..... | 91.787                           | 162.722                     | 254.509                            | 36,0                                | 64,0                                | 100          |
| 1958..... | 116.039                          | 195.538                     | 311.577                            | 37,2                                | 62,8                                | 100          |
| 1959..... | 134.397                          | 265.462                     | 400.859                            | 33,5                                | 66,5                                | 100          |
| 1960..... | 182.634                          | 382.410                     | 565.044                            | 32,3                                | 67,7                                | 100          |
| 1961..... | 279.738                          | 501.684                     | 781.422                            | 35,8                                | 64,2                                | 100          |
| 1962..... | 479.350                          | 776.022                     | 1.254.472                          | 38,2                                | 61,8                                | 100          |
| 1963..... | 734.979                          | 1.209.929                   | 1.945.878                          | 37,8                                | 62,2                                | 100          |
| 1964..... | 1.278.401                        | 2.227.924                   | 3.506.325                          | 36,5                                | 63,5                                | 100          |
| 1965..... | 1.582.500                        | 3.965.000                   | 5.547.500                          | 28,5                                | 71,5                                | 100          |

*Fonte:* Departamento Econômico do Banco Central.

bancos a parcela de maior relêvo na captação de fundos junto ao público. Surgiu daí um comportamento interinstitucional bastante competitivo, onde cada organização bancária procurava prestar melhores serviços ao maior número possível de depositantes. Ao aprimoramento das normas de operação associou-se uma expansão significativa da rede bancária.

### 2.2.1 — A expansão da rede bancária

Este processo de expansão da rede bancária deu-se por um mecanismo duplo: a transformação de instituições já existentes em uma de proporções maiores (fusão ou encampação) e abertura de novas agências, além da concessão de algumas novas cartas-patentes.

Interessante é notar que o primeiro mecanismo, ou seja, a fusão de dois ou mais estabelecimentos em um só ou a encampação de um ou vários estabelecimentos por outro relativamente maior foi muito propiciado pela existência de numerosas «casas bancárias» e «cooperativas de crédito» de pequeno porte, dentro do sistema bancário nacional. Pode-se verificar no Quadro XI que, dos 404 estabelecimentos bancários autorizados a funcionar no País em 1951, passaram a existir 352 em 1960 e apenas 328 em 1964, embora o número total de agências tenha aumentado consideravelmente. Contávamos em 1951 com 4.038 agências e passamos para 7.377 em 1964. Este crescimento da rede bancária como um todo deu-se em função, principalmente, da luta das instituições pela captação de recursos junto ao público, luta cujo sucesso é incontestável. Mas, é difícil estimar até que ponto este sucesso provém diretamente do esforço exercido pelos intermediários financeiros. É óbvio que a facilidade oferecida pela proximidade física das agências bancárias e pelas poucas exigências para a abertura de novas contas foi fator decisivo no aumento relativo do uso de contas bancárias. Seria, porém, importante lembrar que, embora a composição percentual dos meios de pagamento apresente relativa estabilidade a curto prazo, tende a se modificar em períodos mais longos.

Os dados constantes do Quadro XII mostram, em sentido amplo e generalizado, este desenvolvimento de sistemas de inter-

QUADRO XI

SISTEMA BANCÁRIO

Bêdo Nacional (1951 - 1966)

| A N O S | TOTAL | MATRIZES |
|---------|-------|----------|
| 1951    | 4 038 | 404      |
| 1952    | 4 038 | 404      |
| 1953    | 4 368 | 404      |
| 1954    | 4 528 | 408      |
| 1955    | 4 038 | 366      |
| 1956    | 4 257 | 360      |
| 1957    | 4 628 | 357      |
| 1958    | 4 887 | 348      |
| 1959    | 5 135 | 343      |
| 1960    | 5 770 | 357      |
| 1961    | 5 629 | 342      |
| 1962    | 6 168 | 336      |
| 1963    | 6 345 | 327      |
| 1964    | 6 826 | 328      |
| 1965    | 7 283 | 323      |

Fonte: Banco Central  
SEFF  
Relatório Banco do Brasil

QUADRO XII

MEIOS DE PAGAMENTO — PROPORÇÃO DA MOEDA NO TOTAL

Comparações Internacionais (1913, 1938 - 1953)

| A. PAÍSES SUB DESENVOLVIDOS | 1913 | 1938 | 1953 |
|-----------------------------|------|------|------|
| Bolivia.....                | 64   | 63   | 65   |
| Chile.....                  | 36   | 33   | 34   |
| Costa Rica.....             | 67   | 57   | 48   |
| Ecuador.....                | 23   | 26   | 50   |
| Guatemala.....              | 27   | 63   | 66   |
| Honduras.....               | 62   | 57   | 58   |
| Índia.....                  | 47   | 55   | 61   |
| Nicaragua.....              | 66   | 51   | 48   |
| Venezuela.....              | 52   | 49   | 44   |
| B. PAÍSES DESENVOLVIDOS     |      |      |      |
| Francia.....                | 51   | 58   | 50   |
| Países Baixos.....          | 66   | 41   | 36   |
| Suécia.....                 | 23   | 20   | 39   |
| Reino Unido.....            | 4    | 27   | 78   |
| Estados Unidos.....         | 26   | 18   | 21   |

Fonte: Edward Nevin, *Capital Funds in Underdeveloped Countries*, baseada na obra de Il Tun Wai, "Interest Rates in the Organized Money Markets of Underdeveloped Countries", IMF Staff Papers, Vol. V, No. 2, agosto de 1956.

câmbio monetário, desde a dependência básica da moeda nas economias mais pobres e atrasadas, até o domínio total do crédito bancário nas economias mais ricas e desenvolvidas. Como podemos notar, há uma tendência clara no sentido de declínio progressivo da importância da moeda nos meios de pagamento gerais de uma economia, à medida que o respectivo país progride na escala do desenvolvimento. Esta tendência não é de maneira alguma invariável ou fixa. Mas, como regra geral, atualmente, a moeda compõe-se, entre 50 e 66% dos meios de pagamento totais nas economias relativamente pobres, e apenas de 20 a 40 por cento nas economias mais ricas.

Assim, o desenvolvimento da rede bancária pode ter sido um estimulante ao aumento da percentagem dos meios de pagamento, conservados pelo público brasileiro sob forma de moeda escritural, mas não se deve esquecer que a fase de desenvolvimento que a Nação atravessou nas últimas décadas muito contribuiu para que a evolução dos meios de pagamento assim se apresentasse.

Pela análise do Quadro XIII, nota-se que o papel-moeda em poder do público no Brasil vem se tornando cada vez menos

QUADRO XIII  
MEIOS DE PAGAMENTO — PROPORÇÃO DA MOEDA NO TOTAL  
Brasil (1950 — 1968)

| ANOS | PAPEL-MOEDA<br>EM PODER DO<br>PÚBLICO | MOEDA ESCRITURAL        |                      |       | TOTAL DOS MEIOS<br>DE PAGAMENTO |
|------|---------------------------------------|-------------------------|----------------------|-------|---------------------------------|
|      |                                       | ATIVIDADES<br>BANCÁRIAS | BANCOS<br>COMERCIAIS | TOTAL |                                 |
|      | (1)                                   | (2)                     | (3)                  | (4)   | (5)                             |
| 1950 | 22,1                                  | 10,8                    | 27,3                 | 68,9  | 100,0                           |
| 1961 | 21,3                                  | 11,9                    | 27,5                 | 69,2  | 100,0                           |
| 1962 | 20,3                                  | 11,8                    | 27,9                 | 69,2  | 100,0                           |
| 1963 | 20,8                                  | 12,1                    | 27,4                 | 69,5  | 100,0                           |
| 1964 | 21,3                                  | 11,8                    | 28,1                 | 70,2  | 100,0                           |
| 1965 | 22,1                                  | 10,4                    | 27,8                 | 70,0  | 100,0                           |
| 1966 | 21,0                                  | 10,2                    | 28,3                 | 69,0  | 100,0                           |
| 1967 | 22,9                                  | 11,0                    | 29,5                 | 72,3  | 100,0                           |
| 1968 | 22,9                                  | 10,8                    | 29,3                 | 71,3  | 100,0                           |
| 1969 | 25,4                                  | 10,4                    | 28,2                 | 74,6  | 100,0                           |
| 1970 | 24,5                                  | 12,2                    | 29,2                 | 74,8  | 100,0                           |
| 1971 | 24,0                                  | 12,9                    | 28,6                 | 74,4  | 100,0                           |
| 1972 | 25,2                                  | 12,9                    | 29,0                 | 75,2  | 100,0                           |
| 1973 | 24,8                                  | 14,8                    | 29,0                 | 74,7  | 100,0                           |
| 1974 | 22,3                                  | 12,0                    | 26,1                 | 71,1  | 100,0                           |
| 1975 | 18,3                                  | 17,3                    | 29,9                 | 58,0  | 100,0                           |

Fonte: Banco Central

proporcional ao volume total dos meios de pagamento. De 31,3% em 1951, passou a 24,5% em 1960 e 22,1% em 1964. Observa-se, porém, que tal decréscimo se fez sob forma mais ou menos uniforme durante todo o período em aprêço e que não há evidência de que a expansão substancial da rede bancária ocorrida nos anos de inflação mais violenta do período (1960-1964) tenha influenciado a composição dos meios de pagamento, a ponto de afastá-la da tendência normal observada em todo o pós-guerra.

Todavia, se pelo visto fica evidenciado o aumento da importância da moeda escritural no meio nacional, não se pode afirmar que tal aumento tenha sido acompanhado de uma expansão proporcional de crédito ao público pelo sistema bancário. Em outras palavras, é preciso verificar o destino dos novos recursos captados pela rede bancária e se em sua aplicação houve alguma tendência definida.

Este último quadro nos pode fornecer outras informações bastante interessantes. Comparando as colunas (1) e (4), vê-se que houve a esperada simetria nas evoluções, ou seja, na distribuição dos haveres liquidados do público entre moeda corrente e depósitos bancários. Contudo, a comparação das colunas (2) e (3), que representam as parcelas componentes da moeda escritural, respectivamente, em poder das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais, indica que o crescimento não foi proporcional. Enquanto a percentagem dos depósitos junto às Autoridades Monetárias aumentou em 57% no período 1950-1964, mantida nos bancos comerciais a mesma cresceu somente de 10,3%.

Verifica-se, assim, que parte substancial do resultado da mudança de hábitos da população, no sentido de aumentar seus depósitos em conta nos bancos, foi absorvida pelas Autoridades Monetárias. O mecanismo responsável por esta absorção foi descrito anteriormente, mas convém lembrar as dimensões do fenômeno. Enquanto no período 1951-1964 os depósitos aumentaram 46,5 vezes, os empréstimos ao setor privado cresceram 40,9 vezes. Podemos verificar, no Quadro XIV, que esta expansão nominal de crédito ao setor privado, constituiu-se, em termos reais, num decréscimo de empréstimos ao setor.

QUADRO XIV

SISTEMA BANCÁRIO — SALDO REAL DOS EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO

Saldos em fim de Ano — (1951 — 1965)

Cr\$ Bilhões

| A N O S   | EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO (MILHÕES DE CRUZEIROS CORRENTES) | ÍNDICE GERAL DE PREÇOS POR ATACADO (BASE — MÉDIA 1953 = 100) | EMPRÉSTIMOS REAIS AO SETOR PRIVADO (EM MILHÕES DE CRUZEIROS DE 1953) |
|-----------|---|--|--|
| 1951..... | 88,6  | 82,5   | 103,8  |
| 1952..... | 102,2   | 90,4   | 113,0  |
| 1953..... | 120,4   | 113,2  | 106,4  |
| 1954..... | 152,2   | 140,3  | 108,5  |
| 1955..... | 191,4   | 153,5  | 111,7  |
| 1956..... | 205,4   | 192,9  | 106,5  |
| 1957..... | 254,6   | 199,4  | 127,6  |
| 1958..... | 311,5   | 255,0  | 122,2  |
| 1959..... | 400,9   | 347,1  | 115,5  |
| 1960..... | 565,0   | 460,8  | 122,6  |
| 1961..... | 781,4   | 601,6  | 112,9  |
| 1962..... | 1 254,6   | 1 037,0  | 121,0  |
| 1963..... | 1 945,9   | 1 855,0  | 104,9  |
| 1964..... | 3 506,3   | 3 648,6  | 96,1   |
| 1965..... | 5 521,6   | 4 638,0  | 119,0  |

Fonte: Banco Central e Fundação Getúlio Vargas.

Convém ressaltar, a esta altura, o papel que vêm desempenhando os bancos estaduais nos últimos anos, cujos depósitos já são parcela ponderável do total retido pelo sistema bancário. Estes bancos têm suplementado, com alguma eficiência, as carteiras de crédito agrícola e industrial do Banco do Brasil e constituem-se em valiosa assistência à produção. Os bancos de fomento econômico, bem como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico têm crescido em importância dentro de nossa economia, não cabendo, contudo, um balanço de suas atividades nos limites de nosso trabalho.

### 2.2.2 — O balancete dos bancos comerciais

No que diz respeito ao passivo dos bancos comerciais (Quadro XV), depois de examinadas suas relações com as Autoridades Monetárias, devemos mencionar em primeiro lugar os depósitos do Governo junto aos bancos comerciais (exclusive Banco do Brasil). Trata-se principalmente de depósitos de governos estaduais junto aos bancos que lhes pertencem. Tais depósitos experimentaram um declínio moderado no período 1951-1958,

quando representavam em média 4,5% do total de depósitos junto aos bancos comerciais. A partir desta época os governos aumentaram suas contas bancárias e essa parcela chegou a representar, em 1964, cerca de 8,5% do total de depósitos nos bancos comerciais. Como verificamos que houve um acréscimo substancial no montante depositado pelo público em geral, vemos que os depósitos do Governo acompanharam este crescimento e conseguiram mesmo superá-lo relativamente. Assim, os depósitos à vista e a curto prazo do público junto aos bancos comerciais, que representavam 91,1% em 1951 e 92,6% em 1958, somaram 88,6% em 1964.

Quanto aos depósitos a prazo, seu declínio e quase extinção já foram por nós analisados.

No que se refere ao ativo dos bancos comerciais, o que se convencionou chamar encaixe já foi anteriormente discutido (Quadro XV). O fato da maior ênfase ao financiamento do setor público, com certo comprometimento de assistência ao setor privado, já foi também observado. Resta verificar as contas específicas que sofreram maiores alterações no decorrer dos anos de pós-guerra. Estas foram, sem dúvida alguma, os investimentos em títulos governamentais a prazo médio e longo, cuja subscrição voluntária praticamente se extinguiu com a inflação, exceto para os fins já mencionados e a transferência do tipo de empréstimo concedido ao público nas contas «em conta corrente» e «hipotecárias» para a de «descontos». Representavam respectivamente 34,5%, 4,2%, 61,3% em 1951 e passaram a se constituir percentualmente em 9,0, 0,5 e 90,3 em 1964. A necessidade de financiamento dos produtos da indústria, que se desenvolveu neste período, foi o maior móvel desta mudança de composição.

### 2.3 — A Expansão dos Meios de Pagamento

Os meios de pagamento desdobram-se em duas componentes básicas: papel-moeda e moeda escritural ou bancária. A primeira dessas componentes equivale ao saldo do papel-moeda em poder do público, isto é, ao papel-moeda emitido menos o encaixe em moeda corrente dos bancos comerciais e das Autoridades Mone-

tárias. A segunda engloba os depósitos à vista e a curto prazo nos bancos comerciais e com as Autoridades Monetárias.

Procuraremos apresentar uma explicação para os aumentos dos meios de pagamento, desdobrada em duas partes: a primeira referente às emissões de papel-moeda; a segunda, referente ao crescimento da moeda escritural, causada pelo funcionamento do mecanismo de expansão dos meios de pagamento através do sistema bancário. Este último processo, mais simples, será imediatamente discutido. O primeiro, que envolve as relações da emissão propriamente dita com algumas variáveis importantes, será analisado em seguida.

### 2.3.1 — Expansão através do sistema bancário

Quando as autoridades monetárias emitem papel-moeda, uma parte desse papel-moeda flui para a caixa da população e uma parte é retida na caixa dos bancos. A população, de posse dessa nova quantidade de papel-moeda, guarda parte em seu poder para atender as suas necessidades de transação, sendo a outra parte depositada no sistema bancário. O hábito do público de distribuir seus haveres monetários em moeda corrente e em moeda bancária, e a prática dos bancos comerciais de manterem encaixes em moeda corrente muito inferiores aos seus depósitos à vista, faculta ao sistema bancário o poder de multiplicar, dentro de certos limites e segundo o conhecido mecanismo, qualquer expansão de meios de pagamento iniciada pelas Autoridades Monetárias.

Assim, o mecanismo de expansão pode iniciar-se pela utilização do encaixe excedente dos bancos comerciais ou por uma mudança dos hábitos do público, no sentido de uma maior preferência por moeda escritural, ou, mais freqüentemente, através de uma expansão ativa das Autoridades Monetária.

Parte do papel-moeda, que flui para os bancos comerciais sob a forma de novos depósitos à vista, permite a criação de um excesso de encaixe do sistema bancário, que se vê habilitado a aumentar os empréstimos concedidos em quantidade igual aos depósitos, menos o aumento do encaixe. Os novos empréstimos concedidos tornarão a aumentar a moeda em poder do público,

que reterá novamente uma parcela do dinheiro recebido em seu poder, depositando o restante no sistema bancário, e assim por diante.

Ao fim de algum tempo, o volume de depósitos à vista terá aumentado, crescendo em consequência os meios de pagamento, que passam a ser um múltiplo do meio circulante criado pela emissão.

### 2.3.2 — As emissões de papel-moeda

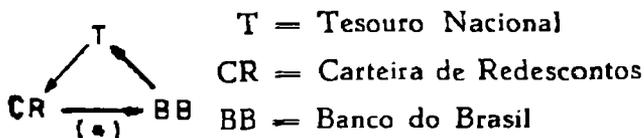
As emissões vinham tendo como principal causa os *deficits* de caixa do Tesouro. Esses *deficits* derivavam-se do fato de o Governo gastar na aquisição de bens e serviços uma quantidade de recursos monetários e financeiros maior do que dispunha. À medida que as suas despesas de capital aumentavam, as receitas iam crescendo apenas o suficiente para cobrir as despesas correntes. Ao longo dos últimos anos, a pressão destes *deficits* públicos sobre a economia brasileira acelerou-se com alarmante intensidade; até 1955, os *deficits* de caixa da União não chegavam a 1% do Produto Interno Bruto; em 1962 e 1963, tal relação elevou-se para mais de 5% (Quadro III).

Para financiar esse *deficit* o Governo poderia lançar mão de dois recursos: o primeiro, cobrir a diferença através da colocação de títulos da dívida pública; o segundo, obter financiamento do Banco do Brasil.

O financiamento através da colocação de Letras do Tesouro, ou de outros títulos de dívida pública, não apresentaria consequências inflacionárias, pois se constituiria em uma transferência de recursos do setor privado para o Governo, sendo o aumento da procura do setor público compensado por uma queda de demanda do setor privado. Contudo, em virtude da inexistência quase completa de um mercado para títulos do Governo, no período de inflação crescente, o financiamento através da colocação de Letras do Tesouro vinha sendo persistentemente muito menor que o financiamento através do Banco do Brasil. Este último, no entanto, apresentava uma nítida componente inflacionária.

O Banco do Brasil, operando como banco comercial comum, recebendo depósitos e concedendo empréstimos ao setor privado, não dispunha de recursos suficientes para atender às crescentes solicitações de crédito por parte do Tesouro. Como consequência, era obrigado a aumentar seu débito junto à Carteira de Redesconto, que se via, por sua vez, impossibilitada de atendê-lo com os recursos normais. Recorria, então, à Caixa de Amortização que emitia a parcela correspondente aos títulos redescontados.

Estas emissões, que até antes da criação do Banco Central regulavam-se pelo Decreto-lei nº 4.792 de 5-10-42 (6), deveriam ser feitas exclusivamente para os redescontos ou empréstimos a bancos, quando garantidas pelas disponibilidades do Governo em ouro e cambiais, na proporção de 25%. Na prática, entretanto, tais disposições não prevaleciam e procedia-se às emissões de papel-moeda sem qualquer limitação. A operação se processava da seguinte maneira: o Tesouro devia ao Banco do Brasil o total dos cheques emitidos que superasse seus depósitos; o Banco do Brasil devia à Carteira de Redescontos o montante de que houvesse se utilizado; a Carteira de Redescontos devia ao Tesouro, através da Caixa de Amortização, o empréstimo ali contraído e que gerava a emissão de papel-moeda.



(\*) As setas indicam os débitos, que são em direção oposta ao movimento de fundos.

Fechava-se assim o ciclo e quando as emissões atingiam níveis muito elevados (substancialmente acima dos limites legais), o Executivo solicitava ao Congresso uma lei de encampação, pela qual anulava os débitos existentes nos vários sentidos e que se compensavam.

(6) A nova lei que criou o Banco Central modificou o processo de emissões e é objeto de comentário no apêndice.

QUADRO XV  
 BANCOS COMERCIAIS — BALANCETE CONSOLIDADO  
 (1952—1965)  
 A) PASSIVO

| PERÍODO   | RECURSOS PRÓPRIOS | DEPÓSITOS A VISTA E A CURTO PRAZO |                                    |   |            |           | DEPÓSITOS A PRAZO   |                                    |   |            |         | DÉBITO JUNTO ÀS AUTORIDADES MONETÁRIAS | DEMAIS EXIGIBILIDADES |          |         | TOTAL DO PASSIVO |
|-----------|-------------------|-----------------------------------|------------------------------------|---|------------|-----------|---------------------|------------------------------------|---|------------|---------|--|-----------------------|----------|---------|------------------|
|           |                   | DO TESOURO NACIONAL               | DE GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS | DE AUTARQUIAS E OUTRAS ENTIDADES PÚBLICAS | DO PÚBLICO | TOTAL     | DO TESOURO NACIONAL | DE GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS | DE AUTARQUIAS E OUTRAS ENTIDADES PÚBLICAS | DO PÚBLICO | TOTAL   |  | PREÇOS DE PAGAMENTO   | DIVERSAS | TOTAL   |                  |
| 1952..... | 12.687            | 48                                | 2.963                              | 781                                       | 56.544     | 60.336    | 44                  | 395                                | 1.276                                     | 15.157     | 16.872  | 7.821                                  | 1.601                 | 2.755    | 4.256   | 102.072          |
| 1953..... | 14.406            | 85                                | 2.064                              | 1.136                                     | 67.976     | 71.259    | 28                  | 593                                | 907                                       | 16.162     | 17.680  | 9.326                                  | 1.242                 | 2.465    | 3.707   | 116.387          |
| 1954..... | 16.297            | 175                               | 2.346                              | 1.536                                     | 81.038     | 84.895    | 165                 | 585                                | 938                                       | 18.671     | 20.369  | 10.516                                 | 1.364                 | 6.681    | 8.015   | 140.100          |
| 1955..... | 18.644            | 268                               | 2.648                              | 1.859                                     | 97.061     | 102.336   | 356                 | 420                                | 1.221                                     | 17.849     | 19.836  | 10.764                                 | 1.563                 | 5.795    | 7.358   | 158.928          |
| 1956..... | 24.396            | 560                               | 5.494                              | 3.941                                     | 116.646    | 126.641   | 735                 | 394                                | 1.247                                     | 18.695     | 21.071  | 11.767                                 | 2.520                 | 7.669    | 10.180  | 194.064          |
| 1957..... | 29.088            | 674                               | 7.586                              | 5.447                                     | 162.340    | 176.047   | 1.066               | 592                                | 1.122                                     | 21.745     | 24.325  | 11.627                                 | 3.661                 | 10.784   | 14.445  | 255.532          |
| 1958..... | 35.251            | 781                               | 8.244                              | 6.853                                     | 200.254    | 216.132   | 1.435               | 290                                | 1.258                                     | 22.761     | 23.744  | 16.370                                 | 4.578                 | 16.529   | 21.107  | 314.604          |
| 1959..... | 44.274            | 1.110                             | 17.072                             | 8.405                                     | 295.044    | 321.651   | 2.099               | 267                                | 3.329                                     | 24.452     | 30.747  | 16.262                                 | 7.083                 | 18.383   | 25.466  | 438.480          |
| 1960..... | 61.174            | 1.450                             | 18.666                             | 10.497                                    | 407.632    | 438.245   | 2.840               | 10.657                             | 4.930                                     | 38.825     | 49.342  | 27.755                                 | 9.010                 | 26.939   | 35.949  | 610.475          |
| 1961..... | 85.422            | 2.286                             | 26.537                             | 10.377                                    | 571.148    | 610.845   | 4.423               | 14.622                             | 5.811                                     | 32.395     | 55.149  | 35.851                                 | 16.653                | 46.499   | 62.152  | 849.419          |
| 1962..... | 124.746           | 4.491                             | 55.567                             | 16.867                                    | 960.824    | 1.037.749 | 6.628               | 11.174                             | 4.172                                     | 44.285     | 66.269  | 59.728                                 | 36.450                | 88.095   | 124.553 | 1.403.077        |
| 1963..... | 195.541           | 6.592                             | 85.022                             | 24.920                                    | 1.687.386  | 1.703.920 | 10.762              | 981                                | 5.004                                     | 72.665     | 89.410  | 95.123                                 | 72.705                | 154.600  | 227.305 | 2.311.099        |
| 1964..... | 581.019           | 9.297                             | 221.887                            | 66.205                                    | 2.772.225  | 3.069.614 | 12.649              | 5.325                              | 6.034                                     | 124.319    | 148.317 | 189.776                                | 154.214               | 268.769  | 422.983 | 4.411.714        |
| 1965..... | 995.065           | 18.432                            | 267.621                            | 125.585                                   | 5.388.075  | 5.759.711 | 21.666              | 3.763                              | 8.224                                     | 208.053    | 247.700 | 251.247                                | 307.300               | 485.632  | 792.932 | 8.060.663        |

NOTA: Ver "Observações (II)" publicadas no Boletim nº 4, Vol. VI, da extinta SUMOC, página 16, para critério de elaboração deste quadro.  
 Fonte: Banco Central



Contudo, além de recorrer ao financiamento do Banco do Brasil, o Governo contava com outras fontes de recursos, também arrecadados por aquela instituição bancária, como aquêles provenientes do contróle cambial, dos depósitos compulsórios vinculados às operações cambiais, dos depósitos bancários à ordem da SUMOC etc. Normalmente costuma-se apontar tais recursos como utilizados para financiar o *deficit* do Tesouro. Entretanto, tais recursos financiam tanto o setor governamental como o setor privado, não sendo possível qualquer vinculação entre os recursos recebidos e sua aplicação. Isto se deve ao fato de que o Banco do Brasil, funcionando como caixa única das Autoridades Monetárias, onde fundos de tôdas as origens eram misturados com seus próprios, não mostrava *a priori*, quando financiava o Tesouro, comprava divisas, ou ampliava o crédito às atividades econômicas. Somava simplesmente os recursos provenientes de seus depósitos, da contribuição recebida pela exportação de café e outras operações cambiais e das emissões de papel-moeda. Entretanto, *a posteriori*, era possível se obter a determinação exata dos setores da vida econômica nacional responsáveis pelas emissões, segundo determinadas definições.

Analisando o Quadro XVI, podemos ter uma indicação das fontes de recursos das Autoridades Monetárias (mais simplificada-mente, do Banco do Brasil), assim como de suas aplicações. Os valores representam as variações, para mais ou para menos, observadas em cada ano nos saldos líquidos das contas registradas nos Balancetes Consolidados das Autoridades Monetárias. Estas variações correspondem, assim, às diferenças verificadas entre os saldos líquidos, em 31 de dezembro do ano considerado, e aquêles em 31 de dezembro do ano anterior. O sinal positivo (+) significa que a conta exigiu recursos adicionais das Autoridades Monetárias, conquanto que o sinal negativo (—) significa que a mesma forneceu recursos às Autoridades. A resultante final é dada pelo volume adicional de «Papel-Moeda em Circulação fora das Autoridades Monetárias», correspondendo, assim, à diferença entre as variações de recursos e aplicações. Nesse contexto podemos notar quais os setores que mais contribuíram na pressão inflacionária, ou seja, quais absorveram maior volume adicional

## AUTORIDADES MONETÁRIAS — SETORES RESPONSÁVEIS PELA EMISSÃO DE PAPEL-MOEDA

Saldos em Fim de Ano (1957 — 1964)

Cr\$ Bilhões

| GRUPO DE CONTAS  | 1957   | 1958   | 1959   | 1960   | 1961    | 1962    | 1963    | 1964    | 1965      |
|--|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| <b>A — TRANSAÇÕES INTERNAS</b> .....   | + 18,8 | + 35,2 | + 5,4  | + 67,7 | + 96,0  | + 238,7 | + 367,7 | + 496,6 | — 549,6   |
| I — Tesouro Nacional (Operações Financeiras).....                                      | + 38,4 | + 19,0 | — 30,5 | + 75,4 | + 128,9 | + 215,6 | + 432,6 | + 748,4 | + 264,5   |
| II — Governos Estaduais e Municipais.....  | — 1,4  | — 0,5  | — 0,5  | + 0,8  | — 2,0   | + 0,2   | — 2,5   | — 10,9  | — 30,5    |
| III — Autarquias e outras Entidades Públicas.....                                      | — 5,3  | — 4,0  | — 3,2  | — 15,1 | — 33,7  | — 13,9  | — 35,5  | — 209,0 | — 101,1   |
| IV — Setor Privado (Empréstimos-Depósitos).....  | + 11,8 | + 21,7 | + 8,7  | + 35,3 | + 45,6  | + 118,8 | + 175,3 | + 252,0 | + 60,4    |
| V — Recursos Próprios.....   | — 4,3  | — 7,7  | — 7,1  | — 9,0  | — 19,9  | — 33,9  | — 72,7  | — 125,3 | — 212,8   |
| VI — Bancos Comerciais (Empréstimos-Depósitos).....                                    | — 18,9 | + 8,6  | — 28,1 | — 9,8  | — 31,2  | — 92,6  | — 180,4 | — 233,9 | — 758,4   |
| VII — Saldo Líquido das Demais Contas.....   | — 1,5  | — 1,9  | + 66,1 | — 9,9  | + 8,3   | + 44,5  | + 50,9  | + 75,5  | + 228,3   |
| <b>B — TRANSAÇÕES LIGADAS AO COMÉRCIO EXTERIOR</b> .....                               | — 3,3  | — 13,1 | + 27,8 | — 18,6 | + 2,1   | — 56,5  | — 24,0  | + 70,3  | + 1.234,7 |
| I — Operações Cambiais.....  | — 1,4  | — 2,7  | + 09,2 | + 11,8 | + 77,6  | — 138,3 | + 130,0 | + 29,5  | + 931,0   |
| II — Letras do Banco do Brasil.....  | —      | —      | —      | — 12,6 | — 55,2  | + 66,0  | — 57,3  | + 200,8 | + 152,3   |
| III — Outros Recursos Líquidos em Cr\$ Decorrentes do Controle do Sistema Cambial..... | — 4,8  | — 10,7 | + 14,2 | — 23,4 | — 25,8  | — 9,5   | — 115,5 | — 180,4 | + 51,7    |
| IV — Compra e Venda de Produtos de Exportação e Importação.....                        | + 2,9  | + 0,3  | + 4,4  | + 5,6  | + 5,5   | + 25,3  | + 18,8  | + 79,4  | + 99,7    |
| <b>C — PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO FORA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS</b> .....             | + 15,5 | + 22,1 | + 33,2 | + 49,1 | + 98,1  | + 182,2 | + 343,7 | + 566,9 | + 685,2   |
| Recolhido à Caixa do Banco do Brasil e SUMOC.....                                      | — 0,2  | — 1,1  | — 1,6  | — 2,4  | — 9,6   | — 12,7  | — 36,3  | — 28,1  | — 5,8     |
| Papel-Moeda Emitido.....   | + 15,8 | + 23,2 | + 34,8 | + 51,5 | + 107,7 | + 194,9 | + 380,0 | + 595,0 | + 691,0   |

Fonte: SUMOC

Sinais: + Grupo de operações exigiu recursos das Autoridades Monetárias;  
— Forneceu Recursos.

de recursos em cada ano, bem como quais figuraram como financiadores ou supridores de fundos às Autoridades Monetárias, segundo os conceitos definidos (7).

Podemos observar, tendo em vista o período analisado, que as Operações Financeiras com o Tesouro Nacional absorveram a maior parcela dos recursos das Autoridades Monetárias. A sua importância eleva-se sensivelmente a partir de 1961. O Setor Privado mostrou-se o segundo principal absorvedor de recursos das Autoridades. Igualmente, a partir de 1961, os montantes adicionais de recursos exigidos mostraram-se cada vez maiores. Já os bancos comerciais, bem como as autarquias e os Governos de Estados e Municípios se mostraram supridores líquidos de recursos. No âmbito das operações com o exterior, as operações com café (outros Recursos Líquidos decorrentes do Controle Cambial) e os depósitos obrigatórios de importadores e remetentes financeiros foram os principais supridores das Autoridades Monetárias.

---

(7) Para que melhor se entenda o significado das contas apresentadas no Quadro XVI, fazemos uma descrição sumária de cada uma delas no Apêndice I.



## 3. A Inflação e o Mercado de Capitais

---

### 3.1 — Período de Pós-Guerra Até 1961: Inflação Persistente como «Normal»

#### 3.1.1 — Introdução

Tem sido acentuada freqüentemente a existência simultânea, no Brasil, de inflação e crescimento do produto nacional. Conquanto esta afirmativa possa parecer motivo de júbilo, é, na realidade, um truismo vazio e pouco elucidativo. Um grupo de analistas satisfaz-se com a convicção de que a inflação *não evitou* o desenvolvimento econômico, ou mesmo, que a inflação *pode ter contribuído* para o crescimento. Um outro grupo de observadores encontra razões de otimismo para o futuro do Brasil na crença de que, se o País pôde alcançar taxas recordes de crescimento do produto nacional *apesar da inflação*, é possível que a taxa de desenvolvimento *sem a inflação* teria sido muito maior. Uma afirmativa que defende duas razões diametralmente opostas dificilmente pode ser considerada como elucidativa. A questão real é, portanto, saber se os efeitos da inflação sobre o desenvolvimento econômico são positivos ou negativos.

Êstes efeitos, no entanto, dificilmente podem ser estimados pela simples referência à magnitude absoluta do montante da formação

de capital em relação ao produto nacional. Durante os anos de 1947 a 1960, a formação bruta de capital foi em média de 16,6% do Produto Interno Bruto, ou cêrca de 10% líquidos, se descontarmos a depreciação. Em comparação com outros países, esta cifra não é nem particularmente boa nem particularmente ruim. A taxa brasileira de formação bruta de capital de 14,8% em 1960 com relação ao Produto Interno Bruto parece pequena comparada com a do Japão (36,9%), a da Holanda (29,8%), a da Alemanha (28,0%) e a da Argentina (26,7%); não tão pequena em comparação com a da Inglaterra (17,5%) e a dos Estados Unidos (17,4%), e razoavelmente boa em comparação com a das Filipinas (11,3%) e a do Chile (11,2%) (8).

A coincidência cronológica de uma taxa moderadamente boa de formação de capital e uma alta taxa inflacionária é, portanto, um fato estatístico. A análise seguinte aceita êste fato, mas descobre formas importantes e diversas pelas quais a inflação causou uma formação de capital e uma taxa de desenvolvimento menor no Brasil do que teria sido em outras condições.

### 3.1.2 — O caráter peculiar do mercado de capitais na inflação

A evidência estatística do comportamento das taxas de juros na experiência inflacionária brasileira desde a Segunda Guerra é difícil de ser obtida. A taxa máxima legal de juros de 12% ao ano deu origem a muitas formas de evasão, a maioria das quais, mesmo tornando-se conhecidas, não podem ser convertidas em pontos percentuais para indicar a parcela ilegal dos juros efetivamente pagos.

Mas, mesmo fazendo-se abstração dessas importantes informações quantitativas, pode-se mostrar que o mercado de capitais é provavelmente mais sensível à inflação (e à deflação, por similitude de raciocínio) do que a maioria dos mercados de bens e serviços. Nesses mercados de bens e serviços, custos e preços freqüentemente se movem juntos e, portanto, amenizam ou removem

---

(8) Banque des Règlements Internationaux, "34. Rapport Annuel", Bâle, Suisse, 8 de junho de 1964, pág. 43; e Nações Unidas *Yearbook of National Accounts*, New York, 1964, págs. 3-5, 48-50, 212-212.

No caso da Argentina e das Filipinas a percentagem se refere à renda nacional em vez de produto bruto nacional.

o impacto da inflação. Se não o fizessem, e se os custos se atrasassem em relação aos preços, a "ilusão de ganhos" poderia causar um forte interesse no processo da inflação. Realmente, um dos perigos substanciais da inflação é precisamente o de que mais inflação é necessária para sustentar o otimismo, ao passo que a estabilização cria um profundo pessimismo. A amplitude dos «ganhos ilusórios» pode ser realmente grande, constatando-se no Brasil uma variação entre 52,3% e 53,9% dos lucros totais das sociedades anônimas no período 1958-1961, embora parte desta cifra, não revelada em estatísticas, possa ser devida à evasão de impostos (9).

No mercado de capitais, diferente do mercado de bens e serviços, existem poucos exemplos de um movimento paralelo de custo e preço, embora os bancos comerciais representem uma aproximação razoável desta situação. Por outro lado, neste mercado, em particular, a maioria dos participantes tem uma atuação forte, ou do lado da oferta ou do lado da procura, representando, assim, uma desvantagem definida ou uma posição favorecida no mercado para fundos de empréstimo. Há, portanto, pouca ou nenhuma compensação por estar, ao mesmo tempo, do lado da oferta e da procura, o que ocorre em diferentes graus nos outros mercados.

Esta particularidade do mercado de capitais é estreitamente relacionada a outra: as taxas de inflação, tidas como moderadas na maioria dos países latino-americanos, são suficientes para converter taxas nominais de juros em zero ou em taxas negativas. Assim, uma inflação de 6% ao ano anula um retórno de 6% de juros dos haveres monetários; uma inflação de 12% ao ano (menos do que as taxas havidas no Brasil desde 1947) absorverá o máximo em juros permitidos pela Lei da Usura. É verdade que uma mudança de 3% para 6% na taxa de juros é uma subida de 100% no preço do capital, e uma queda de 6% para 3% não é uma redução de 3% mas um declínio de 50%. Todavia, o argumento com relação à mudança de nível de preços e a taxa líquida de juros permanece válido como simples questão aritmética.

---

(9) Mário Henrique Simonsen, *A Experiência Inflacionária no Brasil*. Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais, 1964, pág. 51.

Na história recente do Brasil a coexistência de uma taxa positiva de formação de capital e uma taxa *ostensivamente* negativa de juros parece indicar que a evasão da Lei da Usura tendeu a trazer as taxas efetivas de juros a vizinhanças da taxa de inflação. Até o ponto em que isto ocorreu, a Lei da Usura tornou-se evidentemente sem significado; até o ponto em que isto não ocorreu, a formação de capital sofreu certamente as influências destas taxas negativas. Esta conclusão permanece válida mesmo que o volume da formação de capital tenha sido mantido pelos empréstimos do Banco do Brasil a taxas reais negativas de juros, isto é, em condições não econômicas. O desaparecimento virtual do mercado de crédito a longo prazo parece evidenciar a sensibilidade do mercado de capitais com relação aos juros, sensibilidade esta que aumenta com a extensão do prazo do empréstimo.

Os fatos básicos da época do pós-guerra no Brasil até a inflação galopante de 1961-1964 foram esclarecedoramente apontados pelo Sr. Dênio Nogueira, atual Presidente do Banco Central da República do Brasil (10). De 1939 a 1945 a formação bruta de capital foi em média 17,6% do Produto Interno Bruto por ano, sem contar com investimentos do exterior. De 1946 a 1954 a taxa subiu para 18,5% dos quais 4,7% originados em fontes externas. De 1955 a 1960 a taxa caiu para 16,5% dos quais 3,8% eram recursos externos. Em resumo, a taxa de formação de capital de fontes domésticas para esses três períodos caiu de 17,6% para 13,8%, para 12,5%.

Estes fatos nos permitem chegar às seguintes conclusões: 1) com o crescimento da inflação de um período para outro, o poder de formação doméstica de capital diminuiu; 2) por volta do quinquênio 1955-1960 a força de formação doméstica de capital foi pouco mais do que suficiente para a manutenção da mesma renda *per capita*. Num país como o Brasil, com um crescimento populacional de 3% ao ano, uma relação capital-produto 2:1 e 6% de depreciação anual, é necessário um investimento bruto da ordem de 12% para manter o mesmo nível de renda *per capita*; 3) ao invés de aumentar a taxa de investimentos e conseqüentemente

---

(10) Conforme pronunciamento no "Ciclo de Palestras da Divisão de Edifícios Públicos do DASP», agosto de 1962.

acelerar o crescimento econômico, aquela taxa decresceu; poderia ter sido de 20% ao invés de 16%, e a taxa de desenvolvimento econômico poderia ter sido 8% ao invés de 6%, ou seja, 1/3 mais acelerada (11).

### 3.1.3 — A mudança do investimento privado para o público

A história estatística das proporções da mudança do investimento privado para o público de 1947 a 1960 é apresentada no Quadro XVII-A (12). Assim, o setor público, que investia 15,8% do total em 1947, passou a investir 38,4% em 1960; ou, para evitar possíveis exageros no valor dos anos isolados, de 25,7% (1947-1951) a 34,7% (1956-1960). Mesmo na segunda comparação, mais conservadora, a expressão da parcela pública de investimento cresceu cerca de 50% do nível de 1947, durante o curto período de 13 anos, o que é realmente uma mudança revolucionária. Provavelmente, uma parte desta mudança poderia ser vista como um acompanhamento natural ao desenvolvimento econômico, no qual o papel do Estado em reforçar a infra-estrutura — particularmente em economias menos desenvolvidas — é proporcionalmente maior.

Contudo, há considerável evidência de que o efeito da mudança nos investimentos privados para públicos foi *somente em parte* uma escolha motivada pelo desenvolvimento econômico. Grande parte desta mudança foi um ajustamento forçado em consequência da inflação. O ajustamento tomou a forma, em parte, de uma «atração» sobre o mercado de capitais a longo prazo exercido pelos órgãos e departamentos públicos e, em parte, de um «empurrão» das fontes privadas, ambos artificialmente induzidos.

O «empurrão» do lado das firmas privadas e investidores surgiu, de um lado, da indisposição dos emprestadores em comprar títulos de longo prazo, por causa de sua depreciação no processo inflacionário. Como resultado de uma quase completa falta de procura, o financiamento através de títulos foi limitado. A emissão de debêntures caiu em 1960, mesmo antes do surgimento da infla-

(11) NOGUEIRA, *loc. cit.*

(12) MÁRIO HENRIQUE SIMONSEN, *O Mercado Brasileiro de Capitais*, EPEA, Documento nº 2, Rio de Janeiro, maio 1965; pág. 38.

QUADRO XVII

CONTAS DE CAPITAL

A — FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO — GOVÊRNO E EMPRESAS (\*)

(1947 — 1964)

| INVESTIDOR      | 1947  | 1948  | 1949  | 1950  | 1951    | 1952    |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| <b>GOVÊRNO</b>  |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 4,5   | 7,0   | 9,5   | 11,7  | 12,1    | 14,5    |
| % do Total      | 15,8  | 23,3  | 29,4  | 34,1  | 28,6    | 26,8    |
| <b>EMPRESAS</b> |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 23,9  | 23,0  | 22,8  | 21,9  | 37,1    | 40,1    |
| % do Total      | 84,2  | 76,7  | 70,6  | 64,9  | 71,0    | 73,2    |
| <b>TOTAL</b>    |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 28,4  | 30,0  | 32,3  | 33,6  | 49,2    | 54,4    |
|                 | 1953  | 1954  | 1955  | 1956  | 1957    | 1958    |
| <b>GOVÊRNO</b>  |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 15,1  | 20,8  | 22,3  | 26,8  | 47,4    | 68,5    |
| % do Total      | 28,4  | 24,3  | 24,6  | 24,8  | 37,0    | 40,8    |
| <b>EMPRESAS</b> |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 40,7  | 70,6  | 76,9  | 90,2  | 90,5    | 112,5   |
| % do Total      | 70,6  | 75,7  | 76,0  | 75,2  | 63,0    | 59,2    |
| <b>TOTAL</b>    |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 55,8  | 91,4  | 99,2  | 117,0 | 137,9   | 181,0   |
|                 | 1959  | 1960  | 1961  | 1962  | 1963    | 1964    |
| <b>GOVÊRNO</b>  |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 85,5  | 126,5 | 170,6 | 313,6 | 440,3   | 903,6   |
| % do Total      | 32,3  | 38,4  | 29,5  | 36,8  | 29,0    | 34,1    |
| <b>EMPRESAS</b> |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 202,5 | 229,1 | 466,9 | 546,3 | 1.079,8 | 1.691,6 |
| % do Total      | 67,7  | 61,6  | 70,5  | 63,2  | 71,0    | 65,9    |
| <b>TOTAL</b>    |       |       |       |       |         |         |
| Cr\$ Bilhões    | 288,0 | 355,6 | 637,5 | 869,9 | 1.520,1 | 2.594,6 |

(\*) Inclusive Empresas Governamentais

Fonte: IBRE — FGV

QUADRO XVII  
 Contas de Capital  
 B — RECURSOS PARA A FORMAÇÃO DE CAPITAL  
 (1947 — 1964)

| ESPECIFICAÇÃO   | Em Cr\$ Bilhões |      |      |       |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |
|---|-----------------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
|   | 1947            | 1948 | 1949 | 1950  | 1951 | 1952 | 1953  | 1954  | 1955  | 1956  | 1957  | 1958  | 1959  | 1960  | 1961  | 1962  | 1963    | 1964    |
| Poupança Bruta do setor privado.....                  | 15,7            | 21,0 | 17,2 | 23,9  | 34,8 | 40,2 | 54,8  | 83,7  | 93,8  | 124,4 | 130,6 | 105,3 | 188,5 | 190,5 | 521,0 | 787,7 | 1.431,6 | 3.009,3 |
| Poupança em conta corrente do governo.....            | 6,8             | 7,5  | 8,8  | 6,9   | 14,3 | 12,8 | 4,2   | 20,0  | 13,2  | 7,0   | 15,6  | 57,5  | 83,3  | 126,1 | 60,0  | 9,0   | 62,2    | 90,5    |
| Saldo do Balanço de pagamentos em conta corrente..... | 5,1             | 0,8  | 2,2  | - 1,9 | 8,7  | 13,2 | - 0,6 | 6,7   | 1,0   | - 0,7 | 14,2  | 18,0  | 33,2  | 58,0  | 45,6  | 169,6 | 126,5   | - 95,2  |
| TOTAL DOS RECURSOS PARA FORMAÇÃO DE CAPITAL           | 25,6            | 29,3 | 28,2 | 28,9  | 57,8 | 66,2 | 58,4  | 110,4 | 108,0 | 130,7 | 160,4 | 180,8 | 305,0 | 374,4 | 626,0 | 966,3 | 1.620,3 | 3.004,6 |

| ESPECIFICAÇÃO   | Em % do PIB |       |       |        |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |       |       |        |
|---|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|   | 1947        | 1948  | 1949  | 1950   | 1951  | 1952  | 1953   | 1954  | 1955  | 1956   | 1957  | 1958  | 1959  | 1960  | 1961  | 1962  | 1963  | 1964   |
| Poupança Bruta do setor privado.....                  | 9,55        | 11,24 | 7,97  | 9,43   | 11,37 | 11,42 | 12,72  | 14,99 | 13,49 | 14,02  | 14,32 | 8,02  | 10,44 | 7,87  | 14,89 | 14,35 | 14,95 | 16,95  |
| Poupança em conta corrente do governo.....            | 4,14        | 4,01  | 4,08  | 2,72   | 4,67  | 3,65  | 0,97   | 5,58  | 1,90  | 0,79   | 1,47  | 4,38  | 4,61  | 5,21  | 1,71  | 0,16  | 0,65  | 0,49   |
| Saldo do Balanço de pagamentos em conta corrente..... | 1,89        | 0,45  | 1,02  | - 0,75 | 2,84  | 3,75  | - 0,14 | 1,20  | 0,14  | - 0,08 | 1,34  | 1,37  | 1,85  | 2,39  | 1,30  | 3,08  | 1,32  | - 5,04 |
| TOTAL.....  | 15,58       | 15,68 | 13,07 | 11,40  | 18,88 | 18,80 | 13,55  | 19,77 | 15,53 | 14,75  | 15,13 | 13,77 | 16,88 | 15,47 | 17,90 | 17,57 | 16,90 | 11,59  |

Fonte: IBRE — FGV



ção acelerada, para menos de 1% da emissão de ações e para somente 0,05% do Produto Interno Bruto corrente. Esta indisposição para investir nas formas produtivas ordinárias foi parcialmente compensada pelos «investimentos» do tipo paliativo que visavam meramente a escapar à depreciação da moeda e dos haveres monetários. O restante foi absorvido substancialmente pelos investimentos públicos através do sistema bancário, inclusive do Banco do Brasil, e através da transferência automática do poder de compra da moeda pela inflação.

Vale a pena lembrar que outro «empurrão» de poupanças para fora da esfera do investimento privado veio como consequência da combinação da inflação e da Lei do Inquilinato, a qual praticamente bloqueou o campo da construção residencial durante a maior parte do período inflacionário. É realmente curioso observar que a influência distorciva da inflação sobre o investimento com respeito à construção de casas tem sido negada, com base num aumento muito menos rápido do índice de construção residencial do que de outros índices de produção, como, por exemplo, cimento e aço, conforme mostra o Quadro XVIII. Estas mesmas cifras,

QUADRO XVIII  
ÍNDICES DE PRODUÇÃO (1947 — 1961)  
(1948 = 100)

| A N O S | CIMENTO | AÇO | CONSTRUÇÃO RESIDENCIAL (*) |
|---------|---------|-----|----------------------------|
| 1947    | 82      | 79  | 91                         |
| 1948    | 100     | 100 | 100                        |
| 1949    | 115     | 119 | 110                        |
| 1950    | 125     | 153 | 123                        |
| 1951    | 130     | 167 | 161                        |
| 1952    | 145     | 174 | 179                        |
| 1953    | 183     | 199 | 199                        |
| 1954    | 217     | 230 | 191                        |
| 1955    | 234     | 231 | 93                         |
| 1956    | 294     | 268 | 163                        |
| 1957    | 287     | 248 | 182                        |
| 1958    | 337     | 273 | 124                        |
| 1959    | 341     | 301 | 109                        |
| 1960    | 397     | 356 | 133                        |
| 1961    | 421     | 390 | 114                        |

(\*) Representa autorizações para construir; pode, eventualmente, superestimar as construções efetivas.

Fonte: Conjuntura Econômica, Janeiro de 1963.

contudo, evidenciam dramaticamente que o investimento em moradias foi seriamente distorcido, não no sentido de  *muito mais*, mas no de  *muitos menos*. Parece estranho que alguém pudesse desapreber-se da tão conhecida e cada vez maior escassez de casas que tem prevalecido no Brasil desde o fim da Segunda Grande Guerra. A correlação desta escassez com o teto dos aluguéis, combinada com a inflação, também parece óbvia assim como o fato de que o teto dos aluguéis foi causado (ou ao menos ocasionado) pela inflação.

Finalmente, um fenômeno importante a considerar, no desvio (expulsão) dos fundos de capital do setor privado atribuível à inflação, tem sido a fixação de taxas dos serviços de utilidade pública a níveis inadequados. No Brasil, tem sido uma característica das estradas de ferro, transportes urbanos, linhas aéreas, marinha mercante, telefones e telegrama, água, eletricidade e gás. Na ausência de inflação, seria concebível ainda o problema da existência de taxas inadequadas, mas é difícil de se imaginar que isto chegasse a constituir um problema da magnitude comparável àquela efetivamente encontrada. Deve-se acentuar que, em alguns casos, as taxas inadequadas dos serviços de utilidade pública influenciaram a transferência das empresas concessionárias para o Governo. Os prejuízos auferidos pelas concessionárias, ao longo do período inflacionário até a transferência de sua propriedade ou administração para o setor público, pareciam indicar que a única causa do insucesso era a ineficiência nas operações. Contudo, a inflação associada a um atraso no ajuste das taxas de prestação de serviços muito contribuiu para as dificuldades.

A possibilidade, acentuada por alguns economistas (13), de que a inflação brasileira teve uma contribuição positiva no desenvolvimento econômico do País, através das poupanças forçadas das classes trabalhadoras, precisa ser compensada por dois fatores conspicuamente negativos no setor de utilidades públicas. O primeiro é a alta probabilidade de que o subinvestimento causado pela inflação em áreas críticas da economia brasileira, como trans-

---

(13) WERNER BAER *Industrialization and Economic Development in Brazil*, Richard D. Irwin Inc. (Homewood, Ill.), 1965, cap. 5, incluindo quadros 5-11 e 5-12, A, B, C, D.

portes, comunicações, energia, etc., e os ajustamentos atrasados das tarifas de serviços públicos tenham oposto forte resistência ao desenvolvimento nacional na última década ou mais. A exigüidade de dados anuais com relação aos investimentos por produtos nas áreas críticas tem interferido na avaliação quantitativa destes prejuízos (14).

Um segundo fator adverso da inflação, combinado com o atraso das taxas de utilidade pública em relação aos aumentos de preço, foi a necessidade que teve o Governo Federal de tentar compensar os prejuízos operacionais por subsídios. Subsídios a qualquer unidade do Governo pode ser considerado, em termos econômicos, como uma violação à regra geral de determinação de preços com base nos custos (15). Outra forma de dizer a mesma coisa: no caso dos governos estaduais e municipais, que não podem cobrir as despesas pela criação de dinheiro, os subsídios às utilidades públicas significam que outras linhas de possíveis gastos, como por exemplo, estradas, hospitais, escolas etc., podem ser diminuídas pelos montantes respectivos. Mas no caso do Governo Federal, numa estrutura em que os *deficits* orçamentários são antecipadamente financiados pela criação de meios de pagamento, os subsídios para as concessionárias de serviços públicos envolvem uma igual adição à oferta inflacionária de dinheiro. Mesmo subsídios concedidos pelos Estados e Municípios podem induzir o Governo Federal a ajudá-los, e estes empréstimos podem ser financiados através do aumento do *deficit* com a emissão de papel-moeda.

É bem verdade que, num período de inflação, se esperaria que o montante em cruzeiros dos subsídios aumentasse; mas o que nos preocupa são os efeitos da inflação sobre os subsídios. O oposto a isto, ou seja, o efeito dos subsídios sobre a inflação — fato com

---

(14) Deve-se considerar a possibilidade de os subsídios terem sido suficientemente grandes para compensar as taxas inadequadas cobradas pelas concessionárias de serviços públicos. A deterioração do sistema, no entanto, parece indicar que, mesmo com subsídios, a prestação de serviços públicos não foi atrativo para o investimento privado.

(15) Em alguns casos excepcionais são claramente baseados em problemas de bem-estar geral, p.ex.: merendas escolares, tarifas mais baixas de ônibus para estudantes, etc. Seria, no entanto, raro um caso favorável para um subsídio geral nos transportes, eletricidade, gás, etc..

o qual estivemos nos ocupando — é demonstrado de uma maneira melhor se expressarmos o volume dos subsídios em termos reais, ou seja, em cruzeiros de poder aquisitivo constante. Nas cifras que se seguem, os subsídios são demonstrados através dos quatro

| TRANSPORTE           | SUBVENÇÕES OPERACIONAIS<br>Cr\$ BILHÕES EM PREÇOS DE 1965 |       |       |       |       |       |
|----------------------|---|-------|-------|-------|-------|-------|
|                      | 1960  | 1961  | 1962  | 1963  | 1964  | 1965  |
| Ferroviário .....    | 185.1   | 200.1 | 377.4 | 472.7 | 491.2 | 296.8 |
| Marítimo .....       | 98.1  | 149.6 | 125.9 | 120.4 | 94.4  | 65.0  |
| Portuário .....      | 3   | 5.0   | 21.2  | 16.0  | 38.4  | 12.4  |
| Aéreo .....          | 7.9   | 18.9  | 53.6  | 31.6  | 27.9  | 12.0  |
| Total .....          | 291.4   | 435.5 | 578.1 | 640.8 | 651.9 | 386.2 |
| Índice 1963 = 100 .. | 45.5  | 70.8  | 90.0  | 100.0 | 101.7 | 60.2  |

ramos dos serviços de transporte, uma vez que a área de comunicações foi causa relativamente sem importância para concessão de subsídios, e as atividades industriais e financeiras do Governo foram, na realidade, lucrativas (16). Até 1964 o aumento constante dos subsídios concedidos, inclusive ao sistema ferroviário que é responsável pela maior parcela do total, mostra o quanto estes subsídios influíram na intensificação da inflação. A partir de março de 1964, o novo Governo inverteu a tendência, e, em 1965, os subsídios passaram a representar causa menos importante no processo inflacionário.

Até o presente, a análise tem lidado com a expulsão de fundos de capital do setor público como um subproduto da inflação (real-

(16) "Autarquias e outras entidades públicas" aparecem no Quadro XIV com um sinal negativo, significando que «fornecem recursos». Deve ser categoricamente acentuado que isto significa que estas entidades forneceram recursos às *Autoridades Monetárias*, i.e. ao Banco do Brasil. O grande volume de subsídios do Tesouro Nacional fornecidos às concessionárias de transportes não estão incluídos nas cifras do Quadro XIV.

mente uma das maiores consequências). Mas a mudança crítica do setor privado para o público resultou de uma atração principalmente de caráter compulsório, por parte do Governo. Simonsen expressa esta força claramente numa comparação dos empréstimos feitos ao público, isto é, ao setor privado, pelo sistema financeiro, com os empréstimos compulsórios feitos ao Governo através de financiamento do *deficit* por meio do aumento da oferta de moeda, sendo os empréstimos voluntários virtualmente inexistentes. Como se vê no Quadro XIX, mesmo durante os anos de inflação relativa-

QUADRO XIX (\*)  
 EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO X MEIOS DE PAGAMENTO  
 (Saldo em Fim de Ano)

| A N O S   | Cr\$ Milhões                           |  |                          |
|-----------|--|--|--------------------------|
|           | EMPRÉSTIMOS<br>AO SETOR PRIVADO<br>(A) | SALDO DOS MEIOS<br>DE PAGAMENTO<br>(B) | RELAÇÃO<br>$\frac{A}{B}$ |
| 1951..... | 85.647                                 | 56.246                                 | 0,944                    |
| 1952..... | 102.276                                | 104.182                                | 0,982                    |
| 1953..... | 150.560                                | 124.069                                | 0,970                    |
| 1954..... | 159.164                                | 151.474                                | 1,005                    |
| 1955..... | 171.405                                | 177.922                                | 0,963                    |
| 1956..... | 205.245                                | 217.283                                | 0,946                    |
| 1957..... | 254.609                                | 290.938                                | 0,875                    |
| 1958..... | 311.677                                | 355.158                                | 0,882                    |
| 1959..... | 400.856                                | 500.572                                | 0,801                    |
| 1960..... | 565.034                                | 699.032                                | 0,816                    |
| 1961..... | 781.422                                | 1.041.842                              | 0,750                    |
| 1962..... | 1.254.472                              | 1.702.505                              | 0,737                    |
| 1963..... | 1.945.848                              | 2.592.183                              | 0,693                    |
| 1964..... | 3.506.373                              | 5.190.266                              | 0,675                    |
| 1965..... | 5.542.5                                | (**) 9.074.6                           | 0,611                    |

(\*) Inclusive Sociedades de Economia Mista

(\*\*) Estimativa

Fonte: SUMOC

mente moderada, a relação entre os empréstimos ao público por parte do sistema financeiro, incluindo o Banco do Brasil, e os empréstimos ao Governo (compulsórios) caiu de 1,005 em 1954 para 0,75 em 1961 e tendeu a declinar mais nos anos subsequentes. A objeção a esta mudança não é que o investimento do Governo seja necessariamente feito em nível inferior ao do investimento privado. Parte do capital monetário originado das poupanças privadas foi canalizado para a formação real de capital pelo Governo, expandindo a capacidade produtiva da economia. As obje-

ções, na verdade, têm dois aspectos: em primeiro lugar, as despesas do Governo superiores à arrecadação (em excesso ao crescimento do Produto Interno Bruto) representam uma tributação compulsória ao público *não autorizada* por processos parlamentares; em segundo lugar, parte da carga forçada seria quase por certo utilizada para gastos correntes do Governo. Portanto, parte da transferência forçada é perdida para a capacidade de formação de capital da economia.

### 3.1.4 — O comportamento da poupança do setor privado

O comportamento da poupança privada durante o período do pós-guerra é o resultado do efeito conjugado de diversas forças. De início, devemos considerar o *deficit* orçamentário do Governo. Como somente uma parcela das despesas governamentais era coberta pela arrecadação tributária, resultava um *deficit* que era financiado em pequena parte pela colocação de Títulos da Dívida Pública e em grande parte através da abertura de crédito junto ao Banco do Brasil e emissões de papel moeda. Neste contexto, torna-se aconselhável distinguir os efeitos imediato e subsequente dos empréstimos pelo Banco do Brasil e das emissões destinados à cobertura do *deficit*.

Consideremos inicialmente o impacto imediato. Todo o montante de acréscimos de meios de pagamento passa para as mãos do público através de sua troca por bens e serviços. Desta forma há uma cessão, por parte do público, de bens reais de um estoque existente, não lhe sendo apresentada outra opção, desde que as compras do Governo no mercado podem ser efetuadas a preços tão altos quanto seja necessário para contrabalançar uma eventual relutância dos agentes com os quais pretende trocar. Assim, neste primeiro impacto, o total dos meios adicionais de pagamento resulta em uma poupança forçada do setor privado da economia. Em virtude dos gastos governamentais, há um aumento no nível geral dos preços. É neste sentido, e somente neste, que se pode esperar uma estreita correlação entre poupança privada (incluindo o incremento involuntário) e o aumento nos preços, quando ambos são expressos em termos nominais.

De um ponto de vista geral, parece haver, na verdade, alguma correlação entre a poupança privada e o aumento nos preços. De 1949 a 1954, a poupança privada como uma fração do PIB praticamente dobrou, em consequência de aumentos em cada um dos seis anos (Quadro XVII-B). Entretanto, o custo de vida na Guanabara (Quadro I) aumentou e seus incrementos anuais variaram de 3,4% a 23%. De 1955 até fins de 1960, a poupança privada caiu de 15% para 8% do PIB e o incremento médio anual no custo de vida caiu em cada ano, em relação ao ano anterior, exceto em 1959. De 1961 até fins de 1964, quando a poupança privada estava em um nível elevado, de 15% a 16% do PIB, o custo de vida aumentara rapidamente através de incrementos anuais sucessivos, de 33% para quase 92%. Assim, parece haver um efeito positivo, no total da poupança privada, através da poupança forçada.

Ao se analisar os efeitos subseqüentes das causas em questão cumpre registrar a existência de fortes reações ao processo de *transferências forçadas*. Em primeiro lugar, o público reduz em alguma proporção as suas poupanças *voluntárias*, num esforço para escapar da deterioração de seu padrão de consumo habitual. Como as estatísticas sobre as poupanças não podem separar magnitudes *ex-ante* e *ex-post*, não é possível medir esta reação, mas podemos estar razoavelmente certos de que esta reação tenha ocorrido.

Em segundo lugar, há uma redistribuição da renda, que representa um fator negativo para a poupança. Durante a inflação brasileira, pelo menos até os últimos três ou quatro anos anteriores a 1964, a transferência da renda real não teria sido dos trabalhadores para os proprietários, como freqüentemente se alega. De acôrdo com nossa análise e com base nas Contas Nacionais, de 1952 até 1960 as rendas dos proprietários, medidas em percentagens do PNL, ter-se-iam mantido aproximadamente constantes (17). No mesmo período os «salários e ordenados» evoluíram de 29,4% para 32% do PNL, enquanto que as parcelas dos «profissionais autônomos», «profissionais liberais» e «administradores de em-

---

(17) Ver o trabalho de Wanderly José Manso de Almeida, «Salários e Poupança Forçada», que será publicado em breve.

prêsas» caía. Desde que os grupos que sofreram um declínio de renda real pertencem à categoria de não proprietários com uma propensão a poupar mais elevada, comparativamente à do grupo incluído em «salários e ordenados», seria de se esperar que a poupança do tipo voluntário declinasse.

A comprovação estatística desta relação parece ser sugerida pelo quadro a seguir (18) :

POUPANÇA PRIVADA E SALÁRIO-MÍNIMO

|  | PERIÓDOS |         |         |         |       |
|--|----------|---------|---------|---------|-------|
|  | 1952/54  | 1955/58 | 1959/60 | 1961/64 |       |
| Poupança Bruta Privada em % do PIB.....          | 13,04    | 12,05   | 11,96   | 9,14    | 15,02 |
| MÉDIA: 1952/58.....                              |          |         |         |         |       |
| Salário Mínimo Real por mês em Cr\$ de 1953..... | 1.302    |         | 1.677   | 1.649   | 1.548 |
| MÉDIA: 1952/58.....                              |          | 1.487   |         |         |       |

Font.: Fundação Getúlio Vargas

Durante o período 1952/1958, o volume médio da poupança privada situava-se em um nível moderado de 12,05% do PIB, enquanto que o salário mínimo real, mantinha-se em Cr\$ 1.487 por mês. No período subsequente, 1959/1960, a média do salário mínimo real elevou-se a Cr\$ 1.649: um acréscimo de 10,9%. Ao mesmo tempo, as poupanças declinaram para a média de 9,14% do PIB, ou seja, um decréscimo de 23,6%. Finalmene, no correr do perodo 1961/1964, o salário mínimo real caiu para a média mensal de Cr\$ 1.548: enquanto isto, as poupanças elevavam-se a 15,02% do PIB, isto é, um acréscimo de 64% sôbre a média anterior.

Parece existir, portanto, ainda que a *grasso modo*, certa relação inversa entre o salário-mínimo real e a poupança privada. Tal

(18) Evidentemente, para uma análise definitiva da questão, seria necessária a ampliação do estudo para outras áreas de remuneração, o que foi impedido pela exigüidade das informações estatísticas disponíveis.

relação inversa teria provocado no primeiro período — 1952/1960 — um declínio da poupança voluntária e no segundo período — 1961/1964 — um aumento da poupança voluntária, embora admitamos que parte daquele incremento de 64% deu-se através de poupanças forçadas.

Os dois fatores que reduzem a poupança voluntária — 1) a redução da poupança para manter os hábitos de consumo e 2) a transferência de renda da classe média para os trabalhadores — compensam de modo substancial a poupança forçada pelo impacto do *deficit* financeiro. Ainda como consequência dos dois fatores acima mencionados, a correlação da poupança privada com o nível dos preços torna-se muito fraca (19).

### 3.1.5 — O comportamento do capital estrangeiro — 1947-1961

O fluxo de capital estrangeiro é determinado pelas principais variáveis econômicas, como renda nacional, e por fatores puramente políticos, como protecionismo e nacionalismo, os quais influenciam a severidade do controle de câmbio. No entanto, é difícil pôr-se em dúvida que a inflação tenha-se juntado às pressões políticas e econômicas em favor de um controle restritivo de câmbio. Neste sentido, existe uma conexão entre a inflação e o movimento secular decrescente do montante de capital alienígena (excluindo-se aquele em forma de ajuda externa) colocado à disposição da economia brasileira.

Sob o ângulo do controle cambial, o período de 14 anos, de 1947 a 1961, pode ser decomposto em dois subperíodos distintos, com uma linha divisória em 1953. Durante o primeiro período, 1947/1953, no qual as remessas e os lucros oriundos de capital estrangeiro foram substancialmente reduzidos, a média anual do influxo de capital alienígena foi de US\$ 14 milhões, e a remessa de lucros US\$ 47 milhões, como pode ser visto no Quadro XX.

---

(19) Uma regressão entre a relação Poupança Bruta do Setor Privado PIB e o Deflator Implícito demonstrou um coeficiente de correlação igual a  $R^2 = 0,369$  — testado ao nível de significância de 1%.

## QUADRO XX

## CAPITAL ESTRANGEIRO — MOVIMENTO E RENDIMENTO DOS CAPITAIS DE EMPRÉSTIMO E RISCO

( 1947 — 1965 )

US\$ Milhões

| ANOS         | MOVIMENTO DE CAPITAIS      |                      |                          |                     |                    | RENDAS DE INVESTIMENTOS   |  |                          | SALDO<br>GERAL<br>(5) — (8) |
|--------------|----------------------------|----------------------|--------------------------|---------------------|--------------------|---|--|--------------------------|-----------------------------|
|              | INGRESSOS                  |                      |                          | AJUSTIZAÇÕES<br>(4) | SALDO<br>(3) — (4) | DE INVESTIMENTO<br>DIRITOS E DE<br>PARTICIPAÇÃO<br>(Saldo Líquido)<br>(6) | DE OUTROS<br>INVESTIMENTOS<br>(Saldo Líquido)<br>(7) | TOTAL<br>(6) +(7)<br>(8) |                             |
|              | CAPITAIS DE<br>EMPRÉSTIMOS | CAPITAIS DE<br>RISCO | TOTAL<br>(1) +(2)<br>(3) |                     |                    |   |  |                          |                             |
|              | (1)                        | (2)                  | (3)                      | (4)                 | (5)                | (6)   | (7)  | (8)                      |                             |
| 1947.....    | 250                        | 55                   | 314                      | 20                  | 285                | —   | —  | 55                       | 230                         |
| 1948.....    | 0                          | 07                   | 70                       | 82                  | — 6                | —   | —  | 105                      | 111                         |
| 1949.....    | 119                        | 44                   | 163                      | 107                 | 56                 | 80  | 21   | 101                      | — 45                        |
| 1950.....    | 52                         | 39                   | 91                       | 85                  | 6                  | 83  | 27   | 110                      | — 104                       |
| 1951.....    | 222                        | 03                   | 225                      | 27                  | 258                | 137   | 90   | 157                      | 101                         |
| 1952.....    | 110                        | 94                   | 204                      | 61                  | 143                | 100   | 21   | 121                      | 22                          |
| 1953.....    | 551                        | 60                   | 611                      | 46                  | 565                | 131   | 34   | 165                      | 400                         |
| 1947/53..... | 1.322                      | 422                  | 1.744                    | 437                 | 1.307              | 531   | 123  | 814                      | 715                         |
| 1954.....    | 360                        | 51                   | 420                      | 134                 | 286                | 89  | 48   | 137                      | 146                         |
| 1955.....    | 145                        | 79                   | 224                      | 197                 | 27                 | 79  | 35   | 114                      | — 87                        |
| 1956.....    | 245                        | 130                  | 387                      | 215                 | 172                | 74  | 67   | 141                      | 31                          |
| 1957.....    | 356                        | 178                  | 534                      | 260                 | 274                | 61  | 67   | 128                      | 146                         |
| 1958.....    | 576                        | 128                  | 704                      | 324                 | 380                | 46  | 58   | 107                      | 273                         |
| 1959.....    | 589                        | 158                  | 747                      | 378                 | 369                | 59  | 91   | 150                      | 219                         |
| 1960.....    | 703                        | 138                  | 901                      | 410                 | 491                | 78  | 106  | 184                      | 307                         |
| 1961.....    | 830                        | 147                  | 958                      | 486                 | 520                | 70  | 114  | 184                      | 346                         |
| 1954/61..... | 3.855                      | 1.018                | 4.903                    | 2.374               | 2.529              | 550   | 556  | 1.145                    | 1.381                       |
| 1962.....    | 403                        | 132                  | 535                      | 346                 | 249                | 81  | 118  | 199                      | 86                          |
| 1963.....    | 300                        | 87                   | 486                      | 354                 | 132                | 57  | 87   | 144                      | — 19                        |
| 1964.....    | 314                        | 86                   | 400                      | 438                 | — 38               | 58  | 151  | 183                      | — 227                       |
| 1965.....    | 207                        | 42                   | 249                      | 502                 | — 48               | 20  | 183  | 170                      | — 213                       |

Fonte: Balanço de pagamentos do Brasil — Boletim do BUMOC e Banco Central.

Entre 1954 e 1961, quando era garantido um movimento livre de capital estrangeiro, o Brasil recebeu US\$ 91 milhões e remeteu US\$ 39 milhões (20). Em 1962 (setembro), restrições drásticas foram novamente introduzidas e a entrada de capital externo caiu vertiginosamente (21).

Com relação específica ao Brasil, qualquer cerceamento na entrada de capital estrangeiro é particularmente sério. Como apontou o Senhor Felipe Herrera, Presidente do Banco Interamericano de Desenvolvimento (22) cada um dos aspectos da matéria, comum à maioria dos países latino-americanos, se reveste de clara relevância quando se trata do Brasil. Inicialmente, coloca-se a taxa de crescimento da população a qual, sendo 3,0% ao ano, exige uma taxa anual líquida de investimentos de 6,0% (com uma relação capital/produto de 2:1) tão somente para evitar queda na renda *per capita*. Depois, existe o fato de as exportações brasileiras serem compostas principalmente de matérias-primas e gêneros alimentícios. Como os preços desta pauta de exportação têm uma pronunciada tendência baixista, a capacidade de importar sofre contínua deterioração, pondo em risco os programas de desenvolvimento. Em terceiro lugar, aparece a aceleração do processo industrial, impondo, cada vez mais, a necessidade de capitais e recursos tecnológicos, dificilmente encontrados no País. Finalmente, existe a falta de um mercado interno bastante amplo que assegure o escoamento de uma produção industrial maciça e permita as vantagens da produção em larga escala. Todas essas considerações sustentam claramente a contribuição irrefutável que pode ser feita pelo investimento estrangeiro ao desenvolvimento econômico do Brasil.

---

(20) A Portaria 113, baixada em fevereiro de 1965, liberou a importação de equipamentos comprovadamente obtidos através de recursos estrangeiros.

(21) Cf. APEC, *Análise e Perspectiva Econômica*, Rio de Janeiro, nº 52 «Inflação e Desenvolvimento», pág. 2.

(22) Cf. APEC, *Análise e Perspectiva Econômica*, nº 15, dezembro 20, 1962, «A margem de um discurso».

### 3.2 — De 1961 a Março de 1964: Inflação Acelerada

#### 3.2.1 — A tendência de as taxas de inflação tornarem-se cumulativas

Alguns escritores têm citado exemplos em que — afirmam — a inflação persistiu por períodos prolongados sem tornar-se «galopante». Este termo é, no entanto, muito elástico para ter um significado preciso e os casos discutidos nada de conclusivo provaram. Por outro lado, existe um bom número de razões para supor que forças significativas, geralmente atuam sobre o caráter auto-intensificador da inflação, e o caso do Brasil parece sustentar esta presunção.

Desde que o processo inflacionário é circular, o ponto de partida pode ser escolhido arbitrariamente; contudo, o orçamento federal é muitas vezes o centro do processo. Não é difícil ver aí uma ação auto-inflamatória em casos específicos. Num país, onde os impostos progressivos suprem a maior parcela da receita governamental, a inflação faz com que o contribuinte se desloque para áreas de tributação mais elevadas. Assim, ao menos do ângulo da receita governamental, a inflação é auto-limitativa. Obviamente, seria verdade o oposto desta tese num governo altamente financiado por um sistema regressivo de impostos. No Brasil, uma das maiores fontes de receita — os direitos de importação — baseou-se na unidade física (impôsto específico) desde o pós-guerra até 1957. Em um período inflacionário, impostos como esses rendem constantemente menos em valor real ou como fração da renda nacional, contribuindo, portanto, para o *deficit* orçamentário e a inflação. Depois das reformas tributárias de 1951-52 e 1957, os principais impostos passaram a ser tributados em base *ad-valorem* e seus rendimentos puderam manter-se durante a inflação. A base *ad-valorem* poderia ter causado ainda um maior aumento nos recebimentos de cruzeiros provenientes dos impostos, por parte do governo, se não fôsse pelo fato de a inflação causar dois efeitos negativos. Em primeiro lugar, encorajar a evasão de impostos, já que o povo não se inteira facilmente do caráter puramente nominal dos montantes crescentes de cruzeiros devidos como impostos. Em segundo lugar, existir sempre um atraso

considerável no pagamento dos impostos depois da incidência das obrigações, o que reduz o recebimento real dos tributos; e este atraso tornou-se mais significativo à medida que a taxa de inflação brasileira aumentava. Estes fatos poderiam ser responsáveis pelo aumento pouco significativo dos impostos no Brasil como uma proporção do PIB, de 9% em 1958 para 9,9% em 1963. Todavia, como se pode concluir através do Quadro III, o fato de os recebimentos dos impostos terem crescido menos representou menor problema do que o grande aumento das despesas governamentais, sem dúvida o principal causador dos *deficits* orçamentários.

Depois de tomarmos como ponto de partida o orçamento federal, podemos passar a observar suas consequências monetárias. Verificamos inicialmente o comportamento do papel-moeda, cuja emissão evoluiu de forma semelhante ao *deficit* orçamentário, já que a venda de títulos do Governo para tomadores nacionais ou estrangeiros era negligenciável até março de 1964. Paralelamente à fonte fiscal de acumulação da inflação, o papel-moeda contribui para maior acumulação porque cada cruzeiro do *deficit* anual deve ser multiplicado por sua velocidade de circulação, para revelar o impacto monetário total nos preços e rendas. Até agora nenhum país foi capaz de determinar estatisticamente a velocidade de circulação do papel-moeda em poder do público. Mas existe uma forte presunção de que a sua velocidade-renda seja mais do que 1 por ano, o que é suficiente para revelar a intensificação da inflação por uma parcela adicional de emissão de papel-moeda (Quadro V). Com relação ao setor de baixa renda da população, a velocidade-renda da moeda é provavelmente muito acima de 1.

Quantitativamente, os depósitos bancários foram duas vezes mais importantes do que o papel-moeda em poder do público na economia brasileira por volta de 1951, e tornaram-se três vezes maiores em 1964. As estatísticas da compensação de cheques indicam uma velocidade de transação dos depósitos crescendo de 8,4 para 16,8 ao ano, no período 1951-1964. Com os depósitos bancários três vezes maiores do que o papel-moeda em poder da população, esta alta velocidade-transação indica um fator de «mul-

tiplicação monetária» alto para os meios de pagamento (23). Assim, a fórmula de moeda que se tornava quantitativamente mais e mais importante, também crescia em potência por unidade no curso da inflação.

A velocidade monetária pode crescer se as unidades governamentais tributarem e gastarem as taxas mais altas e se esta transferência de recursos envolver um gasto mais rápido do que o das pessoas e firmas privadas. Este fato, sem dúvida, foi responsável por parte da inflação, somando-se ao aumento substancial dos meios de pagamento através dos *deficits*. Mas a velocidade também cresce em função da antecipação do setor privado quanto ao comportamento dos preços, emprego, etc. Em lugar da *velocidade-transação* da moeda a que nos referimos no parágrafo precedente, evidenciamos melhor a atitude dos indivíduos fazendo uso da *velocidade-renda*, que é determinada pela manutenção da moeda corrente em relação à renda real ou recursos reais. No Quadro V vê-se que, de 1947 a 1963, a velocidade-renda cresceu de 3,4 por ano para 4,9. O que existe de interessante nesta cifra é que ela não tenha crescido mais. No entanto, não devemos ficar decepcionados com os pequenos números: a mudança representa um aumento de 44% na velocidade, e o «multiplicador monetário», de 4,9, aplica-se à grande massa de depósitos e moeda em poder do público nas fases mais recentes de inflação.

Todos estes fatos a respeito da tendência crescente da inflação assumem significação especial para o Brasil, porque o levaram à inflação rápida de 1962/1964 e intensificaram a sua magnitude.

### 3.2.2 — As características do mercado de capital na inflação acelerada

Pode-se dizer, como a presente análise afirmou de início, que a característica marcante do mercado de capitais no pós-guerra foi a inflação; esta afirmação é ainda mais verdadeira se levarmos em conta a inflação acelerada dos anos 1962 a março de 1964.

---

(23) Banco Central da República do Brasil, *Boletim*, vol. 1, n° 4, julho 1965, pág. 45.

O índice do custo de vida na Guanabara, tendo permanecido as taxas anuais de crescimento de 16,3% e 14,6% durante 1957 e 1958, quase dobrou em 1959/1961 e subiu para 51,7%, 70,4% e 92,2% nos anos subseqüentes. Declinou, entretanto, para uma taxa anual de 53% nos primeiros seis meses de 1965.

Na presente análise, não nos preocupamos tanto com as causas da inflação como com os seus efeitos sôbre a formação de capital. Parece definitivo, no entanto, que o crescimento dos preços, assim como os fatores mais importantes que causaram a inflação agiram de forma cumulativa. Representada de forma semilogarítmica, a função crescente do custo de vida na Guanabara é côncava em relação ao eixo dos y, com apenas algumas interrupções em todo o seu percurso (Gráfico I). Já observamos que a quantidade de moeda e depósitos bancários aumentaram a taxas crescentes; também aumentaram, substancialmente, as velocidades-renda e transação da moeda. Tem sido ainda repetidamente apontado que a espiral salário-preço operou com intensidade crescente em vista de as revisões do salário-mínimo serem feitas em intervalos cada vez menores. Assim, tenha sido a «atração» da demanda ou o «empurrão» dos custos a causa primordial, o impulso inflacionário, de qualquer forma, cresceu mais e mais prontamente.

Quais os efeitos destas mudanças nas magnitudes monetárias sôbre as variáveis econômicas reais? O Quadro XXI revela que, depois de haver mantido taxas anuais de crescimento do PIB entre 5% e 7% durante 14 anos, com exceção de apenas dois anos, a cifra caiu para 5,4% e 1,6% em 1962 e 1963, elevando-se a 3,1% em 1964; enquanto isto, o PIB *per capita* desviou-se de um crescimento de 4,1% em 1961 para 2,2% em 1962 e atingiu um declínio absoluto de 1,6% em 1963. Estimativas preliminares indicam que o PIB *per capita* não teria variado em 1964. Outra importante magnitude a registrar um declínio em 1960 e 1961, sob a influência da Lei do Inquilinato, foi a construção residencial. Enquanto este índice, no período do pós-guerra, alcançou seu ponto mais elevado em 1953 (199 na base 1948), seu declínio em 1960 e 1961 (133, 114) é notável particularmente porque as construções residenciais da classe mais alta da população foram sempre favorecidas pelo fluxo de capital desviado

QUADRO XXI  
 PRODUTO INTERNO BRUTO  
 Valor Total e Per Capita (1947 — 1964)

| ANOS<br>DE<br>REFERÊNCIA | VALOR TOTAL             |                        |          | VALOR PER CAPITA         |                        |                   |
|--------------------------|-------------------------|------------------------|----------|--------------------------|------------------------|-------------------|
|                          | BILHÕES DE<br>CRUZEIROS | ÍNDICE DO PRODUTO REAL |          | MILHARES DE<br>CRUZEIROS | ÍNDICE DO PRODUTO REAL |                   |
|                          |                         | PREÇOS<br>de 1949      | 1949=100 |                          | VARIACÃO<br>Anual (%)  | PREÇOS<br>de 1949 |
| 1947.....                | 186,5                   | 86,5                   | 1,8      | 3,9                      | 89,9                   | —                 |
| 1948.....                | 204,2                   | 94,7                   | 9,5      | 4,1                      | 97,5                   | 8,5               |
| 1949.....                | 215,6                   | 100,0                  | 5,6      | 4,2                      | 100,0                  | 2,5               |
| 1950.....                | 226,4                   | 105,0                  | 5,0      | 4,4                      | 101,9                  | 1,9               |
| 1951.....                | 238,0                   | 110,4                  | 5,1      | 4,4                      | 104,1                  | 2,1               |
| 1952.....                | 251,4                   | 116,6                  | 5,6      | 4,6                      | 106,7                  | 2,5               |
| 1953.....                | 259,4                   | 120,3                  | 3,2      | 4,6                      | 106,9                  | 0,2               |
| 1954.....                | 279,4                   | 129,6                  | 7,7      | 4,8                      | 111,8                  | 4,6               |
| 1955.....                | 298,4                   | 138,4                  | 6,8      | 5,0                      | 115,9                  | 3,6               |
| 1956.....                | 304,0                   | 141,0                  | 1,9      | 4,9                      | 114,6                  | 1,1               |
| 1957.....                | 324,9                   | 150,7                  | 6,9      | 5,1                      | 118,9                  | 3,8               |
| 1958.....                | 346,5                   | 160,7                  | 6,6      | 5,3                      | 123,1                  | 3,5               |
| 1959.....                | 371,9                   | 172,5                  | 7,3      | 5,5                      | 128,3                  | 4,2               |
| 1960.....                | 396,7                   | 184,0                  | 6,7      | 5,6                      | 132,8                  | 3,5               |
| 1961 (*).....            | 425,6                   | 197,4                  | 7,3      | 5,8                      | 138,2                  | 4,1               |
| 1962 (*).....            | 448,4                   | 208,0                  | 5,4      | 6,0                      | 141,2                  | 2,2               |
| 1963 (*).....            | 455,6                   | 211,3                  | 1,6      | 5,9                      | 138,9                  | 1,6               |
| 1964 (*).....            | 469,8                   | 217,9                  | 3,1      | 6,9                      | 138,9                  | 0                 |

(\*) Estimativa Preliminar

Fonte: Centro das Contas Nacionais — F G V

das acumulações mantidas em espécie ou em valores monetários (24).

Continuando uma tendência iniciada por volta de 1959, quando o valor real dos empréstimos para a *indústria privada* alcançou seu maior nível, Cr\$ 127.637 bilhões (em poder de compra de 1953), os empréstimos a este setor feitos pelo sistema bancário declinaram de forma irregular, e mais acentuadamente em 1963, 1964 e 1965. Isto foi uma consequência indireta do aumento das reservas compulsórias imposto pela SUMOC sobre os depósitos dos bancos comerciais o qual permitiu que o Governo Federal cobrisse suas despesas através de montantes equivalentes sem *deficits* adicionais nem emissões de dinheiro, não permitindo, entretanto, que firmas privadas fizessem novos empréstimos. As estatísticas do Quadro XXII revelam um declínio acentuado nos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado e um correspondente aumento dos empréstimos ao setor público desde 1955 até 1964.

À parte deste mecanismo peculiar, o sistema financeiro diminuiu o fornecimento relativo de capital à indústria privada através da relação crescente do total de meios de pagamento (na sua maioria envolvendo empréstimos forçados ao Governo) aos empréstimos a pessoas e firmas. Este processo, conforme estabelecido em exposição anterior, resultou num declínio da relação (empréstimos ao setor privado/meios de pagamento) de 1.005 em 1954 para 816 mesmo durante 1960 (Quadro XIX). Desde então, a inflação mais violenta dos quatro anos seguintes diminuiu esta relação para 675 em 1964. Se os empréstimos ao setor privado fossem representados em valores reais, como se vê no Quadro XIV, no ano de 1957 teriam atingido seu ponto mais alto, com Cr\$ 128 bilhões, caindo irregularmente, para Cr\$ 96 bilhões em 1964. Assim, mais uma vez, o setor privado estava sujeito a um estrangulamento, sutilmente disfarçado, na oferta de capital em favor do Governo.

O fator determinante nas variações do fluxo de capital estrangeiro para o Brasil, durante o período de pós-guerra até o

---

(24) Conjuntura Econômica, janeiro, 1963.

QUADRO XXII  
BANCO DO BRASIL — EMPRÉSTIMOS  
(Saldo em Fim de Ano)

Cr\$ Milhões

| A N O S | AO SETOR PÚBLICO                       |         |              | AO SETOR PRIVADO |         |              | TOTAL GERAL | PERCENTAGENS |      |
|---------|--|---------|--------------|------------------|---------|--------------|-------------|--------------|------|
|         | TESOURC<br>NACIONAL<br>(saldo líquido) | OUTROS  | TOTAL<br>(1) | CBRAI            | CREGE   | TOTAL<br>(2) |             | (3)          | (4)  |
| 1946    | 13.292                                 | 1.470   | 14.762       | 4.898            | 4.025   | 8.923        | 23.685      | 62,3         | 37,7 |
| 1947    | 10.698                                 | 1.632   | 12.335       | 4.400            | 5.117   | 9.517        | 21.852      | 56,4         | 43,6 |
| 1948    | 12.247                                 | 1.693   | 13.920       | 4.343            | 6.313   | 10.656       | 24.576      | 56,6         | 43,4 |
| 1949    | 17.150                                 | 2.005   | 19.155       | 5.233            | 7.647   | 12.920       | 32.075      | 59,7         | 40,3 |
| 1950    | 24.311                                 | 3.145   | 27.456       | 6.827            | 8.075   | 14.902       | 42.358      | 64,8         | 35,2 |
| 1951    | 22.266                                 | 4.988   | 27.254       | 9.191            | 15.544  | 24.735       | 52.489      | 52,9         | 47,1 |
| 1952    | 23.799                                 | 6.855   | 30.654       | 12.762           | 21.595  | 34.357       | 65.011      | 47,2         | 52,8 |
| 1953    | 30.081                                 | 8.552   | 38.633       | 15.724           | 24.671  | 40.395       | 79.028      | 48,9         | 51,1 |
| 1954    | 36.235                                 | 15.858  | 52.093       | 20.485           | 36.902  | 57.387       | 109.480     | 47,6         | 52,4 |
| 1955    | 44.520                                 | 18.240  | 62.760       | 22.372           | 42.590  | 64.962       | 127.722     | 49,1         | 50,9 |
| 1956    | 68.868                                 | 19.367  | 88.235       | 26.712           | 48.387  | 75.094       | 163.329     | 54,0         | 46,0 |
| 1957    | 107.814                                | 19.013  | 126.827      | 34.330           | 57.457  | 91.787       | 218.664     | 58,0         | 42,0 |
| 1958    | 128.707                                | 18.023  | 146.780      | 42.210           | 78.829  | 116.039      | 262.819     | 55,8         | 44,2 |
| 1959    | 170.399                                | 20.545  | 190.944      | 55.072           | 79.325  | 134.397      | 325.341     | 58,7         | 41,3 |
| 1960    | 264.014                                | 27.266  | 291.280      | 75.056           | 107.578 | 182.634      | 473.914     | 61,5         | 38,5 |
| 1961    | 500.428                                | 32.317  | 532.745      | 105.330          | 174.408 | 279.738      | 812.483     | 65,6         | 34,4 |
| 1962    | 719.019                                | 33.715  | 752.634      | 190.573          | 268.877 | 459.450      | 1.233.084   | 61,1         | 38,9 |
| 1963    | 1.244.773                              | 52.808  | 1.297.581    | 293.826          | 440.159 | 734.979      | 2.032.560   | 63,8         | 36,2 |
| 1964    | 2.642.000                              | 114.300 | 2.756.300    | 677.281          | 701.126 | 1.378.407    | 3.634.900   | 67,2         | 32,8 |
| 1965    | 4.088.000                              | 348.100 | 4.436.100    | 671.000          | 611.500 | 1.282.500    | 6.018.600   | 73,7         | 26,2 |

Fonte: Departamento Econômico do Banco Central

começo da inflação acelerada em 1962, conforme foi apontado anteriormente, parece ter sido a intensificação ou o relaxamento do controle de câmbio. Em 1961 e até 3 de setembro de 1962, quando a Lei nº 4.131 introduziu controles muito rigorosos na remessa de lucros e principal de origem estrangeira, o antigo regime, geralmente liberal, que prevalecia desde 1953, ainda estava em vigor. Entretanto, naquele período, durante um ano e meio, os investimentos estrangeiros autorizados caíram drasticamente, como demonstram as cifras abaixo, as quais registram os montantes de investimentos estrangeiros privados autorizados a entrar no país :

*Valor dos Equipamentos Autorizados a Ingressar no País  
Através de Investimentos Diretos*

| ANO        | US\$ milhões |
|------------|--------------|
| 1956 ..... | 55,7         |
| 1957 ..... | 108,1        |
| 1958 ..... | 82,5         |
| 1959 ..... | 65,8         |
| 1960 ..... | 106,8        |
| 1961 ..... | 39,2         |
| 1962 ..... | 20,3         |
| 1963 ..... | 4,5          |
| 1964 ..... | 3,6          |
| 1965 ..... | 6,5          |

Fonte: Relatório do Banco Central — 1965, pág. 141.

A dramática queda destas autorizações em 1961 (25) e em maio de 1962, é, em parte, atribuída à suspeita dos investidores estrangeiros privados de que pudessem ser expropriados por Goulart ou que as remessas externas pudessem ser virtualmente suspensas (como foram realmente suspensas em 3 de setembro de 1962). Entretanto, desde que nenhuma dessas contingências chegou realmente a ocorrer no período anterior a esta data, seria plausível atribuir à inflação e à simultânea supervalorização do

(25) APEC. *A Economia Brasileira e suas Perspectivas*, julho, 1965. pág. 40.

cruzeiro uma parte do rápido declínio do investimento estrangeiro privado.

De outro lado, começando em setembro de 1962, os rigorosos controles de câmbio e a contínua e intensificada inflação combinaram-se para reduzir o investimento estrangeiro privado até o ponto de praticamente desaparecer. Durante esse período, desde a Lei 4.131 (setembro de 1962) até a Revolução de março de 1964, somente 8 solicitações de firmas estrangeiras particulares foram registradas e autorizadas pela SUMOC (26). Paralelamente a esta evidência existem, inseridas no Quadro XX, as estimativas do lucro líquido do influxo de capital estrangeiro durante a hiperinflação dos anos 1962 e 1963. De acordo com estas cifras, o ano de 1961 mostrou o menor balanço positivo anual de capital desde 1947, e o ano de 1962 registrou o maior balanço negativo desde 1947, excetuando-se o ano de 1948.

O fato de que esta redução da entrada de capital estrangeiro teve um efeito duplamente adverso na economia do Brasil, merece especial atenção. Em primeiro lugar, implicou numa redução imediata e igual na formação de capital, e, em segundo lugar, exatamente no período em que a inflação se tornou mais aguda, o elemento de contenção da inflação na balança de pagamentos praticamente desapareceu.

### 3.2.3 — Resumo da análise até março de 1964

Um diagnóstico da situação do mercado de capital no Brasil deve tomar como ponto de partida o panorama geral da inflação. Excetuando-se as fases finais do processo inflacionário, o desenvolvimento econômico e a inflação coexistiram. A coexistência é um fato; entretanto, não é um fato significativo. Os fatos realmente significativos são os «efeitos colaterais» da inflação sobre o desenvolvimento econômico, que neste caso foram negativos: o declínio da formação de capital oriundo da poupança doméstica; a substituição do investimento privado pelo público em maior grau

---

(26) Por contraste, no balanço do ano de 1964, foram concedidas 785 solicitações de investimentos estrangeiros, no total de US\$ 437,0 milhões. APEC, *loc. cit.*

do que havia provavelmente sido planejado com propósitos de desenvolvimento; o declínio da poupança privada; a retirada de investimentos estrangeiros e, finalmente, a tendência de todos esses efeitos sobre a ação cumulativa, intensificando a inflação e afetando negativamente as variáveis econômicas reais.

*Mudança do Investimento Privado para o Público* — Nos 13 anos que seguiram 1947, a parcela de investimento público aumentou cerca de 50%. Uma análise das forças que se combinaram para causar esta revolução econômica revela que a mudança foi em grande parte uma consequência da inflação, e somente numa parte mínima, resultado de uma política deliberada. Os investimentos privados no mercado de capitais a longo prazo virtualmente desapareceram e a compra de debêntures chegou a representar 1% das compras de ações; as novas emissões de ações declinaram notadamente em valor real. Excetuando-se as para uso próprio, as construções residenciais declinaram por vários fatores causados pela inflação: a exaustão do mercado de capitais a longo prazo, o declínio dos lucros impostos pela inflação e o teto dos aluguéis. O atraso das taxas dos serviços públicos, em comparação com outros preços e custos, ocasionou o afastamento do capital privado dessas esferas, enfraquecendo, por conseguinte, a sua eficiência econômica; além disso, o declínio na qualidade dos serviços públicos foi responsável em parte pela diminuição do crescimento do Produto Interno Bruto *per capita* nos anos de 1960, 1961, 1962 e 1963. Os subsídios federais fornecidos às estradas de ferro, marinha mercante, etc. aumentaram, enquanto seus rendimentos eram solapados pela inflação; e esses subsídios — numa situação em que o orçamento governamental já apresentava um *deficit* — contribuíram proporcional e diretamente para a emissão inflacionária de moeda.

*Investimento Privado* — O investimento privado não somente foi afastado de suas direções convencionais, como também foi obrigatoriamente suplantado pela ação do sistema financeiro. A relação entre oferta total de dinheiro (moeda em poder do público e depósitos à vista, os quais representaram poupança forçada e «investimento» em acumulação de moeda) e os empréstimos feitos

ao setor privado declinou desde 1954 e, aceleradamente, a partir de 1960. Como resultado imediato do aumento da oferta de dinheiro, a relação acima citada sofreu um acréscimo. O mercado de capitais privados foi também restringido em comparação com os fundos de que dispõe o Governo, pelos depósitos compulsórios arrecadados pela SUMOC aos bancos comerciais e largamente utilizados pelo Banco do Brasil em benefício das despesas públicas ou semipúblicas.

*Poupança Privada* — A retração no campo do investimento monetário, razoavelmente lucrativo para os particulares, é diretamente responsável pelo declínio da poupança privada de 14,1% do PIB, no período 1952/1957, para 11,7% no período 1958/1960. O fato de que a poupança privada foi 3 a 7 vezes maior do que a poupança feita no Brasil, durante todo o período iniciado em 1947, pelo Governo, revela a importância deste declínio na poupança privada.

*Capital Estrangeiro* — Depois de um quinquênio inicial de restrição sobre a remessa de lucros provenientes de capital estrangeiro (1947-1953) uma relativa liberdade foi obtida até 1961. Durante o último período, a entrada de capital externo sofreu um incremento anual, subindo de US\$ 2.3 milhões para US\$ 13 milhões. No período seguinte, incluindo 1962, 1963 e 1964, a entrada de capital alienígena declinou drasticamente sob a influência conjunta de novas restrições sobre remessas externas, incertezas políticas, incluindo uma possível desapropriação, riscos econômicos e distorções inerentes à inflação. Embora a maioria das análises do desenvolvimento econômico brasileiro acentue a posição decisiva — mesmo que marginal — do capital estrangeiro, este desenvolvimento parece ter sido negativo. Da mesma forma, a perda do controle sobre a inflação, causando uma diminuição no influxo de capital, representou um golpe severo.

#### 3.2.4 — Palavras finais

Durante o período inflacionário do pós-guerra no Brasil, os salários nominais sofreram, de uma maneira geral, um atraso em

relação à alta de preços. Em virtude das periódicas revisões ascendentes do salário-mínimo legal e outros ajustamentos similares, os salários alcançaram ocasionalmente a inflação por um breve período de tempo; mas o atraso desses ajustamentos significou que uma poupança forçada foi imposta aos trabalhadores. Indubitavelmente estas poupanças forçadas, que estavam isoladas das repercussões inflacionárias de qualquer parte, causaram um aumento nas rendas dos empregadores e criaram, ao menos, a possibilidade de que este acréscimo aumentasse também a poupança voluntária por parte dos beneficiados por tal privilégio, e que as somas acrescidas assim poupadas pudessem ser investidas produtivamente no Brasil. Infelizmente não há meio para estimar objetivamente esta poupança forçada; isso sem falar da parcela dessas poupanças que, na realidade, foram encaminhadas para investimentos produtivos no Brasil.

Lamentavelmente, não existe um método estatístico pelo qual se possa avaliar o prejuízo causado à economia pelo volume reduzido da formação de capital baseada na participação da poupança doméstica, pela mudança de investimento dos setores privados para os públicos, pelo declínio da poupança voluntária particular e pela redução do investimento estrangeiro no Brasil. Os prejuízos sofridos pelo mercado de capitais não incluem outros efeitos negativos da inflação, tais como a perda de tempo causada pelas greves, a desmoralização ocasionada pelos ganhos especulativos, a dificuldade de decisões racionais nos negócios quando preços e custos se acham dispersados num impulso inflacionário, e outras conseqüências sociais e psicológicas. O balanço final deve ser elaborado a partir do julgamento de um observador bem informado.



## 4. A Competição Entre os Intermediários Financeiros

---

Operam no sistema financeiro brasileiro as seguintes entidades principais: bancos comerciais e Banco do Brasil, bancos de fomento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, institutos de previdência social, companhias de seguros e capitalização e bolsas de valores. Funcionam como intermediários financeiros, as primeiras influenciando o volume dos meios de pagamento, as outras condicionando sua velocidade de circulação.

O conjunto destas entidades forma o mercado de capitais, cuja principal função é tornar possível a transferência de fundos das unidades familiares, empresas e setores governamentais, com excesso de poupanças em relação aos investimentos, para unidades onde haja escassez de poupanças em relação aos investimentos projetados. Conseqüentemente, em uma economia onde persistissem apenas unidades com orçamentos perfeitamente equilibrados, em todos os setores (famílias, empresa, Governo) e, portanto, onde perdurasse constantemente a identidade receita-despesa, a emissão de obrigações pelas unidades tenderia a zero, uma vez que não haveria possibilidade de acumulação líquida (positiva ou negativa) de haveres financeiros. Este mundo fictício não seria, evidentemente, o propício para o aparecimento de um mercado de capitais

atuante, pois este mercado surge, na maioria das vezes, como fruto de uma existência contínua de *superavits* e *deficits* nos orçamentos e de uma diferenciação continuada entre os que poupam e os que investem (27).

Seria razoável que, agindo como intermediárias, as instituições financeiras disputassem não somente a obtenção de recursos disponíveis como também, e concomitantemente, a aplicação destes recursos. Mas esta noção é muitas vezes camuflada pela grande diferença existente entre as disputas. A primeira, pela obtenção de fundos, é de âmbito geral, de caráter público, com operações de forma mais ou menos homogênea e dirigida indiscriminadamente a todos os prováveis ou possíveis detentores de poupanças. A última pela aplicação dos recursos, é de feição menos competitiva. Contribuem para isto dois fatores básicos: necessidade de seleção dos tomadores e relativa abundância de pretendentes para os fundos existentes; acresça-se a isto a falta de homogeneidade das operações de financiamento e o próprio meio nacional, onde tem havido o desgaste dos montantes de juros e principal ao longo do tempo.

Portanto, a preferência do público, em relação às demais instituições, para o escoamento de suas poupanças, vem sendo a disputa mais acentuada dentro do mercado de capitais. A parcela deste mercado obtida por áreas de especialização das instituições financeiras e a porção designada a cada estabelecimento de crédito, pode ser explicada tendo-se em vista que as quotas de mercado são determinadas pela interação das forças básicas de oferta e procura, pelas condições próprias das instituições financeiras e seus mercados específicos e pelo comportamento competitivo destas próprias instituições, sofrendo a influência de economias de escala, restrições governamentais e outros tantos fatores condicionantes (28). Do ponto de vista do mercado nacional, no Brasil existe a influência de fatores comuns à maioria das estruturas.

---

(27) Gurley, John G. and Edward S. Shaw: «Financial Intermediaries and the Saving Investment Process», *Journal of Finance*, maio 1956.

(28) WERBOFF, L. L. and M. E. Rozen, "Market Shares and Competition Among Financial Institutions" Private Financial Institutions. Prentice Hall for CMC, 1963.

Mas tem havido mais do que isto; tem havido a influência constante de uma força que modifica a estrutura dos mercados, e especialmente do mercado de capitais — a inflação.

Acompanhando historicamente os principais movimentos do mercado brasileiro de capitais, que somente tomou maior desenvoltura em tempos recentes, está a influência da inflação. É uma força deformadora que age concomitantemente nas decisões dos supridores e tomadores de fundos. Se é bastante notório que a inflação exerce sua ação nas atividades produtoras e consumidoras do País, é mais evidente ainda que esta força atue sobre as transações que envolvem o próprio meio de propagação do processo inflacionário. Se são possíveis os níveis de reterência em termos definidos para negociações envolvendo um fluxo real, não o são para as negociações que envolvem exclusivamente fluxos monetários. Como contrapartida de uma quantidade de moeda, dever-se-á dar, em tempo futuro, uma quantidade de moeda equivalente, acrescida de uma parcela relativa aos juros estipulados na transação. Mas de pouco valem as normas financeiras quando aquela equivalência é duvidosa, quando a aferição do montante a ser devolvido ao credor é de difícil estimativa de valor real; de pouco valem mesmo as práticas usuais de transacionar, quando as expectativas de variação do poder de compra da moeda são constantemente ultrapassadas.

O mercado de capitais tem sido, por conseguinte, um mercado com características personalíssimas, com distorções inúmeras, que dilapidam os alicerces de uma economia, onde o fluxo constante de recursos no sentido poupança-investimento deve propiciar a realização de obras exigidas pelo processo desenvolvimentista.

#### 4.1 — As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento

Com o desenvolvimento do processo inflacionário, em que os créditos a médio e longo prazos deixaram de ser oferecidos pelos bancos, a oferta de fundos para resgate em períodos mais longos tornou-se praticamente inexistente. Enquanto os empréstimos a longo prazo tornavam-se cada vez mais difíceis, o problema do crédito a médio prazo foi parcialmente solucionado pelas Socie-

dades de Crédito e Financiamento, cujo aparecimento e expansão se vinculam intimamente à conjugação do processo inflacionário e às restrições impostas ao mercado de crédito pela Lei da Usura.

Data de 1946 o primeiro registro de uma Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento, em nosso País. Seguiram-no alguns poucos no decênio seguinte, e as companhias tinham um total de operações bastante pequeno para ser representativo. Foi com o desenvolvimento da indústria de bens duráveis de consumo, e, principalmente, das indústrias de bens de capital, que essas sociedades expandiram-se e chegaram a ocupar, no Brasil, lugar de alguma relevância como intermediários financeiros. Com efeito, a expansão industrial de fins dos anos 50 e a necessidade das vendas a prestação para um concomitante aumento de demanda dos bens produzidos fizeram com que a procura de crédito a prazo médio crescesse de forma acentuada. A nova procura deste tipo de crédito, não podendo ser satisfeita pelos bancos comerciais — que, pelos motivos já expostos, não contavam com recursos suficientes para negócios de período superior a 90-120 dias — constituiu um estímulo decisivo ao volume transacionado pelas Sociedades de Crédito e Financiamento, bem como ao aparecimento de um maior número de sociedades financeiras. Assim, tínhamos em 1952, um total de 33 Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento autorizadas a funcionar no País. Este número se elevou para 64 em 1958 e 202 em 1965 (Quadro XXIII). Sua localização ocorreu nos principais centros industriais: cidade de São Paulo (43,5%) e Guanabara (30,6%) (Quadro XXIV).

QUADRO XXIII  
SOCIEDADES DE CRÉDITO FINANCIAMENTO E INVESTIMENTOS  
Rede Nacional (1961 — 1965)

| EXISTÊNCIA<br>EM | SEDES | AGÊNCIAS | TOTAL | VARIACÃO |            |
|------------------|-------|----------|-------|----------|------------|
|                  |       |          |       | ABSOLUTA | RELATIVA % |
| 1961             | 91    | 9        | 100   |          |            |
| 1962             | 110   | 9        | 119   | + 19     | 19         |
| 1963             | 113   | 6        | 122   | + 3      | 2,5        |
| 1964             | 134   | 12       | 146   | + 24     | 19,7       |
| 1965             | 202   | 24       | 226   | + 80     | 54,8       |

SOCIEDADES DE CRÉDITO FINANCIAMENTO E INVESTIMENTOS

Distribuição por Localidades (1965)

| REGIÕES<br>E<br>UNIDADES DA FEDERAÇÃO | SIBRS      | AGÊNCIAS  | TOTAL      |
|---------------------------------------|------------|-----------|------------|
| <b>NORTE</b>                          |            |           |            |
| Acre .....                            | —          | —         | —          |
| Amapá .....                           | —          | —         | —          |
| Amazonas .....                        | —          | —         | —          |
| Pará .....                            | 1          | 1         | 2          |
| Pernambuco .....                      | —          | —         | —          |
| Roraima .....                         | —          | —         | —          |
|                                       | 1          | 1         | 2          |
| <b>NORDESTE</b>                       |            |           |            |
| Mazankão .....                        | —          | —         | —          |
| Piauí .....                           | —          | —         | —          |
| Ceará .....                           | 1          | —         | 1          |
| Rio Grande do Norte .....             | —          | —         | —          |
| Pernambuco .....                      | 4          | 1         | 5          |
| Alagoas .....                         | —          | —         | —          |
| Fernando de Noronha .....             | —          | —         | —          |
|                                       | 5          | 1         | 6          |
| <b>LESTE</b>                          |            |           |            |
| Serapipe .....                        | —          | —         | —          |
| Bahia .....                           | 1          | —         | 1          |
| Minas Gerais .....                    | 12         | 3         | 15         |
| Espírito Santo .....                  | —          | —         | —          |
| Rio de Janeiro .....                  | 1          | 1         | 2          |
| Guanabara .....                       | 58         | 5         | 63         |
|                                       | 72         | 12        | 84         |
| <b>SUL</b>                            |            |           |            |
| São Paulo .....                       | 102        | 7         | 109        |
| Paraná .....                          | 7          | 1         | 8          |
| Santa Catarina .....                  | 1          | —         | 1          |
| Rio Grande do Sul .....               | 15         | 1         | 16         |
|                                       | 125        | 9         | 132        |
| <b>CENTRO-OESTE</b>                   |            |           |            |
| Distrito Federal .....                | —          | —         | —          |
| Goiás .....                           | 1          | 1         | 2          |
| Mato Grosso .....                     | —          | —         | —          |
|                                       | 1          | 1         | 2          |
| <b>TOTALS .....</b>                   | <b>102</b> | <b>24</b> | <b>126</b> |

O aumento do número dessas sociedades foi, sem dúvida, desordenado, pois nêle se incluíram entidades com os objetivos mais dispares, umas permanecendo quase inativas, outras com ativi-

dades afastadas dos ramos de financiamentos ou investimentos (29). Não havia uma caracterização precisa das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento, bem como um fator estimulante para que operassem estritamente dentro do conceito de sua organização; a liberdade para determinar o tipo, forma e os limites das atividades que mais lhes conviessem era completa. Em novembro de 1959, o Ministro da Fazenda procurou regular, através da Portaria 309, a constituição, funcionamento e atribuições dessas sociedades, considerando que elas integram o sistema bancário e atuam paralelamente aos bancos comerciais, sendo, portanto, necessário definir-lhes as características gerais e o funcionamento, a competência e as atribuições. Estabeleceu a diferença entre Sociedades de Crédito e Financiamento — as que têm por objetivo operações que se relacionam com a concessão de crédito a médio e longo prazos — e as de Investimento — as que se destinam a operar no mercado de valores mobiliários, isto é, as que transacionam com ações, debêntures, letras hipotecárias, partes beneficiárias e títulos de dívida pública. Deixou também a possibilidade da existência de um tipo misto, conquanto houvesse perfeita definição de funções das sociedades operando no mercado de capitais. Como resultado, a maioria das companhias tentou enquadrar-se no tipo misto e, se as operações no campo de investimento propriamente dito foram poucas, as companhias na área de crédito e financiamento atingiram um volume maior (Qua-

---

(29) Conforme aponta Leopoldo C. Fontenele no trabalho elaborado para o Banco do Nordeste do Brasil S. A., sob a denominação «O Mercado Brasileiro de Títulos»: «Entre as portadoras de carta de autorização concedida pela então Superintendência da Moeda e do Crédito, para atuar no setor de crédito, financiamento ou investimentos, encontram-se várias sociedades que se dedicavam à corretagem de seguros, outras ao financiamento imobiliário, loteamento de terras, aluguel de máquinas para urbanização, exploração de hotéis, cinemas e outras casas de diversões e ao financiamento de vendas, a prazo, de automóveis e equipamentos diversos, já apontava a «Conjuntura Econômica» em um estudo realizado em seu número de junho de 1953. De 1954 a 1959, a situação não se modificou muito e das 64 sociedades autorizadas a funcionar, somente 8 se dedicavam realmente a transações de mercado de títulos ou investimentos, e, mesmo assim, com operações bem reduzidas.»

dro XXV), através dos dois sistemas adotados para as transações das Sociedades de Crédito e Financiamento:

QUADRO XXV

SOCIEDADES DE CRÉDITO FINANCIAMENTO E INVESTIMENTOS

Aplicação dos Recursos — Saldos em fim de ano  
(1959 — 1965)

C.R. Milhões

| A N O S | ACRÉDITOS CAMBIAIS | FUNDOS DE PARTICIPAÇÃO | TOTAL   |
|---------|--------------------|------------------------|---------|
| 1959    | 681                | 308                    | 1.289   |
| 1960    | 6.171              | 913                    | 2.684   |
| 1961    | 11.643             | 1.400                  | 13.043  |
| 1962    | 24.128             | 3.802                  | 27.930  |
| 1963    | 74.274             | 2.668                  | 81.432  |
| 1964    | 230.063            | 7.616                  | 237.682 |
| 1965    | —                  | —                      | 612.715 |

#### 4.1.1 — O sistema de fundos de participação

Consiste, em essência, na substituição dos depósitos e dos empréstimos comumente ligados aos intermediários financeiros, por contratos de uma sociedade em conta de participação, que exercem as mesmas funções dos depósitos e empréstimos dos outros intermediários. Tais contratos são a médio prazo, e os certificados de participação, vendidos pelas Sociedades de Crédito e Financiamento ao público, comumente estabelecem que os participantes só poderão retirar seu dinheiro mediante aviso prévio de 180 dias, o qual não poderá ser dado nos seis primeiros meses do contrato. Os recursos do fundo são aplicados em novas sociedades em conta de participação com os mutuários da companhia. Tais sociedades podem ter facilmente existência temporária e não muito longa, desde que os entraves burocráticos para sua constituição são mínimos. Há, em resumo, uma mudança na denominação, onde depósitos e empréstimos passam a constituir uma sociedade em conta de participação. Liberando-se das imposições da lei de usura, os juros passam a denominar-se lucros, podendo atingir níveis tão altos quanto lhes determine a interação das forças de oferta e de procura. Este é um método não tão usado quanto o das letras de câmbio.

#### 4.1.2 — O sistema das letras de câmbio

Consiste em uma troca de duplicatas emitidas pelo mutuário que fez uma transação real com terceiros, ou promissórias de terceiros a seu favor, por letras de câmbio por êle sacadas e aceitas pela Sociedade de Crédito e Financiamento. Os prazos das letras de câmbio são estipulados de forma a serem precedidos pelo vencimento dos títulos entregues pelo mutuário e seus valores de modo a nunca serem superiores aos valores dos referidos títulos. Há, portanto, o casamento das operações e a conseqüente garantia para a Sociedade de Crédito e Financiamento de que contará com os recursos das duplicatas ou promissórias para o pagamento dos débitos por ela contraídos.

As letras de câmbio, sacadas pelo mutuário e aceitas pela Sociedade de Crédito e Financiamento, são então negociadas através de uma Companhia distribuidora, nas bôlsas de valores. Sua alta negociabilidade vem do fato de que aquêles que as adquirem nas bôlsas o fazem com um deságio grande, que, embora não chegasse a representar uma taxa de juros real positiva nas épocas de inflação que o Brasil atravessou, em geral supera as taxas oferecidas pelos intermediários financeiros mais conservadores. Esta tem sido, sem dúvida, a forma mais adotada para as transações financeiras que se desenvolveram nos últimos anos e outros títulos surgiram no mercado valendo-se do sistema dos deságios. Tiveram ainda melhor aceitação e dêles falaremos em capítulo futuro; merecerá nossa atenção especial o surgimento daquilo que se convencionou chamar de «mercado paralelo», cujas transações chegaram a representar, segundo estimativa, cêrca de 8 a 10 vêzes o volume transacionado através das Sociedades de Crédito e Financiamento.

Assim, através do sistema do deságio passou a existir um mercado de crédito a médio prazo que não poderia surgir dentro dos moldes rígidos em que operam os bancos comerciais. As taxas de juros, representadas pelos referidos deságios, puderam oscilar em função das forças de mercado e, se nunca atingiram níveis compatíveis com uma remuneração real positiva para os empresários (Quadro XXVI), quase sempre fizeram com que os

tomadores de fundos arcassem com despesas que finalizavam com um cômputo de juros real oscilando entre limites próximos ao redor de zero.

QUADRO XXVI  
COTAÇÃO MÉDIA E RENDIMENTO ANUAL MÉDIO DAS LETRAS DE CâMBIO  
DAS SOCIEDADES DE CRÉDITO E FINANCIAMENTO  
(1961 — 1966)

| 1961      |                       | 1962                |                       |                     |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Mês       | COTAÇÃO MÉDIA<br>Cr\$ | RENDIMENTO<br>ANUAL | COTAÇÃO MÉDIA<br>Cr\$ | RENDIMENTO<br>ANUAL |
| Janeiro   | 23 60                 | 20,4                | 26 25                 | 30,2                |
| Fevereiro | —                     | —                   | 22 66                 | 28,2                |
| Março     | —                     | —                   | —                     | —                   |
| Abril     | —                     | —                   | —                     | —                   |
| Maio      | —                     | —                   | —                     | —                   |
| Junho     | —                     | —                   | —                     | —                   |
| Julho     | —                     | —                   | 28 60                 | 22,3                |
| Agosto    | 29 00                 | 26,8                | 22 60                 | 25,0                |
| Setembro  | 30 00                 | 24,0                | 28 60                 | 27,2                |
| Outubro   | 29 33                 | 26,0                | 18 60                 | 22,2                |
| Novembro  | 22 60                 | 25,0                | 26 60                 | 32,1                |
| Dezembro  | 26 60                 | 30,2                | 24 60                 | 34,2                |

| 1963      |                       | 1964                |                       |                     |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Mês       | COTAÇÃO MÉDIA<br>Cr\$ | RENDIMENTO<br>ANUAL | COTAÇÃO MÉDIA<br>Cr\$ | RENDIMENTO<br>ANUAL |
| Janeiro   | —                     | —                   | 23 62                 | 35,8                |
| Fevereiro | —                     | —                   | 22 60                 | 32,2                |
| Março     | —                     | —                   | 26 62                 | 41,1                |
| Abril     | 23 00                 | 26,6                | 26 66                 | 41,8                |
| Maio      | 24 00                 | 33,1                | 69 60                 | 42,8                |
| Junho     | —                     | —                   | —                     | —                   |
| Julho     | 23 60                 | 36,0                | 66 60                 | 51,6                |
| Agosto    | 24 60                 | 34,2                | 22 00                 | 36,8                |
| Setembro  | 28 66                 | 32,1                | 64 00                 | 66,2                |
| Outubro   | —                     | —                   | 65 60                 | 43,8                |
| Novembro  | 23 00                 | 36,0                | 62 33                 | 48,6                |
| Dezembro  | 24 66                 | 33,9                | —                     | —                   |

| 1965      |                       | 1966                |                       |                     |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Mês       | COTAÇÃO MÉDIA<br>Cr\$ | RENDIMENTO<br>ANUAL | COTAÇÃO MÉDIA<br>Cr\$ | RENDIMENTO<br>ANUAL |
| Janeiro   | 63 28                 | 65,6                | —                     | —                   |
| Fevereiro | 69 00                 | 44,9                | —                     | —                   |
| Março     | 68 83                 | 45,2                | —                     | —                   |
| Abril     | 20 28                 | 41,3                | —                     | —                   |
| Maio      | 22 50                 | 32,9                | —                     | —                   |
| Junho     | 23 60                 | 36,0                | —                     | —                   |
| Julho     | 28 20                 | 32,6                | —                     | —                   |
| Agosto    | 26 00                 | 26,8                | —                     | —                   |
| Setembro  | 26 83                 | 26,8                | —                     | —                   |
| Outubro   | 22 66                 | 28,2                | —                     | —                   |
| Novembro  | 22 21                 | 28,6                | —                     | —                   |
| Dezembro  | 26 84                 | 30,6                | —                     | —                   |

Fonte: Bólas de Valores de São Paulo

i) A discrepância entre as taxas de juros

Analisando o funcionamento das Companhias de Crédito e Financiamento que operam segundo o sistema das letras de câmbio, evidencia-se a existência de uma taxa diferenciada de juros para os mutuantes e os mutuários envolvidos na transação. A diferença entre estas taxas é bastante acentuada, bem maior que a comumente encontrada nas transações dos intermediários financeiros, e tem sido responsável, em grande parte, pela atrofia do mercado de capitais a prazo médio, legalmente instituído no País.

TAXAS EFETIVAS DE JUROS NAS TRANSAÇÕES DE LETRAS DE  
CAMBIO ATRAVÉS DAS SOCIEDADES DE CRÉDITO.  
FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO

| Prazo do Empréstimo<br>(1) | Total recebido pelo mutuante por Cr\$ 100.000 aplicados<br>(2) Cr\$ | Taxa mensal recebida pelo mutuante<br>%<br>(3) | Total obtido pelo mutuário por Cr\$ 100.000 de dívida<br>(4) Cr\$ | Taxa mensal paga pelo mutuário<br>%<br>(5) |
|----------------------------|---|--|---|--|
| 180 dias . . .             | 86.500  | 2,60   | 76.800  | 5,03                                       |
| 270 dias . . .             | 79.750  | 2,82   | 66.274  | 5,65                                       |
| 360 dias . . .             | 73.000  | 3,08   | 55.750  | 6,69                                       |

Fonte: Dados elaborados com as informações contidas no Quadro XXVII.

Na tabela apresentada, que dramatiza as cifras constantes do Quadro XXVII, tomada como ilustração, verifica-se o total pago e recebido respectivamente pelo tomador e prestador de fundos em uma transação com a taxa de deságio tipo 73,0, para prazos variando de 180 a 360 dias. Constata-se, na coluna 2, que o comprador da letra receberá Cr\$ 100.000, ao cabo de 180 dias, por uma parcela aplicada de Cr\$ 86.500; ao final de 270 dias, por um montante investido de Cr\$ 79.750, e, ao cabo de 360 dias, por uma compra no valor de Cr\$ 73.000. Isto equivale, portanto, a uma remuneração percentual de 2,60, 2,82 e 3,08 ao mês, respectivamente.

## QUADRO XXVII

## SOCIEDADES DE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO

## Tabela do Custo Operacional

Tipo: 73,0

| Dias.....           | 180           | 210           | 240           | 270           | 300           | 330           | 360           |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Taxas.....          | 86.500        | 84.250        | 82.000        | 79.750        | 77.500        | 75.250        | 73.000        |
| Deságio.....        | 13.600        | 15.750        | 18.000        | 20.250        | 22.500        | 24.750        | 27.000        |
| Imposto Renda.....  | 2.026         | 2.362         | 2.700         | 3.037         | 3.375         | 3.712         | 4.050         |
| Accite.....         | 2.500         | 2.917         | 3.334         | 3.751         | 4.168         | 4.585         | 5.000         |
| Selagem Manual..... | 0.026         | 0.030         | 0.033         | 0.038         | 0.040         | 0.046         | 0.050         |
| Distribuição.....   | 3.000         | 3.600         | 4.000         | 4.500         | 5.000         | 5.500         | 6.000         |
| Bôlas.....          | 0.160         | 0.150         | 0.150         | 0.160         | 0.150         | 0.150         | 0.160         |
| Sub-total.....      | 21.200        | 24.709        | 28.217        | 31.726        | 35.233        | 38.743        | 42.250        |
| Selagem Fixa.....   | 2.000         | 2.000         | 2.000         | 2.000         | 2.000         | 2.000         | 2.000         |
| <b>TOTAL.....</b>   | <b>23.200</b> | <b>26.709</b> | <b>30.217</b> | <b>33.726</b> | <b>37.233</b> | <b>40.743</b> | <b>44.250</b> |

Fonte: Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento -- filiada à ADECIF.

Por sua vez, o total pago pelo mutuário será o deságio recebido pelo mutuante mais as parcelas referentes ao imposto sobre a renda representada pelo deságio, aceite da sociedade de crédito, distribuição do título na bolsa, taxa da bolsa de valores, selagem manual, selagem fixa, tudo pago antecipadamente. O total gasto pelo mutuário será, portanto, conforme a coluna 4, de Cr\$ 23.200 para a obtenção de Cr\$ 76.800 por 180 dias; Cr\$ 33.726 para a obtenção de Cr\$ 66.274 por 270 dias e Cr\$ 44.250 para a obtenção de Cr\$ 55.750 por 360 dias. Isto resulta em uma taxa mensal de juros, pelo montante recebido, da ordem de 5,03%, 5,65% e 6,69% para 180, 270 e 360 dias.

Esta enorme discrepância entre a remuneração dada ao supridor de recursos e o total pago pelo tomador de fundos é grande entrave ao desenvolvimento do mercado de crédito a médio prazo no Brasil, em sua forma mais difundida. Observa-se, na ilustração acima, que, para uma mesma operação, as taxas pagas pelo mutuário chegam a superar de 100% aquelas recebidas pelo mutuante. Esta diferença é responsável pela atuação de duas forças distintas no mercado de crédito: uma, representada pelas taxas de juros pagas aos financiadores, exercendo sua ação na oferta de fundos; outra, representada pelas taxas de juros impostas aos financiados, exercendo sua ação na demanda de financiamento.

Do lado da demanda de fundos, um mercado altamente competitivo para a obtenção de recursos tende a manter a taxa de empréstimos em nível relativamente alto, embora não acima da possibilidade de rentabilidade dos negócios, o que resultaria, evidentemente, na queda das primeiras para se compatibilizarem com as últimas. Assim, embora estas taxas de empréstimo se apresentem, *a priori*, com valores absolutos bastante elevados, se descontarmos a parcela correspondente à inflação havida até o resgate da dívida, obteremos, na maioria das vezes, taxas de juros condizentes com uma remuneração real não exagerada para o capital, e algumas vezes mesmo nula ou negativa.

Sem dúvida, a existência destas taxas muitas vezes positivas de custo do capital, simultaneamente com inúmeras outras taxas negativas no País, sugere serem elas muito elevadas. Mas nem

isto é verdadeiro, desde que estas taxas oscilam livremente de acôrdo com a procura no mercado, nem seria um inconveniente se o fôssem. Um nível mais elevado nas taxas de juros, embora onerando relativamente os custos da produção, tende a diminuir a demanda global, exercendo o papel antiinflacionário que, no caso do Brasil, talvez houvesse trazido o benefício de uma repressão a muito da especulação existente nos últimos anos e propiciasse uma seleção mais rigorosa das atividades exercidas dentro do sistema produtivo.

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

As razões pelas quais os supridores de recursos emprestam a uma taxa real negativa seria de difícil explicação. Mas os empréstimos existem e para justificá-los optariamos pela tendência normal dos cidadãos que, não podendo conseguir o bom, tentam obter o menos ruim. Realmente, o «menos ruim», dentre as alternativas da área financeira doméstica, a prazo médio e com risco reduzido, vêm sendo as letras de câmbio das Sociedades de Crédito e Financiamento. *Vis-à-vis* aos depósitos a prazos nos bancos comerciais ou caixas econômicas, à subscrição de títulos dos governos municipais, estaduais e federal, ou a outras formas tradicionais de aplicação, ficava evidente a vantagem da compra de títulos de crédito das companhias de financiamento.

Contudo, à medida que as exigências de segurança e prazo de resgate fôssem relaxadas e outras áreas de atividades incorporadas às alternativas do investidor, formas mais interessantes de aplicação se apresentariam. Dentro do mercado interno, o investimento em ações nas bolsas de valores, inclusive através dos fundos mútuos; o mercado paralelo, à margem das transações legais; a compra de moedas estrangeiras, bens de consumo duráveis e imóveis, para os de espírito mais especulativo e a aplica-

ção em mercados financeiros internacionais, para os mais sofisticados.

Isto pôsto, vê-se que, só em condições especiais, tendo que optar entre alternativas pouco satisfatórias, é que surgiu o suprimento de fundos no mercado de títulos a médio prazo. É, em outras palavras, um mercado constituído de indivíduos que desconhecem ou fazem abstração do fato de que os montantes que receberão ao final das transações a que se propõem serão decrescidos de um tanto ao invés de acrescidos de uma parcela. Ora, um mercado, que exista em função da pouca habilidade dos seus negociantes, tende a não se desenvolver com grande normalidade; tende, ao menos, a não captar o interesse dos mais esclarecidos, que dirigirão suas poupanças para aplicações cuja rentabilidade seja no mínimo suficiente para cobrir o desgaste provocado pelo processo inflacionário; faz com que surja no País uma classe de indivíduos que, para salvaguardar suas poupanças, negociam, compram, vendem, especulam, desviando parcelas muitas vezes preciosas para o financiamento da produção nacional. Suspeitamos, portanto, que, vigorando taxas de juros positivas para os emprestadores, um fluxo consideravelmente maior de recursos teria sido canalizado para o mercado financeiro através das Sociedades de Crédito e Financiamento. Procuraremos alguma evidência empírica para tal afirmação.

*ii) A contribuição do mercado paralelo para uma melhor compreensão dos problemas de crédito a médio prazo*

A constatação de uma elasticidade na oferta de fundos em função da taxa de juros é o ponto mais importante a ser considerado para validar a tese de que um aumento na taxa nominal de juros seria suficiente para incrementar o suprimento de fundos no mercado de crédito, incentivando a canalização de novas poupanças.

Neste sentido, o chamado «mercado paralelo» nos trouxe uma contribuição valiosa. Como não existia neste mercado o

pagamento de impostos, e as despesas com intermediários se reduziam ao mínimo, quando não eram eliminadas, tornou-se possível a existência de uma taxa quase única de juros para tomadores e emprestadores de dinheiro, taxa que diferia tão somente de pequena parcela porventura paga ao intermediário das partes negociantes. O mercado paralelo surgiu exatamente visando a uma aproximação de taxas para emprestadores e tomadores de fundos. Originou-se dentro das próprias bolsas de valores do País, quando as letras emitidas pelas companhias beneficiárias do empréstimo tinham seu curso livre, através dos pregões, com o limite de operação para cada companhia sendo o seu crédito junto ao público, fossem estas companhias industriais, comerciais ou de prestação de serviços. Com a colocação direta das obrigações, sem a interferência de um intermediário, diminuía-se o custo da transação, e quem tivesse condições valia-se vantajosamente desse processo.

Em 1963, a Lei nº 4.242, em seu art. 78, proibiu toda e qualquer venda de letras ou promissórias diretamente ao tomador, exigindo que para a colocação de papéis junto ao público houvesse a co-obrigação de instituição financeira autorizada a funcionar no País. A partir de então, a venda de títulos pelas firmas beneficiárias tornou-se ilegal, tendo sido banida das bolsas de valores do País.

Nessa mesma época estabelecia-se que, para transações legais, efetuadas através das Sociedades de Crédito e Financiamento, e realizadas as bolsas oficiais, passaria a incidir um imposto sobre o deságio concedido ao tomador da letra de câmbio, considerando-se este deságio como renda auferida pelo emprestador de dinheiro. Assim onerou-se, ainda mais, o custo da operação realizada pelas vias legais, e provocou-se um aumento na diferença das taxas percebidas pelos emprestadores e pagas pelos tomadores de dinheiro. Cientes do problema da diferenciação de taxas, os negociadores de crédito passaram a organizar-se particularmente; constituindo o que se convencionou chamar de «mercado paralelo». Este mercado, à margem daquele legalmente instituído pelas com-

panhias financeiras, livre dos custos dos intermediários e ignorando as responsabilidades tributárias, conseguiu novamente oferecer uma taxa única a emprestadores e tomadores. Merece destaque o fato de essa taxa única, livremente acordada entre as partes contratantes, haver tendido sempre para uma oscilação em torno dos valores vigentes para os tomadores de fundos do sistema das letras de câmbio, acima dos níveis vigentes para os emprestadores daquele mesmo sistema, mostrando assim que a parcela aliviada no custo da transação era absorvida pelo poupador. Com o aumento na taxa de remuneração ao supridor de recursos financeiros, o mercado paralelo logrou crescimento substancial, bem mais rápido que o das financeiras, o que veio demonstrar haver elasticidade na oferta de fundos em função da taxa de juros.

Embora se deva considerar que as taxas do mercado paralelo trariam implícito um prêmio para o risco advindo da ilegalidade da operação, crê-se que a parcela destinada a êste prêmio não era suficiente para alterar o nível por onde se fixaram as taxas naquele mercado e conseqüentemente não é de grande relevância para nossas conclusões. Assim, pode-se tomar, sem grande risco, a taxa vigente no mercado paralelo como uma taxa livremente contratada entre as partes, sob a influência das forças diretas da oferta e da procura de crédito; pode-se considerar a taxa do mercado paralelo como o nível para o qual tenderiam as taxas de empréstador e tomador de um mercado sem distorções, taxas estas que variariam em função do prazo e do risco envolvidos em cada operação. Qualquer tendência de afastamento dêste nível seria oriunda de forças outras que as normais e capaz de causar distorções no próprio mercado, comprometendo-o mais e mais na medida dêsse afastamento.

Determinar exatamente a taxa que vigoraria num mercado regido pelas forças puras da oferta e da procura seria tarefa difícil, mas se sabe que haverá demanda de empréstimos até o ponto em que a taxa de retorno sôbre o capital se igualar ao custo dêste capital. Num período de evolução da economia nacional, no sentido de um maior emprêgo de capital na função

de produção, em que se tem presente uma variação positiva continuada do PIB, há de se considerar uma taxa real positiva de retorno sobre o capital. Aceita-se, portanto, a possibilidade do pagamento de uma taxa de juros real positiva para os empréstimos tomados pelos empresários do País. Por outro lado, pela experiência verificada no mercado paralelo, viu-se que existe um estímulo substancial nas taxas mais altas oferecidas aos poupadores; estima-se que, para um aumento aproximado de 100% na taxa paga aos emprestadores, houve um acréscimo na oferta de fundos de cerca de 1.000%.

É conveniente lembrar que o mercado de capitais, para funcionar eficientemente como canalizador de poupanças para aqueles que tencionam investir, e, ao mesmo tempo, agir como seletor de investimentos, deve ser distorcido o mínimo possível. Deixá-lo existir de acordo com as normas que mais interessam às partes negociantes seria a melhor forma de propiciar seu crescimento. Partindo-se da taxa de juros efetivamente paga pelos investidores, deve-se remunerar condizentemente os fornecedores de fundos, a ponto de estimulá-los a um aumento do montante a ser poupado. Não é o que se tem feito.

Dentro do mercado de maior aceitação a médio prazo no Brasil — o das letras de câmbio — deduzem-se dos juros pagos pelo empresário várias parcelas referentes às diversas despesas e remunera-se o emprestador com uma taxa cerca de metade da primeira. Essa taxa torna-se negativa em termos reais, desinteressando os aplicadores mais avisados. Assim, sem beneficiar os tomadores, que antes se vêm em competição mais rígida pela obtenção dos fundos escassos, compromete-se seriamente o mercado com a conseqüente fuga dos supridores de recursos. Ficam no mercado, como apontamos anterioremente, os não sofisticados, aqueles que conhecem uma gama muito limitada de aplicações para suas poupanças. Seria, portanto, de se desejar uma tentativa de aproximação das taxas pagas aos supridores de fundos com as taxas pagas pelos tomadores de recursos, para incentivo à formação de novas poupanças. Tanto maior a taxa paga aos

emprestadores, maior o incentivo, maior o número de interessados pelo suprimento de suas economias que estariam rendendo juros ao mesmo tempo que atualizando, no principal, o seu poder de compra. Dado o nível ao qual os tomadores pretendem demandar recursos, tanto mais próximos de uma taxa única de juros estivermos, mais eficiente será o mercado de capitais (30).

### iii) *O custo da operação das letras de câmbio*

O Quadro XXVII nos mostra com detalhe o que prevalece na diferença das taxas em vigor para mutuantes e mutuários nas transações efetuadas pelas Sociedades de Crédito e Financiamento segundo o sistema das letras de câmbio. A tabela que deu origem a este quadro, de julho de 1965, foi tomada como protótipo em virtude de ser representativa da forma mais comum de operação das sociedades; os itens, cuja variação em função do tamanho e da política de cada sociedade fôr mais acentuada, serão oportunamente mencionados.

Deduz-se da referida tabela a não eficiência operacional dos intermediários do sistema, que não exercem as suas funções a custos adequados para as partes negociantes. Numa transação normal, três intermediários são envolvidos: o primeiro, responsável pelo aceite do título, o segundo, pela sua distribuição e o terceiro, pelo registro da transação. Aquêle que aceita o título, a Sociedade de Crédito e Financiamento, é o responsável direto junto ao público pelo seu resgate. É o elemento central do esquema e a sua reputação a que mais influi no mercado. Sua remuneração deve ser de acôrdo com o risco envolvido na transação, considerando prazo e montante da operação. Contudo, nem tôdas as Sociedades de Crédito fazem variar esta taxa em função do aumento do prazo de maturação do título aceite. As que a conservam invariável têm-lhe atribuído um valor em tórno de 3,5%, dilatando-o ou comprimindo-o conforme as reações do mercado. Em nossa tabela padrão, a taxa de aceite é progressiva em função

---

(30) Deusemberry, James S. «Criteria for Judging the Performance of Capital Markets», *Commission on Money and Credit Memorandum*, April 10, 1960.

do prazo da operação, indo de 2,5% em 180 dias a 5,0% em 360 dias.

Embora possa parecer pouco relevante, a mecânica pela qual a transação é encaminhada torna-se de maior importância quando encarada sob o ponto de vista do risco assumido pelo aceitante do papel. Em geral, as duplicatas ou notas promissórias, representando dívida real de terceiros para com as firmas tomadoras de empréstimo, são mantidas em carteira em poder da sociedade financeira, como garantia, até o resgate das obrigações aceitas por ela. Estes documentos, provas da dívida de terceiros para com a firma, podem ser postos em cobrança diretamente pela sociedade financeira, se necessário, e ficam em carteira junto de outras garantias de igual valor, tais como notas promissórias emitidas pela própria firma beneficiária em favor da sociedade financeira, contratos de penhor mercantil, etc. Assim, acobertadas por uma farta documentação que garante a liquidação dos compromissos assumidos entre as partes, rezados em contratos os dispositivos exigidos para o cumprimento das obrigações, é que as Sociedades de Crédito e Financiamento aceitam as letras de câmbio emitidas pelas firmas que necessitam do empréstimo. Tais letras têm o prazo de maturação equivalente ao das garantias apresentadas e são objeto de negociações junto ao público. Até este estágio os seguintes tributos incidem sobre a operação:

- a) 15% sobre 10% do valor do contrato referente à multa imposta às partes em caso de não cumprimento do mesmo.
- b) 2% sobre o valor da letra como selagem para o aceite.

Recolhidos estes impostos, os títulos estão aptos a serem colocados no mercado, e iriam diretamente para as mãos dos tomadores através dos corretores, caso não houvesse um contôrnio a ser feito. Conforme instrui a Lei nº 4.154, de 1962, ficam sujeitos à incidência de imposto sobre a renda no total de 15% os deságios concedidos aos títulos negociados através das Sociedades de Crédito e Financiamento, sendo considerado deságio a diferença para menos existente entre o valor nominal do título e o valor pelo qual este título é adquirido em sua primeira transação. Para as transações seguintes, o deságio é considerado

como sendo a diferença para menos, caso haja, entre os valores das transações consecutivas efetuadas. Assim, num título no valor de Cr\$ 100.000, que é vendido no mercado por Cr\$ 86.500, incide um imposto de 15% sobre Cr\$ 13.500 ou seja Cr\$ 2.025. Em caso de revenda deste título por um valor inferior, digamos Cr\$ 85.500, haverá nova incidência do imposto sobre Cr\$ 1.000 e, sendo a revenda feita por taxa idêntica (Cr\$ 86.500) ou superior a ela, nenhum imposto é devido, podendo, neste caso o segundo tomador de títulos conservar-se sem identificação. Os intermediários que distribuem os títulos aceites pelas Sociedades de Crédito e Financiamento, conhecedores do mercado, que é composto de tomadores que preferem não se identificar mesmo a custos de operação mais elevados, fazem a distribuição de forma a oferecer as vantagens do anonimato àquêles que assim preferem. Tomam para si os títulos emitidos, identificam-se como pessoa jurídica que são, recolhem 15% de imposto e colocam os títulos no mercado ao mesmo preço ou a preço acima do que pagaram.

A operação de distribuição é, portanto, efetuada em duas etapas: envolve, inicialmente, o primeiro tomador, em geral pessoa jurídica subsidiária da Sociedade de Crédito aceitante dos títulos, e posteriormente uma organização que realmente distribui os títulos, normalmente os corretores oficiais das Bólsas de Valores. Na tabela do Quadro XXVII as remunerações a estas duas partes constam da parcela denominada distribuição. Desta parcela, na maioria dos casos, 75% é remuneração dos corretores oficiais e 25% ficam retidos na companhia subsidiária da sociedade financiadora. A distribuição é remunerada de forma proporcional direta ao prazo de operação, e o fato, embora pareça curioso, apresenta-se em virtude do maior interesse dos corretores em colocar, duas vezes consecutivas, dois títulos de valores idênticos do que em colocar, uma só vez, um título cujo valor fôsse o mesmo e a maturação equivalente ao prazo total envolvido nos dois mencionados, não fôsse sua paga função direta do prazo da letra negociada.

As letras de câmbio, após estarem regularizadas quanto à tributação, são oferecidas ao público tomador. Em geral, por

contactos prévios, a sua colocação é assegurada junto aos interessados, indo os títulos a pregão mais para o cumprimento das disposições legais. A operação é confirmada e registrada na Bôlsa, que cobra para tanto uma taxa de 0,15% sôbre o valor nominal da letra. Após a canalização do montante líquido (valor nominal menos deságio menos despesas) ao financiado, encerra-se a operação em sua fase primeira, restando somente a liquidação, em época futura, dos débitos contraídos pelas partes.

A estrutura em que operam os intermediários do negócio, conforme descrevemos, por si só demonstra uma competição inter-institucional branda; a especialização em que operam não é condizente com o tamanho do mercado, sendo seu desempenho afetado pelo custo excessivo da operação. A alta parcela paga aos intermediários, incidindo sôbre o valor nominal da transação, é, segundo a tabela usada, responsável por 58,3% da diferença entre as taxas para mutuantes e mutuários. Propiciando esta diferenciação de taxas, os intermediários concorrem para uma menor remuneração do prestador e a conseqüente escassez da oferta de fundos, justificando, por sua vez, a alta parcela pretendida na intermediação (Gráfico V). Em um mercado mais competitivo para os intermediários, poderia, evidentemente, haver redução dos custos da operação. Contudo, a estrutura do sistema é devida em grande parte ao regime tributário que lhe é imposto. Responsável pelos 41,7% complementares da diferenciação de taxas, segundo a mesma tabela, a tributação exerceu sua influência na implantação dos métodos pelos quais operam as Sociedades de Crédito e Financiamento, causando-lhe várias anomalias (31).

Como em muitos outros setores de atividade, também no caso do mercado de crédito tem havido, nos tempos de inflação, uma taxação sôbre rendas ilusórias; os contribuintes são tributados sôbre aquilo que a inflação desgasta. Assim, o financiador de letras de câmbio quando recebe já é descontado de uma parcela

---

(31) O uso de diferentes tabelas utilizadas por diversas Sociedades de Crédito faz com que esta relação 58,3% e 41,7% se altere; contudo as alterações são de pequena amplitude e não afetam as conclusões obtidas.

referente ao imposto sobre o deságio; há, portanto, uma tributação sobre a renda nominal quando seria devida uma incidência sobre a parcela de renda real. Na maioria dos períodos desde que esta taxação passou a vigorar, a renda real não existiu ou foi de valor insignificante. Não seria demasiado, portanto, assumir que a parcela relevante da tributação sobre as transações das letras de câmbio incide numa renda que não existiu para o emprestador. Isto tem afetado bastante o mercado ofertador de recursos e as conseqüências revelam-se no desvio de fundos para outras áreas, nem sempre tão interessantes para a economia nacional.

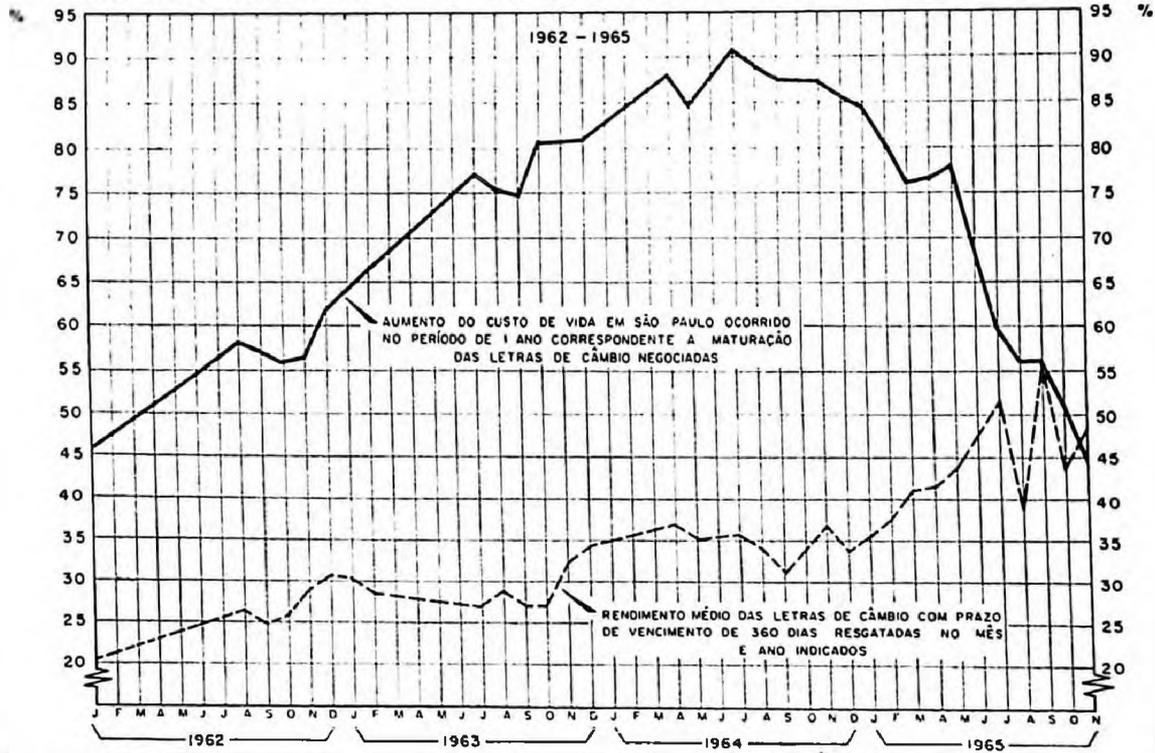
Portanto, considerando que dado um nível de juros que os tomadores estejam dispostos a pagar, tanto mais próximos de uma taxa única estivermos, mais eficiente será o mercado de capitais. Os grandes impecilhos para uma maior eficiência do mercado brasileiro de crédito a médio prazo têm sido a margem exagerada da remuneração paga aos intermediários e a taxação indevida das rendas puramente nominais.

#### *iv) Perspectivas do futuro próximo*

Já foi aprovada e deverá entrar em vigor em janeiro de 1967 uma lei que muda a sistemática das letras de câmbio, no âmbito fiscal. A partir daquela data o comprador deverá se identificar para efeito de considerar o deságio na declaração anual de rendimentos, como juros recebidos. Esta medida, evidentemente inspirada nos desfavores do anonimato, parece agravar o problema levantado nos parágrafos anteriores. Aquela taxação cumulativa sobre lucros nominais será acrescida de parcela referente ao imposto sobre a renda total anual do comprador de títulos, baixando ainda mais a remuneração oriunda da compra da letra de câmbio.

Por outro lado, o deságio que, em época de inflação crescente, tendia a subestimar a desvalorização da moeda, ao iniciar-se uma desinflação, tende a sobrestimá-la. Ambas as tendências ocorrem em função da maior facilidade em prever o futuro como uma continuação do presente que como uma extrapolação do passado recente. Assim, o deságio, em períodos em que o surto inflacionário é combatido e há uma diminuição no ritmo do aumento de

RENDIMENTO ANUAL MÉDIO DAS LETRAS DE CÂMBIO DAS SOCIEDADES DE CRÉDITO E FINANCIAMENTO E VARIAÇÃO  
 PERCENTUAL DO CUSTO DE VIDA EM SÃO PAULO CORRESPONDENTE AO PERÍODO DE MATUREZAÇÃO DAS LETRAS



preços, exerce uma ação negativa sobre a política desinflationista, tendendo a antecipar com exagero a variação do poder de compra da moeda.

Conciliando o espírito da nova lei que pretende extinguir o anonimato e o não uso do deságio pela razão exposta, poder-se-ia sugerir uma solução que a nosso ver não traria outras desvantagens que uma certa complexidade na mecânica operacional.

As letras de câmbio seriam vendidas, a exemplo do sucesso obtido pelas obrigações do Tesouro, pelo seu valor nominal, garantindo ao comprador o seu reajuste por índices da variação do poder de compra da moeda na época do resgate (32) e vencendo sobre o total reajustado, juros na ordem de  $x$  por cento ( $x$  variando até 12% ao ano). As Sociedades de Crédito e Financiamento cobrariam dos emitentes uma comissão pelo aceite das letras. Incidiria na transação o imposto sobre a renda real e ficaria isenta de tributação a parcela relativa à correção monetária. Com isto, evitar-se-ia ao mesmo tempo os inconvenientes da desvalorização antecipada da moeda e do gravame exagerado daqueles que poupam. Ter-se-ia assim a possibilidade de eliminar a maioria das distorções do sistema, procedendo-se simultaneamente a uma diminuição do número de intermediários (pela cessação da razão de existência de pelo menos um deles) e da discrepância das taxas de juros (pela não taxaço de rendas puramente nominais) (33).

#### 4.2 — As Bolsas de Valores

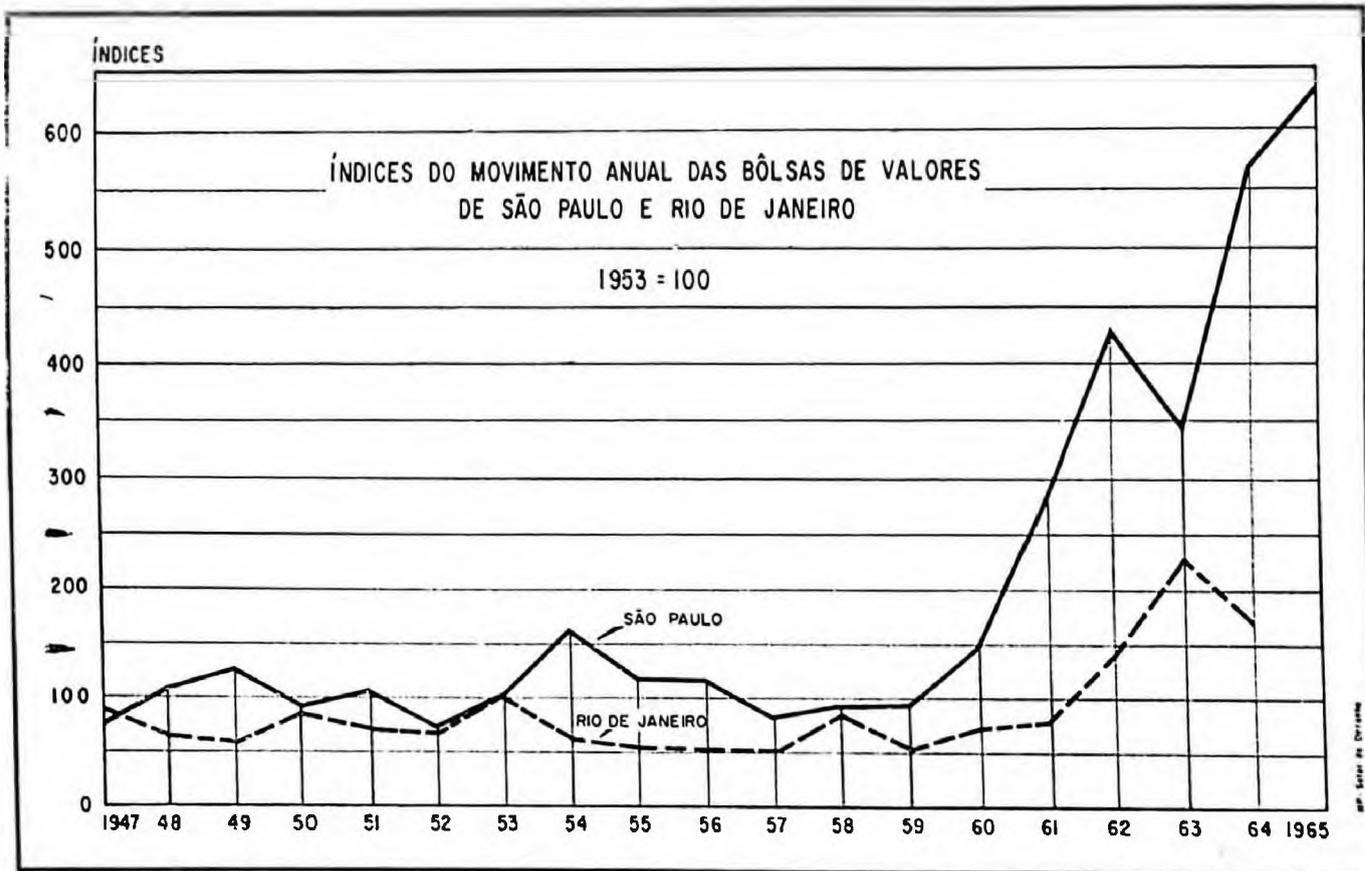
As Bolsas de Valores no Brasil têm uma importância relativamente pequena, como meio de captação de poupanças do setor privado, se comparadas às de países com um mercado mobiliário desenvolvido. Uma análise dos negócios realizados nas duas maiores praças, responsáveis por cerca de 90% do movimento bolsístico nacional, respectivamente São Paulo e Rio de Janeiro, dá mostra desse fato (Quadro XXVIII; Gráfico VI).

---

(32) Reajustes feitos através dos índices fornecidos pelo Conselho Nacional de Economia.

(33) A Resolução n.º 21 do Banco Central foi uma forma de utilização da correção monetária em letras de câmbio. Seu êxito foi seriamente comprometido pela tentativa de fixação do nível de juros a vigorar no mercado.

Gráfico VI



QUADRO XXVIII  
 MOVIMENTO ANUAL DAS BÔLSAS DE VALÔRES DO RIO DE JANEIRO E SÃO PAULO  
 (1947 — 1964)

Cr\$ Bilhões

| A N O S | RIO DE JANEIRO              |                                  | SÃO PAULO                   |                                  | RIO--S. PAULO                    | PIB                        | MOVIMENTO<br>NA BÔLSA<br>EM % DO PIB |
|---------|-----------------------------|----------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
|         | VALOR A PREÇOS<br>CORRENTES | VALOR A PREÇOS<br>CONSTANTES (*) | VALOR A PREÇOS<br>CORRENTES | VALOR A PREÇOS<br>CONSTANTES (*) | VALOR A PREÇOS<br>CONSTANTES (*) | A PREÇOS<br>CONSTANTES (*) |                                      |
| 1947    | 0.82                        | 1.67                             | 0.76                        | 1.55                             | 3.22                             | 509.67                     | 1.04                                 |
| 1948    | 0.62                        | 1.17                             | 1.19                        | 2.24                             | 3.41                             | 338.96                     | 1.01                                 |
| 1949    | 0.62                        | 1.07                             | 1.49                        | 2.57                             | 5.64                             | 357.91                     | 1.02                                 |
| 1950    | 1.04                        | 1.57                             | 1.25                        | 1.89                             | 3.46                             | 376.00                     | 0.92                                 |
| 1951    | 1.04                        | 1.32                             | 1.73                        | 2.19                             | 3.51                             | 395.38                     | 0.89                                 |
| 1952    | 1.08                        | 1.24                             | 1.25                        | 1.44                             | 2.68                             | 417.54                     | 0.64                                 |
| 1953    | 1.06                        | 1.06                             | 1.06                        | 1.06                             | 2.12                             | 430.70                     | 0.49                                 |
| 1954    | 1.49                        | 1.15                             | 4.30                        | 5.51                             | 4.46                             | 463.86                     | 0.96                                 |
| 1955    | 1.48                        | 1.01                             | 3.50                        | 2.38                             | 3.39                             | 495.30                     | 0.68                                 |
| 1956    | 1.67                        | 0.95                             | 4.13                        | 2.36                             | 3.31                             | 504.78                     | 0.65                                 |
| 1957    | 1.79                        | 0.91                             | 3.24                        | 1.64                             | 2.55                             | 539.66                     | 0.47                                 |
| 1958    | 3.43                        | 1.55                             | 4.15                        | 1.87                             | 5.42                             | 575.41                     | 0.50                                 |
| 1959    | 3.04                        | 0.99                             | 5.78                        | 1.89                             | 2.88                             | 617.62                     | 0.47                                 |
| 1960    | 5.33                        | 1.33                             | 12.02                       | 3.01                             | 4.34                             | 658.54                     | 0.66                                 |
| 1961    | 8.08                        | 1.46                             | 31.88                       | 5.77                             | 7.23                             | 706.77                     | 1.02                                 |
| 1962    | 22.21                       | 2.62                             | 74.26                       | 8.78                             | 11.40                            | 744.68                     | 1.53                                 |
| 1963    | 62.59                       | 4.26                             | 104.27                      | 7.10                             | 11.56                            | 756.30                     | 1.50                                 |
| 1964    | 60.36                       | 3.21                             | 327.33                      | 11.64                            | 14.85                            | 779.09                     | 1.90                                 |

(\*) Base: 1953 = 100

Fonte: Bôlsas Oficiais de Valores e FGV

Contando em tѐrmos reais absolutos, o movimento dos pregѐes, apѓs um perіodo de oscilações ao redor de valores mais ou menos constantes e baixos, iniciou em 1959 um ciclo de expansão. Evidenciou-se a partir de entāo, mais ainda, a diferenęa no tipo de transações das duas Bѓlsas. Sāo Paulo, com o advento das letras das Sociedades de Crѐdito e dos tіtulos mais rendosos do Govѐrno, multiplicou por 7 seu movimento, em apenas um quinqüênio. O Rio de Janeiro, no mesmo perіodo, chegou a aumentar de 4½ vѐzes o seu volume de transações, sofrendo, porѐm, um declіnio no ano de 1964. Tal decréscimo foi fruto do clima de expectativa em que vivia a Naęo quanto aos rumos do nѐvo Govѐrno que se inaugurava. A euforia de lucros se ressentia e com ela as transações dos tіtulos de propriedade, hā muito responsāveis pela maior parte dos negѓcios realizados no Rio de Janeiro. Uma anālise do movimento dos pregѐes no ano de 1964 evidencia tal fato (Quadro XXIX). O total transacionado na Bѓlsa de Sāo Paulo foi de Cr\$ 326 bilhѓes, 55% dos quais se destinaram aos Tіtulos de Dіvida Pūblica, 34% às Letras de Cāmbio e 11%

QUADRO XXIX  
BѓLSA DE VALѐRES — VOLUME DE TRANSAÇÕES

Sāo Paulo e Rio de Janeiro — 1964

Cr\$ Milhѓes

|   | RIO DE JANEIRO   |              | SĀO PAULO        |              |
|---|------------------|--------------|------------------|--------------|
|   | VOLUME           | %            | VOLUME           | %            |
| Tіtulos Federais .....                  | 2.641,8          | 1,6          | 766,6            | 0,2          |
| Letras do Tesouro Nacional .....        | 280,6            | 0,2          | 3.967,8          | 1,2          |
| Letras do Banco do Brasil .....         | 9.345,9          | 5,6          | 168.292,9        | 51,6         |
| Tіtulos Estaduais .....                 | 982,5            | 0,6          | 4.510,1          | 1,4          |
| Total Obrigações do Setor Pūblico ..... | 13.320,5         | 8,0          | 177.536,4        | 54,4         |
| Letras de Cāmbio .....                  | 26.926,2         | 45,9         | 112.366,2        | 34,4         |
| Ações .....                             | 77.105,3         | 46,1         | 36.660,5         | 11,2         |
| Total Obrigações do Setor Privado ..... | 154.081,5        | 92,0         | 148.926,7        | 45,6         |
| <b>TOTAL GERAL .....</b>                | <b>167.402,3</b> | <b>100,0</b> | <b>326.463,1</b> | <b>100,0</b> |

Fonte: Bѓlsa de Valores

às Ações. No Rio de Janeiro, com um total transacionado de Cr\$ 167 bilhões, as participações eram praticamente inversas: as Ações constituíam 46% daquele montante, as Letras de Câmbio outros 46% e apenas 8% eram destinados às obrigações do Governo. Assim, a participação do setor privado na Bolsa do Rio alcançou 92% do total das transações. Constatase, dessa forma, um verdadeiro paradoxo: o Rio de Janeiro como principal mercado de ações do País e São Paulo como o maior mercado de títulos. Se lembrarmos que o Rio foi durante grande período a sede da administração federal — situação que permanece de fato — e que São Paulo é o centro de desenvolvimento industrial do País, pareceria mais lógica a situação inversa.

Considerado de uma maneira global, o volume transacionado nas Bolsas cresceu, ao longo dos anos, menos do que seria de se desejar. Como percentagem do Produto Interno Bruto, os montantes negociados sofreram decréscimo ano a ano até 1959, passando a representar 0,5% do PIB naquele exercício, dos 1,0% que representava em 1947. Com o ciclo de expansão então iniciado, chegou a 1,9% do Produto Interno Bruto em 1964, o que mostra ainda uma relação efetivamente baixa.

Estas cifras, porém, não nos permitem quantificar o montante, angariado através das Bolsas, que se traduzam em verdadeira formação de capital. Esta dificuldade, advém do fato de não se poder separar facilmente os negócios que representam recursos novos dirigidos para o setor das simples transferências de propriedade dos papéis.

#### 4.2.1 — Ações

No caso das ações, o mercado brasileiro é bem pouco desenvolvido, concentrando-se os negócios em cerca de 20 ou 30 *blue-chips*, embora passem pela Bolsa, para efeitos legais de registro, ações de todas as Sociedades Anônimas constituídas no País. Ao todo, estima-se que às novas emissões de ações não cheguem a representar 0,05% do Produto Interno Bruto em anos médios. A reinversão dos lucros e as chamadas para aumento de capital das sociedades têm engrossado o montante destas emissões

de forma relevante. O mercado mobiliário mostra-se pouco interessado nos dividendos em dinheiro, concentrando quase tôdas as suas preocupações no recebimento de bonificações, no aumento de cotações e no exercício ou na venda dos direitos de subscrição. Isto fica bastante claro, quando se verificam os baixos dividendos distribuídos em dinheiro pelas *blue-chips*, comparativamente às suas cotações (34). Nota-se, então, a preocupação dos aplicadores com a valorização de seu principal, mais do que com o rendimento da aplicação.

Esta é, sem dúvida alguma, uma preocupação perfeitamente correta em épocas de inflação. O que nos parece pouco explicável, contudo, tendo em vista tão somente o meio econômico aparente, é o pequeno montante destinado às ações de companhias quando estas representam a forma mais líquida de propriedade. Das opções do ativo dos agentes econômicos brasileiros tem-se constatado uma preferência substancial por outras formas. As glebas rurais, mesmo distantes, e os prédios urbanos, foram muito procurados nos anos do pós-guerra, intensificando-se tal demanda nos últimos quinze anos. A pretensa valorização da propriedade imóvel, que na maioria das vezes preservava apenas seu valor real, exerceu grande atrativo às aplicações das poupanças. Também, a acumulação de estoques se verificou nos diversos níveis de produção e distribuição, porque preservava, como os imóveis, o valor real. Os freqüentes reajustes de preços foram suficientes para manter interessados neste tipo de aplicação muitos poupadores. Nota-se, porém, que mais se beneficiaram destes reajustes aquêles que realmente especulavam. Tomavam somas vultuosas de empréstimos, a taxas de juros inferiores à da inflação e acumulavam estoques de bens de consumo duráveis altamente procurados ou de matérias-primas. Enquanto perdurasse a situação dos reajustes de preços serem mais do que suficientes para o pagamento das parcelas de juros e armazenamento, haveria um lucro líquido para o especulador. E tal foi a condição vigente no período da hiperinflação brasileira, até março de 1964.

---

(34) Simonsen, Mário Henrique — *O Mercado Brasileiro de Capitais*. Documento EPEA n° 2.

Constata-se, portanto, a visão do processo inflacionário por grande parte dos investidores. Mesmo sem falarmos da compra de moeda estrangeira e depósitos no exterior, as formas mais imediatas de fuga de uma moeda que se deteriora, vê-se que havia uma tendência nítida para dela se afastar. E, das formas de ativo que não envolvem valores monetários fixos, dentro das opções internas, o mercado de ações é o mais líquido. É divisível. É o menos trabalhoso. É aquele que, mantendo o valor do principal, propicia remunerações periódicas sem desgastá-lo. Pode ainda contar com uma valorização real, através do processo de desenvolvimento do parque nacional. Seria, portanto, a grande atração do período inflacionário. Tal, porém, não aconteceu e se o mercado brasileiro de ações é ainda insipiente, deve-se principalmente à forma de sua organização, basicamente ao acesso difícil às informações da vida das empresas e às excessivas flutuações das cotações da Bolsa.

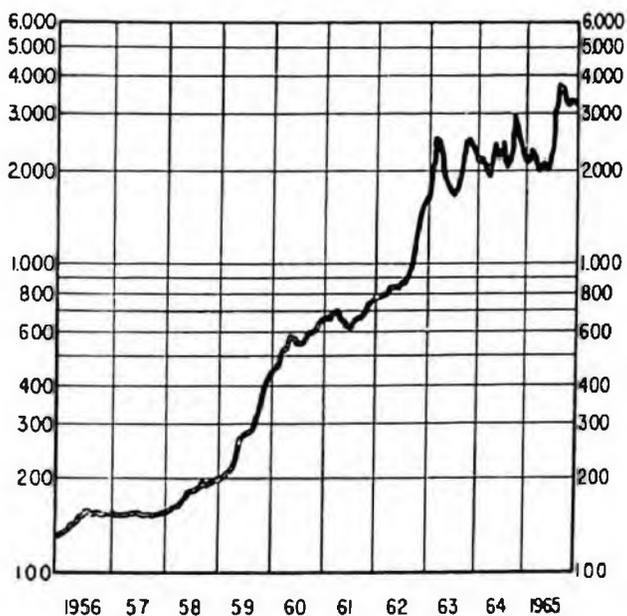
Este último fator constitui, talvez, o aspecto mais negativo de nosso mercado de ações. A experiência do período 1956-1960 parece mostrar que os preços das ações, entre nós, sobem e descem violentamente por fatores externos à rentabilidade das companhias que representam. O Gráfico VII traça, em escala logarítmica, a tendência da Média SN dos preços das ações nos últimos dez anos. Entre 1956 e 1962, com exceção de 1957, o mercado de ações esteve em alta praticamente contínua. O ano de 1957 foi difícil para a indústria e o comércio em geral, mantendo-se os preços das ações relativamente estáveis. A alta verificada no período 1958-1962 foi superior a do custo de vida, demonstrando assim que o investimento em ações oferecia proteção contra a inflação. Já em fevereiro de 1963, sentia-se que a euforia no mercado de ações tinha elevado os preços a níveis exagerados. Era esperada a queda subsequente que afugentou tantos novos investimentos. Posteriormente, durante o período agitado que antecedeu a Revolução de março de 1964, o mercado entrou numa fase de flutuações violentas e que continuaram no período de reajustes pós-revolucionários. Parece que nos últimos meses de 1965 o mercado obteve estabilidade, mas, como o gráfico tem

Gráfico VII

BÓLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO

MÉDIA S-N MENSAL

1956 - 1965



IMP. - 71117 - 02 - Unipar

demonstrado nos últimos quatro anos, qualquer previsão sobre o término do período de flutuações ainda é temerária.

As oscilações se devem sobretudo a fatores psicológicos, a afluxos repentinos de novos investidores ao mercado, a maiores ou menores facilidades de crédito, ao aparecimento de letras do Banco do Brasil, ao aumento dos meios de captação de recursos pelo setor público, às variações da conjuntura política, etc. (35). Pelo menos a curto prazo, sente-se considerável dissociação entre as cotações em Bolsas das ações e a rentabilidade ou o patrimônio das respectivas companhias. Este problema afeta mesmo ao setor negociador do mercado, fazendo com que as oscilações sejam ainda mais constantes.

A colocação de novas ações está intimamente ligada à dificuldade de apresentação de atrativos por parte dos vendedores. Como vimos, haveria interesse na aquisição de ativos preservados pelo público dos desgastes da inflação. Mas a tarefa nem sempre é fácil, tendo em vista a estrutura demasiadamente sigilosa das empresas e a presença de oscilações substanciais nas cotações dos títulos em Bolsa. Acrescente-se a isto que muitos lançamentos de novas ações têm suscitado desconfiança junto ao público, pelo fato de, a curto prazo, não apresentarem facilidade de revenda, ou seja, o grau presumível de liquidez.

Assim, o setor distribuidor cede lugar ao setor negociador das Bolsas e há a conseqüente maior concentração das transações em torno das *blue-chips* que se tornam cada vez mais caras (relação preço/lucro) e portanto menos atraentes para novos investidores. Forma-se assim um ciclo que exerce influência nitidamente negativa no progresso do mercado de ações como captador de novas poupanças.

#### 4.2.2 — Títulos não patrimoniais

Pelos montantes negociados a cada ano, embora realmente não se possa separar o que seria nova acumulação de poupança, da simples reaplicação de verbas oriundas do resgate de títulos

---

(35) Todos estes fatores são reforçados pela influência dos Fundos de Participação, os quais representam importante parcela dos negócios das Bolsas no mercado brasileiro.

anteriores, fica bem claro que este tipo de inversão tem atraído maior volume de recursos, especialmente no último quinquênio. É patente um aumento líquido desses recursos em termos reais e, portanto, o estímulo do setor através dos anos. Já foram discutidos, em outras seções deste trabalho, os problemas dos títulos de valores nominais constantes em época inflacionária e a escolha do «menos ruim» que representava até bem pouco tempo a letra de câmbio das sociedades de crédito. Foi mencionado, também, o fato de o Governo revolucionário ter iniciado a emissão de títulos da dívida pública, com valores nominais corrigíveis de acordo com índices indicadores da variação do poder de compra da moeda. Tais papéis passaram a fazer parte de *portfolios* de um número cada vez maior de agentes econômicos, aumentando substancialmente o volume transacionado pelas Bolsas.

Contudo, dificilmente se pode afirmar que esse ganho líquido do setor representa também um incremento no total de poupança da economia. A forma mais objetiva de constatação desse problema estaria na comparação do movimento de compra de títulos com outros movimentos que representassem também formas de poupar. Dada a precariedade de meios, para se isolarem os elementos assim considerados (36), julgamos bem pouco elucidativa tal comparação, sendo praticamente impossível concluir se o acúmulo marginal de transações em títulos representou transferência, absorvendo recursos de outras áreas poupadoras, ou atrativo a nova formação de poupanças.

#### 4.3 — As Companhias de Seguros e Capitalização

##### 4.3.1 — A inflação e a atividade empresarial

O crescimento do setor de seguros e capitalização, como o de tantos outros da economia brasileira, esteve submetido a muitas das distorções características, decorrentes do processo inflacionário contínuo e acelerado. Tratando-se de instituições financeiras, o seu «produto» teria evidentemente de mostrar, com

---

(36) Dever-se-ia incluir na comparação, não somente vários tipos de depósitos bancários e em caixas econômicas, companhias de seguros e capitalização, como também aplicações em valores mobiliários (inclusive mercado paralelo) e transações envolvendo moeda estrangeira.

QUADRO XXX  
 COMPANHIAS DE SEGUROS E CAPITALIZAÇÃO

Receitas (1948 — 1964)

Base 1953 = 100

| A N O S       | VALORES CORRENTES        |                       |                 |                 | (**) VALORES REAIS       |                       |                 |                 |
|---------------|--------------------------|-----------------------|-----------------|-----------------|--------------------------|-----------------------|-----------------|-----------------|
|               | ÍNDICE (base 1953 = 100) |                       |                 |                 | ÍNDICE (base 1953 = 100) |                       |                 |                 |
|               | Receita de Prêmios       | Receitas de Inversões | Outras Receitas | Receitas Totais | Receita de Prêmios       | Receitas de Inversões | Outras Receitas | Receitas Totais |
| 1948.....     | 62,3                     | 48,6                  | 61,0            | 60,6            | 128,3                    | 100,1                 | 124,9           | 124,8           |
| 1949.....     | 66,2                     | 55,0                  | 57,8            | 64,7            | 116,8                    | 96,9                  | 102,3           | 114,1           |
| 1950 (*)..... | 69,9                     | 46,3                  | 75,7            | 67,0            | 107,8                    | 69,8                  | 116,6           | 103,3           |
| 1951.....     | 89,0                     | 87,1                  | 98,9            | 88,9            | 122,1                    | 119,6                 | 135,7           | 122,0           |
| 1952.....     | 97,4                     | 92,8                  | 107,3           | 97,0            | 122,0                    | 116,2                 | 134,5           | 121,5           |
| 1953.....     | 100,0                    | 100,0                 | 100,0           | 100,0           | 100,0                    | 100,0                 | 100,0           | 100,0           |
| 1954.....     | 118,6                    | 107,6                 | 95,7            | 116,8           | 95,6                     | 86,9                  | 77,3            | 94,2            |
| 1955.....     | 146,3                    | 137,6                 | 112,6           | 144,6           | 107,9                    | 101,5                 | 83,3            | 106,6           |
| 1956.....     | 178,6                    | 162,3                 | 235,7           | 177,7           | 104,8                    | 95,2                  | 138,0           | 104,3           |
| 1957.....     | 204,7                    | 155,3                 | 226,3           | 199,1           | 116,1                    | 88,2                  | 128,5           | 113,0           |
| 1958.....     | 283,0                    | 189,4                 | 272,6           | 271,2           | 125,6                    | 84,0                  | 121,4           | 120,4           |
| 1959 (*)..... | 290,5                    | 102,0                 | 251,5           | 266,5           | 94,7                     | 33,3                  | 82,1            | 86,9            |
| 1960.....     | 420,8                    | 237,6                 | 282,0           | 395,5           | 103,3                    | 58,3                  | 69,0            | 97,1            |
| 1961.....     | 663,1                    | 333,6                 | 549,4           | 620,2           | 108,5                    | 54,5                  | 90,4            | 101,5           |
| 1962.....     | 952,1                    | 528,2                 | 1.389,4         | 908,4           | 103,9                    | 57,7                  | 151,1           | 99,1            |
| 1963.....     | 1.745,6                  | 764,8                 | 3.200,9         | 1.655,1         | 104,7                    | 46,0                  | 191,6           | 99,2            |
| 1964.....     | 3.305,2                  | 1.771,6               | 4.390,3         | 3.137,3         | 102,6                    | 55,1                  | 136,8           | 97,4            |

Fonte: Conjuntura Econômica - FGV

(\*) Exclusive Companhias de Capitalização

(\*\*) Valores Correntes deflacionados pelo índice geral de preços por atacado (CE), em dez de cada ano

bastante clareza, os efeitos de uma desvalorização monetária. De fato, como mostra o Quadro XXX, registraram-se enormes contrastes entre os índices dos valores correntes e os dos valores deflacionados das receitas das Companhias de Seguros e de Capitalização. Enquanto o índice nominal das «Receitas Totais» evoluía de 60,6 em 1948 para 3.137,3, em 1964, o índice real caía de 124,8 para 97,4, respectivamente. A «Receita de Prêmios», parcela característica das Companhias de Seguros e Capitalização, teve seu índice nominal variando de 62,3 em 1948, para 3.305,2, em 1964, enquanto nos mesmos anos o índice real era de 128,3 e 102,6. A «Receita de Inversões», igualmente, mostrou índice real decrescente: de 100,1 em 1948 passa a 55,1 em 1964. O crescimento do nível geral dos preços se encarregava, deste modo, de reduzir a expressão do esforço produtivo daquelas empresas. Ao lado desta deterioração das receitas das Companhias, outros problemas acumularam-se com o processo inflacionário. À medida que a obtenção de novos contratos de seguros tornava-se mais difícil, a elevação dos custos operacionais das Companhias estabelecia o entrave simétrico à expansão e sobrevivência do setor.

Explica-se que o próprio processo de desvalorização monetária gera no público a indisposição de fazer aplicações de longo prazo, ou que tenham baixa taxa de retorno sobre o capital. O seguro de vida e a capitalização são exemplos conspícuos de aplicações muito pouco atrativas, em clima de intensa inflação. Raras são as formas de seguro de vida capazes de atrair novos contratantes, quando o nível geral dos preços mostra-se, desde longe, crescente e se afigura incerto para o futuro. Nessas condições, o motivo precaução ou de previdência teria de falhar por completo: em se tratando de razões para efetuar seguros de vida e capitalização. A acumulação de pecúlios, de reservas, sobre as quais se pudesse sacar em futuro mais ou menos distante, seria feita escassamente em moeda para contrapartida em mesma espécie. O *homo-economicus* escolheria o menor dos males, caso não lhe fôsse permitida a escolha do melhor dos mundos. Assim, a aplicação em imóveis ou em valores mobiliários de curto prazo e elevado grau de liquidez seria muito melhor alternativa. Ao lado dessa distorção, outro problema surgia com a desvalorização da moeda:

a elevação do custo de vida e a perda do poder aquisitivo dos salários tornavam os excedentes orçamentários das famílias cada vez mais exíguos. Diminuíam assim a possibilidade de se constituírem poupanças voluntárias; daí novo fator de entrave à expansão dos seguros. Em vista disso, as companhias de seguros procuraram diversificar seus negócios, ampliando e criando novas formas de seguros que pudessem atrair aplicações a curto prazo.

O desenvolvimento industrial brasileiro veio fornecer uma válvula de escape, abrindo mercado para os chamados seguros elementares. Este foi o único ramo securitário que conseguiu índices reais superiores aos de 1953, e para o qual tendeu a grande maioria das companhias de seguros. Das 179 companhias existentes em 1964, nada menos de 160 operavam exclusivamente em elementares; 15 das restantes operavam em seguros de vida e elementares, enquanto apenas 4 operavam exclusivamente em seguros de vida.

Conforme mostra o quadro abaixo, as «Receitas de Prêmios» dos seguros de incêndio, transportes, cascos, automóveis, acidentes do trabalho, etc. mostravam índices reais que, apesar de não revelarem tendência crescente, situavam-se acima do verificado no ano base.

RECEITAS DE PRÊMIOS DAS COMPANHIAS DE SEGUROS  
ELEMENTARES  
(*exclusivamente*)

| ANOS       | ÍNDICE REAL (*)<br>(base em 1953) |
|------------|-----------------------------------|
| 1948 ..... | 112,9                             |
| 1953 ..... | 100,0                             |
| 1957 ..... | 116,0                             |
| 1961 ..... | 120,0                             |
| 1962 ..... | 112,6                             |
| 1963 ..... | 133,7                             |
| 1964 ..... | 126,3                             |

(\*) Valores correntes deflacionados pelo índice geral de preços por atacado (CE), em dezembro de cada ano.

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV.

Estes resultados não foram, contudo, suficientes para compensar a tendência decrescente do conjunto. As «Receitas de Inversões» declinavam para todos os ramos securitários e a capitalização regredia consideravelmente (Quadro abaixo).

### RECEITAS DE INVERSÕES

ÍNDICES REAIS

Base 1953

| ANOS       | Cias. de Seguros Elementares | Cias. de Seguros de Vida e Elementares | Capitalização | Tôdas |
|------------|------------------------------|--|---------------|-------|
| 1949 ..... | 114,0                        | 94,2                                   | 48,1          | 100,1 |
| 1953 ..... | 100,0                        | 100,0                                  | 100,0         | 100,0 |
| 1957 ..... | 97,1                         | 75,9                                   | 95,7          | 88,2  |
| 1961 ..... | 90,6                         | 38,9                                   | 52,1          | 54,5  |
| 1962 ..... | 74,7                         | 68,2                                   | 38,4          | 57,7  |
| 1963 ..... | 85,0                         | 39,4                                   | 32,8          | 46,0  |
| 1964 ..... | 114,0                        | 49,9                                   | 30,9          | 55,1  |

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV.

A taxa média de crescimento real das Receitas Totais foi de — 1,6 ao ano para o período 1948-1957, e de — 1,3 ao ano no período 1958-1964. Ao lado dessa involução de negócios, registrou-se o crescimento das despesas das companhias. As elevações de salários, de custos de corretagem e outros serviços (inspeções, exames médicos para seguros de vida, etc.), bem como dos impostos e outros expedientes determinaram um crescimento desproporcional nos custos totais. As despesas totais das Companhias de Seguros e Capitalização absorveram, em média, 91,0% das Receitas Totais no período 1948-1957 e 95,1% no período 1958-1964. Assim, chegava-se a uma situação bastante problemática. Os «resultados industriais», como geralmente são caracterizados (Receitas de Prêmios — Despesas Totais), mostravam-se negativos, tendo alcançado vultosas somas em 1964. Conforme nos mostra o quadro adiante, em 1964 mais da metade das companhias operavam com «deficits industriais», os quais excediam os *superavits* em quase 900 milhões de cruzeiros.

RESULTADOS INDUSTRIAIS DAS COMPANHIAS DE SEGUROS  
E CAPITALIZAÇÃO

(Cr\$ milhões)

Em 31 de dezembro de 1964

| COMPANHIAS               | LUCRO   | PREJUÍZO |
|--------------------------|---------|----------|
| <i>Seguros</i>           |         |          |
| 91 Cias. ....            | 2.978,8 | —        |
| 84 Cias. ....            | —       | 4.569,1  |
| <i>Total (175)</i> ..... | —       | 1.590,3  |
| <i>Capitalização</i>     |         |          |
| 9 Cias. ....             | —       | 2.277,3  |
| <i>Todas</i>             |         |          |
| 184 Cias. ....           | —       | 3.867,6  |

Fonte: Anuário de Seguros — Rev. de Seguros — Rio — GB.

As Sociedades de Seguros e Capitalização passavam assim a depender das rendas de suas inversões, para a cobertura dos *deficits* e para a formação e distribuição de lucros.

#### 4.3.2 — Lucros, rentabilidade e ilusão monetária

De fato, como relata o quadro que segue, as «Receitas de Inversões» constituíam a fonte de recursos para a formação dos Excedentes Líquidos, além de permitirem a cobertura de parte das despesas totais. No período 1948-1957, por exemplo, as Despesas Totais absorviam 91% do total das Receitas, restando, em consequência, um Excedente Líquido ou lucro de apenas 9%. No mesmo período, 10,8% das Receitas Totais eram constituídos pelas receitas de Inversões — o que nos mostra que estas cobriam não só os lucros totais mas, também, parte das despesas. Esta dependência em relação às receitas das inversões perdurou no decorrer de todo o período em análise. As Companhias de Seguros e Capitalização tinham, assim, seus *superavits* baseados nas operações inversio-  
nistas.

DESPESAS TOTAIS, EXCEDENTE LÍQUIDO E RECEITAS DE  
INVERSÕES EM % DAS RECEITAS TOTAIS

(Em 31 de dezembro)

| PERÍODOS        | Desp. Totais | Excedente Liq. | Rec. de Inversões |
|-----------------|--------------|----------------|-------------------|
| 1948 — 57 ..... | 91,0         | 9,0            | 10,8              |
| 1958 — 61 ..... | 94,5         | 5,5            | 6,8               |
| 1962 — 63 ..... | 96,0         | 4,0            | 6,4               |
| 1964 .....      | 95,7         | 4,3            | 6,9               |

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV.

Estas considerações nos permitem prever a baixa rentabilidade dos negócios securitários. Realmente, o coeficiente de rentabilidade tendo sido de 27,6 em média no período 1948-1957, caiu para 25,7 em média no período 1958-1963. Dêste modo, os lucros (excedentes líquidos) não cresceram o suficiente para compensar as variações positivas ocorridas no total dos bens patrimoniais. Porém, um outro aspecto ressaltado na tabela abaixo é: boa parte das emissões de capital das Companhias de Seguros e Capitalização correspondia a simples reavaliação de ativos. Assim, um valor puramente contábil era acrescido ao patrimônio das empresas.

EMISSÃO DE CAPITAL

(Cr\$ milhões)

| A N O S    | TOTAL DA EMISSÃO (a) | DE ATIVOS REAVALIACÃO (b) | RELAÇÃO PERCENTUAL h/a |
|------------|----------------------|---------------------------|------------------------|
| 1954 ..... | 191                  | 9                         | 4,7                    |
| 1955 ..... | 100                  | —                         | —                      |
| 1956 ..... | 700                  | 402                       | 57,4                   |
| 1957 ..... | 203                  | 92                        | 45,3                   |
| 1958 ..... | 191                  | —                         | —                      |
| 1959 ..... | 649                  | 387                       | 59,6                   |
| 1960 ..... | 335                  | 72                        | 21,4                   |
| 1961 ..... | 969                  | 331                       | 34,1                   |
| 1962 ..... | 771                  | 507                       | 65,7                   |
| 1963 ..... | 2.536                | 1.838                     | 72,4                   |
| 1964 ..... | 4.928                | 4.178                     | 84,7                   |

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV

Em 1964, quando as reavaliações correspondiam a 84,7% da Emissão Total, o coeficiente de rentabilidade reduzia-se a 16,7%. Esta situação nos leva a concluir que os referidos coeficientes estavam de algum modo superestimados. A discussão perde muito de seu conteúdo, quando comparamos a rentabilidade com as taxas de inflação. O quadro seguinte nos mostra quão pouco significativos tornaram-se os coeficientes de rentabilidade.

#### COMPANHIAS DE SEGUROS E CAPITALIZAÇÃO

| PERÍODOS      | COEFICIENTE DE RENTABILIDADE | TAXA DE INFLAÇÃO |
|---------------|------------------------------|------------------|
| 1948-57 ..... | 27,6                         | 15,6             |
| 1958-61 ..... | 24,7                         | 36,6             |
| 1962-63 ..... | 26,7                         | 65,8             |
| 1964 .....    | 16,7                         | 93,2             |

Fonte: FGV — Taxas de inflação calculadas através do índice geral de preços por atacado, em dezembro de cada ano.

Apenas durante o primeiro período o coeficiente mostrou-se superior à taxa de inflação, tornando-se inexpressivo nos dois últimos; assim, não só as dificuldades do mercado, mas, em proporções relevantes, as advindas da inflação acelerada revelavam-se responsáveis pela falência do sistema segurador brasileiro.

A situação das companhias viria, ainda, a ser agravada, por uma desorientada política de distribuição de lucros. O quadro abaixo reproduz alguns dados significativos:

| Excedente Líquido |               |
|-------------------|---------------|
| Período           | % Distribuída |
| 1951-57           | 81,1          |
| 1958-61           | 76,8          |
| 1962-63           | 85,1          |
| 1964              | 81,0          |

É bastante expressivo o fato de que, durante um processo inflacionário cada vez mais acirrado, as firmas tenham mantido tão elevada taxa de distribuição de lucros. As conseqüências de tal política empresarial não são difíceis de serem entendidas. Conforme nos mostra o Quadro XXXI, o excedente líquido real caiu de 438,7

QUADRO XXXI  
 COMPANHIAS DE SEGUROS E CAPITALIZAÇÃO  
 Lucros distribuídos (1951 - 1964)

*Cr\$ milhões*

| A N O S | EXCEDENTE | EXCEDENTE | EXCEDENTE | %     | %       |
|---------|-----------|-----------|-----------|-------|---------|
|         | LÍQUIDO   | LÍQUIDO   | LÍQUIDO   |       |         |
|         | a         | b         | c         | a/b   | c/b     |
| 1951    | 362       | 438,7     | 242       | 66,8  | 55,1    |
| 1952    | 329       | 363,9     | 265       | 80,5  | 72,8    |
| 1953    | 312       | 275,6     | 225       | 72,1  | 81,6    |
| 1954    | 234       | 166,7     | 222       | 94,8  | 133,6   |
| 1955    | 526       | 542,6     | 397       | 75,4  | 115,8   |
| 1956    | 644       | 553,8     | 504       | 78,2  | 150,9   |
| 1957    | 643       | 322,4     | 643       | 100,0 | 199,4   |
| 1958    | 697       | 273,3     | 607       | 87,0  | 222,1   |
| 1959    | 750       | 216,0     | 573       | 76,4  | 265,2   |
| 1960    | 882       | 191,4     | 664       | 75,2  | 346,9   |
| 1961    | 1.112     | 160,7     | 765       | 68,7  | 476,0   |
| 1962    | 1.486     | 143,2     | 1.581     | 92,9  | 964,3   |
| 1963    | 3.245     | 122,0     | 2.511     | 77,3  | 1.459,8 |
| 1964    | 6.269     | 171,9     | 5.078     | 81,0  | 2.954,0 |

FONTE: CF - FGV

(\*) Os valores foram deflacionados pelo Índice geral de preços por atacado (CF), em dezembro de cada ano.

milhões de cruzeiros, em 1951, para 171,9 milhões, em 1964. Assim, a distribuição de lucros, ilusoriamente formados, daria lugar a forte descapitalização das Empresas Seguradoras. A relação entre «Excedente Líquido Distribuído» e «Excedente Líquido Real» variou de 55,1, em 1951, para 2.954,0, em 1965. Nada mais estra-

nho do que distribuir 3 mil por cento dos lucros reais. Esta política pouco previdente deve ter sido, em parte, responsável pela penúria em que se encontra o ramo segurador. Uma mentalidade empresarial distorcida da realidade é um dos grandes efeitos nocivos da inflação. A ilusão de elevados ganhos conduzindo à imprevidência torna-se fator de desequilíbrio e descapitalização das empresas.

#### 4.3.3 — A política inversionista

Conforme mencionamos anteriormente, as rendas das inversões passavam a constituir importante fonte de recursos destinados à cobertura de despesas e formação dos lucros das Companhias de Seguros e Capitalização. Assim, tais empresas tinham no volume real das inversões a sua segunda variável estratégica. Con-

#### INVERSÕES REAIS DAS COMPANHIAS DE SEGUROS E CAPITALIZAÇÃO

(Cr\$ milhões)

| ANOS       | IMÓVEIS | TÍTULOS<br>DE<br>RENDIA | EMPRÉS-<br>TIMOS | DEPÓSITOS | TOTAL |
|------------|---------|-------------------------|------------------|-----------|-------|
| 1964 ..... | 2.338   | 2.458                   | 2.845            | 1.256     | 8.897 |
| 1963 ..... | 2.533   | 1.282                   | 1.839            | 820       | 6.474 |
| 1962 ..... | 1.372   | 803                     | 619              | 571       | 3.365 |
| 1961 ..... | 1.110   | 730                     | 461              | 580       | 2.881 |
| 1957 ..... | 837     | 572                     | 313              | 690       | 2.432 |
| 1948 ..... | 1.127   | 596                     | 242              | 466       | 2.431 |

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV. — Valores Correntes deflacionados pelo índice geral de preços por atacado (CE), em dezembro de cada ano.

trariamente porém, ao que era de desejar, o volume real das inversões mostrou-se decrescente. Como evidencia o quadro acima, em 1964 o seu montante reduzia-se a 27,3% do valor atingido em 1948. Todos os itens (imóveis, títulos de renda, etc.) indicavam decréscimo acentuado. Esta situação reflete a queda no volume real das «Receitas de Prêmios», que antes havíamos assinalado.

Isto porque as fontes de recursos para inversões são constituídas pela metade do capital social e pelas reservas técnicas e patrimoniais das companhias. Sendo tais reservas técnicas mais ou menos proporcionais ao volume das Receitas de Prêmios (de acordo com legislação específica), uma redução destas últimas teria como consequência uma queda no volume de inversões, ou, pelo menos, uma redução no montante de recursos disponíveis. As variações positivas do capital social refletem-se através de acréscimos no montante investido.

Uma vez, porém, que a tais aumentos no capital social das companhias correspondiam elevadas percentagens de reavaliações de ativo (mormente no último triênio), uma variação puramente contábil está implícita no volume das inversões. Assim, a fonte supletiva de recursos das companhias de seguros e capitalização mostrava-se problemática. A distribuição das inversões, segundo alternativas que oferecessem maiores rendimentos possíveis, tornou-se imperiosa. O quadro abaixo nos relata a distribuição das inversões, discriminadas para dois períodos básicos.

DISTRIBUIÇÃO (%) DAS INVERSÕES DAS COMPANHIAS DE SEGUROS E CAPITALIZAÇÃO

| PERÍODOS      | IMÓVEIS | TÍTULOS DE<br>RENDA | EMPRÉSTIMOS | DEPÓSITOS |
|---------------|---------|---------------------|-------------|-----------|
| 1958-64 ..... | 30,5    | 22,7                | 33,6        | 13,2      |
| 1948-57 ..... | 38,9    | 23,9                | 17,3        | 19,9      |

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV.

Ressalta, à primeira vista, a importante parcela constituída pelos Depósitos Bancários. A natureza e o volume de tal aplicação prendem-se a motivos técnico-operacionais das Companhias de Seguros e Capitalização. Referem-se a certos tipos de reservas técnicas, cujas exigibilidades são de curto ou curtíssimo prazo, tais como as reservas para sinistros a liquidar, reservas de seguros vencidos e reservas para resgate a regularizar (capitalização). Tais reservas dependem do próprio tipo de seguro, sendo mais importantes

para os seguros cujos prazos de vigência são mais curtos. Assim, os Depósitos constituíam aproximadamente 34,3%, em média, do total de recursos aplicados pelas companhias de seguros elementares (com contratos em geral não excedendo a um ano de vigência). Já nas companhias que operavam com seguros de vida, a percentagem dos Depósitos situava-se na média de 11,3%; enquanto nas companhias de capitalização a percentagem era de apenas 2,7% no total de recursos aplicados (período 1948-1964).

Como observamos em capítulos anteriores, a inflação criava distorções, desestimulando os investimentos de longo prazo e/ou aqueles de baixa taxa de retorno sobre o capital. Este é o fenômeno que notamos ter ocorrido com o volume de empréstimos (sob caução e hipoteca) das companhias seguradoras. A sua participação reduzia-se em quase 50%, do primeiro para o segundo período considerado. De acordo com o quadro seguinte, a sua rentabilidade estaria mesmo em decréscimo: de 9,8, já bastante reduzida, cai para 3,7%, entre 1963 e 1964. Esta amostra, apesar de englobar apenas 75 companhias, nos serve como indicador das possíveis rentabilidades das diversas aplicações.

#### RENTABILIDADE DAS INVERSÕES DE 75 COMPANHIAS DE SEGUROS E CAPITALIZAÇÃO

| TIPO DE INVERSÃO       | COEFICIENTE DE RENTABILIDADE |      |
|------------------------|------------------------------|------|
|                        | 1963                         | 1964 |
| Imóveis .....          | 10,1                         | 6,8  |
| Titulos de Renda ..... | 17,6                         | 31,4 |
| Empréstimos .....      | 9,8                          | 3,7  |
| Depósitos .....        | 3,3                          | 4,7  |
| TODAS .....            | —                            | 14,0 |

Fonte: Conjuntura Econômica — FGV.

Os títulos de Renda (que em nossa análise se referem a ações, debêntures, letras e títulos dos governos federal e estaduais,

etc.) despertaram maior interesse das companhias, que elevaram o volume de recursos aí aplicados. O desenvolvimento industrial, bem como a intensificação dos negócios das Bolsas de Valores, proporcionaram melhores alternativas de inversões. Contudo, em vista do coeficiente de rentabilidade indicado na última tabela, podemos julgar que a participação dos «Títulos de Renda», no total das inversões das companhias, tenha sido diminuta. Ao mesmo tempo, notamos que os Imóveis, tendo participação mais elevada, mostram um coeficiente de rentabilidade menor e em decréscimo entre 1963 e 1964. Esta contradição é, contudo, aparente. De um lado, as fortes reavaliações do ativo (72,4 e 84,7% das emissões de capital em 1963 e 1964) elevavam o valor contábil das aplicações em imóveis, reduzindo ao mesmo tempo o seu coeficiente de rentabilidade. Por outro lado, o coeficiente de rentabilidade não espelha os rendimentos implícitos, sob a forma de valorização dos imóveis. Assim, a rentabilidade efetiva das aplicações em Imóveis deve ter sido algo mais elevada, para atrair a preferência das Companhias de Seguros e Capitalização.

Eis, pois, em linhas gerais, a política de inversões das Companhias de Seguros e Capitalização. Ainda que o procedimento tenha-se conduzido em bases racionais, o volume real investido mostra-se em decréscimo. Tal fato, como fizemos notar, é pouco auspicioso uma vez que aí têm as companhias sua fonte de recursos para formação dos lucros empresariais.

#### 4.4 — Os Institutos de Previdência Social

##### 4.4.1 — Receita e Despesa

A formação de poupanças através da Previdência Social tem por finalidade garantir um determinado padrão de consumo ao segurado (ou aos seus dependentes) por ocasião de sua invalidez, e proporcionar-lhe assistências diversas em caso de inaptidão temporária para o trabalho. Esta forma de seguro não escapou aos efeitos maléficos do contínuo processo de deterioração monetária; como mostra o quadro abaixo, as Receitas Reais dos Institutos de Previdência — na forma de contribuições recebidas, rendas de

aplicações, subsídios, etc. — cresceram em menor proporção que as Despesas realizadas.

RECEITAS E DESPESAS REAIS DOS IAPs — VALORES EM MILHÕES DE CRUZEIROS

| I T E M                | 1 9 5 0  |        | 1 9 6 4  |        |
|------------------------|----------|--------|----------|--------|
|                        | VALOR    | ÍNDICE | VALOR    | ÍNDICE |
| Receita Total .....    | 10.771,1 | 100    | 27.282,9 | 253    |
| Despesa Total .....    | 5.547,6  | 100    | 20.373,8 | 367    |
| Despesa/Receita (%) .. | 51,6     |        | 74,6     |        |

*Nota:* Os valores correntes acham-se deflacionados pelo índice geral de preços por atacado, com base em dezembro de 1953.

*Fontes:* Fundação Getúlio Vargas

EPEA — Setor de Desenvolvimento Social — MP

Em 1964, as Receitas eram 153% superiores ao seu valor real em 1950, enquanto as Despesas mostravam-se 267% maiores. Dêste modo, a despeito do intenso crescimento industrial da década dos 50 e do crescimento da mão-de-obra ativa, o volume de recursos carregado aos Institutos não foi suficiente para contrabalançar o crescimento das Despesas. Estas tenderam a crescer não somente em concordância com o número de contribuintes atendidos, mas ainda com a elevação dos custos dos serviços prestados, da administração necessária, etc.

Dado o caráter de proporcionalidade entre a contribuição previdenciária e os salários nominais (inclusive outras remunerações que não salários mínimos), a inflação exerceu dois efeitos contrários — ainda que assimétricos — na contabilidade dos Institutos. De um lado, as freqüentes majorações dos salários nominais contribuíam, a par com o crescimento da mão-de-obra ativa, para engrossar o volume das receitas dos Institutos. Contrariamente porém, as elevações nos custos dos serviços assistenciais e administrativos

corroíam aquêles acréscimos de receitas. Deve-se somar a êsses efeitos negativos os baixos rendimentos das aplicações feitas pelos Institutos (em sua maioria de caráter puramente social) e as contribuições devidas e não recolhidas pelos Empregadores e pela União.

#### 4.4.2 — Os deficits operacionais

Em dezembro de 1964, conforme demonstra o quadro abaixo, dois Institutos de Previdência apresentaram *deficits* operacionais, superiores a dois bilhões de cruzeiros. Na realidade, não só o IAPFESP e o IAPM teriam apresentado *deficits* em suas operações. Boa parte das Receitas escrituradas pelos IAPs não eram realizadas, senão com longos períodos de atraso. Naquela data, o IAPI, por exemplo, havia realizado apenas Cr\$ 315,2 bilhões do total escriturado (Cr\$ 496,9 bilhões). Esta situação viria reduzir o seu *superavit* de Cr\$ 178,0 bilhões para um *deficit* efetivo de Cr\$ 3,7 bilhões.

SALDOS DAS OPERAÇÕES DOS IAPs EM 31 DE DEZEMBRO DE 1964 — Cr\$ BILHÕES

| INSTITUTOS          | RECEITA      | DESPESA      | SALDO        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| I A P B .....       | 70,9         | 39,7         | 31,2         |
| I A P C .....       | 201,0        | 156,3        | 44,7         |
| I A P E T C .....   | 80,7         | 75,3         | 5,4          |
| I A P F E S P ..... | 114,0        | 116,9        | — 2,9        |
| I A P I .....       | 496,9        | 318,9        | 178,0        |
| I A P M .....       | 30,9         | 35,5         | — 4,6        |
| <b>TOTAL .....</b>  | <b>994,4</b> | <b>742,6</b> | <b>251,8</b> |

Fonte: EPEA — Setor de Desenvolvimento Social.

Até bem pouco tempo (37), era favorável ao Empregador o atraso deliberado no recolhimento das contribuições aos Institutos de Previdência, dadas as baixas taxas de juros de mora e multas cobradas. Os Empregadores dispunham, assim, de uma fonte fácil e barata de financiamento, face às taxas de juros efetivamente cobradas pelos bancos e demais instituições financeiras.

A tabela seguinte relaciona os saldos acumulados dos Valores a Realizar, em dezembro de 1964. Notamos que a União assumia a principal responsabilidade (76,8%), seguida pelos Empregadores privados (21,9%).

**VALORES A REALIZAR**  
Saldos Acumulados até 31/12/64

| Responsabilidade      | Cr\$ bilhões |
|-----------------------|--------------|
| Da União .....        | 424.9        |
| De Empregadores ..... | 121.2        |
| De Outros .....       | 7.1          |
| <b>Total .....</b>    | <b>553.2</b> |

Fonte: EPEA — Setor de Desenvolvimento Social.

Assim, os IAPs aparecem como verdadeiras fontes de financiamento, tanto do setor privado como do próprio setor público.

#### 4.4.3 — Os investimentos

À exiguidade das receitas efetivamente realizadas juntam-se os *deficits* ocorridos nas aplicações financeiras dos IAPs, como

(37) A Lei 4.357, de 1964, impôs a correção monetária dos débitos fiscais.

fator de desequilíbrio. Em 31 de dezembro de 1964 os Bens Imóveis representavam 55,4% de um total de 115,9 bilhões de cruzeiros aplicados pelos Institutos. Os Financiamentos absorviam a segunda maior parcela (21,1% do total), conforme quadro seguinte:

DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DOS  
IAPs EM 31/12/64

| E S P É C I E                | %     |
|------------------------------|-------|
| Bens Imóveis .....           | 55,4  |
| Bens Móveis .....            | 6,3   |
| Titulos de Renda .....       | 5,0   |
| Financiamentos .....         | 21,1  |
| Empreendimentos no D.F. .... | 10,8  |
| Diversos .....               | 1,4   |
| TOTAL .....                  | 100,0 |

Fonte : EPEA — Setor de Desenvolvimento Social — MP.

A ênfase dada à aplicação em Imóveis seria considerada correta se se tratasse de uma instituição privada, ou que tivesse liberdade de escolha entre as diversas oportunidades de investimento. Entretanto, tais aplicações constituem as de mais baixo rendimento para os IAPs. Sucede que as aplicações imobiliárias, bem como os financiamentos concedidos, referem-se a investimentos de caráter puramente social — construção e financiamento de moradias para os segurados, obras de amenidades urbanas, etc.

Conforme expõe o quadro que segue, as despesas com as operações imobiliárias mostraram-se, em 1964, muito superiores aos

rendimentos. O *deficit* ocorrido nestas operações (Cr\$ 5,18 bilhões) foi em parte coberto pelos rendimentos líquidos positivos das operações patrimoniais — títulos de renda, ações, etc.

RENDIMENTOS LÍQUIDOS DAS INVERSÕES IMOBILIÁRIAS E PATRIMONIAIS — VALORES EM BILHÕES DE CRUZEIROS

(1964)

| ESPECIFICAÇÕES      | PATRIMONIAIS | IMOBILIÁRIAS |
|---------------------|--------------|--------------|
| Renda bruta .....   | 4,11         | 6,23         |
| Despesas .....      | 0,02         | 1,11         |
| Renda líquida ..... | 4,09         | — 5,18       |

Fonte: EPEA — Diagnóstico da Previdência Social.

Descuida-se, desse modo, das verdadeiras finalidades a que se destinam as reservas dos Institutos, quais sejam, de suplementação das receitas correntes no custeio das operações de assistência aos segurados e de manutenção de auxílios, pensões e aposentadorias em níveis compatíveis com os salários vigentes.

Assim, concluímos que os atrasos nos recebimentos de contribuições e a política um tanto deturpada dos investimentos, levaram os Institutos de Previdência a situações deficitárias.

## 5. Aspectos Institucionais do Sistema Bancário

---

### 5.1 — Uma Visão Global

Os bancos comerciais, o Banco do Brasil S.A., os bancos de fomento, as caixas econômicas, as Sociedades de Financiamento e Investimento, os Institutos de Previdência Social, as Companhias de Seguro e Capitalização e as Bolsas de Valores funcionam, no Brasil, como intermediários financeiros, captando poupanças do público em geral para encaminhá-las às empresas (e, em alguns casos, também a indivíduos) que buscam financiamento para investimentos ou para capital de giro. Porém, apenas os bancos comerciais, os de fomento (com exceção do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico) e as caixas econômicas recebem recursos sob a forma de depósitos do público e, pois, compõem o grupo das entidades que criam moeda (moeda escritural).

Em conjunto, as citadas entidades do sistema brasileiro movimentavam, em dezembro de 1964, um total de recursos líquidos, eliminadas as contas intra-sistema, da ordem de Cr\$ 9.068 bilhões, dos quais 79,7% cabiam aos bancos comerciais e ao Banco do Brasil, 6,7% aos bancos de fomento, 5,6% aos Institutos de Previdência Social e Companhias de Seguro e Capitalização, 3,7% às Sociedades de Financiamento e Investimento e 3,3% às caixas econômicas federais e estaduais.

Ao lado dos bancos comerciais, em número de 327 em dezembro de 1965, com um total de 6.257 sucursais, sem contar os escritórios correspondentes, cabe ter em conta o caso particular do Banco do Brasil S.A., com 578 agências no País e 5 no exterior, e que ocupa uma posição especial no sistema financeiro, como veremos adiante. Do total de Cr\$ 7.675 bilhões de recursos líquidos com que operava o sistema bancário, em 1964, o Banco do Brasil participava com Cr\$ 4.279 bilhões, ou seja, 56%.

Os bancos de fomento mais importantes são: o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, o Banco do Nordeste do Brasil, o Banco de Crédito da Amazônia, o Banco Nacional de Crédito Cooperativo e o Banco de Fomento do Estado da Bahia, com um montante de recursos de Cr\$ 611 bilhões em dezembro de 1964, dos quais Cr\$ 84 bilhões de terceiros (depósitos).

As caixas econômicas são organizações financeiras do tipo *saving banks*, que se dedicam, principalmente, a captar pequenas poupanças do público e aplicá-las em financiamentos para aquisição de casa própria, em empréstimos aos funcionários públicos ou em penhor de jóias e aparelhos eletrodomésticos. Dados referentes a esse grupo de entidades, compreendendo as Caixas Econômicas Federais de São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais (81% do Ativo de todas as Caixas Econômicas Federais), e as Caixas Econômicas Estaduais de São Paulo e Minas Gerais, mostram que, a 31-12-1964, movimentavam recursos em montante superior a Cr\$ 300 bilhões, sendo Cr\$ 261 bilhões relativos a depósitos, dos quais Cr\$ 247 bilhões à vista e Cr\$ 14 bilhões a prazo.

As sociedades financeiras que compõem o sistema são de dois tipos: as de investimento, cuja principal característica é a de investir em ações de empresas, e as de financiamento que se dedicam, principalmente, às operações de *acceptance*. Embora não haja apuração regular dos balancetes consolidados dessas empresas, estimava-se em Cr\$ 237 bilhões os recursos que movimentavam em 1964, dos quais apenas Cr\$ 45 bilhões constituíam recursos próprios.

Os Institutos de Previdência Social e as Companhias de Seguro e Capitalização são importantes captadores de poupanças,

com a finalidade precípua de redistribuição aos seus segurados. Suas reservas técnicas são aplicadas geralmente em financiamentos imobiliários, embora parte deva ser depositada no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Os primeiros movimentavam recursos no total de Cr\$ 945 bilhões e os segundos de Cr\$ 85 bilhões, em 1964.

As Bolsas de Valores são em número de 21, funcionando nas principais capitais dos Estados. As mais importantes são as do Rio de Janeiro e São Paulo. Os títulos mais negociados são as ações e debêntures de sociedades anônimas, letras de câmbio com aceite das sociedades de investimento, letras do Banco do Brasil, relativas a depósitos prévios para importação e Obrigações do Tesouro.

## 5.2 — Os Bancos Comerciais

Os bancos comerciais, no Brasil, tanto os nacionais como os estrangeiros, são regulados por lei federal. Entre eles predominam os bancos privados, porém, quase todos os Estados da Federação possuem bancos comerciais mistos, dos quais eles detêm a maioria das ações. Os bancos estrangeiros, em número de 8, com 36 agências, têm uma participação relativamente modesta no conjunto das operações bancárias, ou seja, 4% dos depósitos e 3% dos empréstimos. Como os demais bancos comerciais privados, suas operações ativas são representadas na sua maioria por empréstimos ao setor privado.

As atividades dos bancos comerciais, em todo o território nacional estão sujeitas à fiscalização do Banco Central. Quando ocorrem situações irregulares, conforme a lei geral de falências, o Banco Central pode intervir no banco e, tendo em vista a gravidade da falta, determinar: a) permanência da intervenção até serem eliminadas as irregularidades que lhe deram causa; b) entrega da direção do banco a novos administradores; e c) liquidação do estabelecimento. A legislação brasileira prevê, além da falência dos bancos, através do processo judicial comum às demais firmas, a liquidação extra-judicial; esta é feita por um liquidante nomeado pelo Ministro da Fazenda, que pode ser acompanhado de

um delegado designado pelo Banco Central, com poder de veto sobre as decisões do liquidante. A liquidação extra-judicial pode ser interrompida, desde que os interessados apresentem condições de garantia julgadas suficientes. Os bens dos diretores dos bancos que procederem com culpa ou dolo respondem solidariamente pelas obrigações assumidas pelos estabelecimentos, mesmo quando se trata de sociedade anônima. A lei estabelece que os banqueiros devem empregar, no exercício de suas funções, a diligência que toda pessoa ativa e proba usa na administração de seus próprios negócios.

Pela lei bancária de dezembro de 1964, os estabelecimentos deverão organizar-se sob a forma de sociedade anônima, com a totalidade de seu capital apresentada por ações nominativas. Suas operações são disciplinadas no sentido de que: a) apliquem, de preferência, não menos de 50% dos depósitos do público que recolherem na respectiva unidade federada ou território; b) não concedam empréstimos a seus diretores, membros dos conselhos consultivo e administrativo, e seus parentes até o 2º grau; c) não concedam empréstimos aos acionistas que participem de seu capital com mais de 10% ou às empresas de que são acionistas com mais de 10%, ou da qual fazem parte, nessa proporção, seus diretores e administradores, bem como seus cônjuges e parentes até o 2º grau. É vedado, ainda, emitir debêntures e às partes beneficiárias adquirir bens imóveis que não se destinem ao seu próprio uso.

A distribuição da rede bancária no Brasil obedece, como seria de se esperar, à importância econômica de suas diferentes regiões. Somente na região Sul estão concentrados 54,2% do número total dos estabelecimentos bancários do País, vindo em seguida a região Leste, com a proporção de 33,5%. O Banco do Brasil possui a maior rede de agências e sua distribuição pelo País reflete a função pioneira que exerce, procurando levar os serviços bancários aos pontos mais distantes. As agências do Banco do Brasil situadas nas regiões economicamente menos avançadas do País (Norte, Nordeste e Centro-Oeste) representavam, em 1964, cerca de 25% do total das unidades componentes de sua rede. Já o restante dos bancos operando no Brasil tinha, no mesmo ano, apenas aproximadamente 14% de suas sedes e demais dependências localizadas

naquelas zonas. A SUMOC, a quem competia examinar os pedidos de instalação de agências, adotava a política de facilitar a instalação de novas dependências em locais ainda não assistidos satisfatoriamente pela rede existente, orientação essa mantida pelo Banco Central.

O crescimento das dependências bancárias nos Estados do Norte e do Nordeste tem sido feito em boa parte mediante a ramificação de bancos situados no Sul do País, Minas Gerais, Distrito Federal e São Paulo. O número de sedes de bancos vem se reduzindo desde 1954; a orientação seguida anteriormente pela SUMOC e mantida pelo Banco Central tem sido a de promover a expansão dos serviços bancários, que deve acompanhar a evolução do País, mediante o aumento da rede dos estabelecimentos existentes, evitando-se uma proliferação de sedes, o que tenderia a dificultar a orientação do Sistema Bancário pelas Autoridades. Com êsse sentido são, inclusive, promovidos entendimentos com bancos interessados na incorporação do ativo e passivo de estabelecimentos cuja situação não é considerada suficientemente sólida. Observa-se, como resultado, que os bancos comerciais já apresentam apreciável grau de concentração, o qual, nos últimos anos, mostrou tendência a acentuar-se. Em dezembro de 1964, 45 unidades, representando 13% do número de bancos autorizados a operar no País, detinham 71% do saldo dos Depósitos, 70% dos Empréstimos e 68% do Encaixe dos bancos comerciais.

### 5.3 — O Banco do Brasil

O Banco do Brasil é uma sociedade anônima de economia mista, em que a maioria das ações pertence ao Governo Federal, do qual ele é o agente financeiro. Além de ser o maior e o mais importante dos bancos comerciais privados, exerce ainda duas relevantes funções oficiais, como Banco Rural e como parte integrante do sistema de Banco Central.

De acôrdo com a Lei nº 4.595, de dezembro de 1964, compete ao Banco do Brasil, como instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal:

a) atuar como agente financeiro do Tesouro Nacional, recebendo o produto da arrecadação de tributos e efetuando pagamentos e suprimentos relativos à execução orçamentária;

b) executar a política de preços mínimos dos produtos agropecuários, adquirir e financiar estoques de produção exportável;

c) receber, com exclusividade, os depósitos das entidades públicas federais, assim como os depósitos voluntários das instituições financeiras e os depósitos destinados à constituição das sociedades anônimas;

d) executar os serviços de compensação de cheques.

Além dessas funções, o Banco do Brasil, ainda como agente do Governo, financia à agricultura (através de sua Carteira de Crédito Agrícola e Industrial), executa a política de comércio exterior e financia as exportações e importações (através da Carteira de Comércio Exterior).

Antes da reforma bancária, o Banco do Brasil, com suas Carteiras especializadas, formava, ao lado da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), o sistema de Banco Central vigente no Brasil, orientado pelo Conselho da SUMOC. Nesse período, localizava-se no Banco do Brasil não somente execução das operações de desconto aos Bancos comerciais, como a das operações de câmbio de caráter oficial. Daremos, mais adiante, um resumo das funções dessas Carteiras especializadas do Banco do Brasil, inclusive, com o sentido de registro histórico, das que foram absorvidas pelo novo Banco Central.

Tem havido, nos últimos anos, uma crescente participação do setor público nos empréstimos do Banco do Brasil. Até 1957, havia uma nítida predominância dos empréstimos ao setor privado, mas, a partir desse ano, a participação do setor público foi se elevando gradativamente, até atingir cerca de 67% do total, em 1964. Recentemente, o Banco do Brasil recebeu suporte de recursos de fonte externa, representado por empréstimos do Governo dos Estados Unidos (AID), para incorporação ao Fundo de Democratização das Empresas (FUNDECE) e Fundo de Desenvolvimento Industrial, ambos operados pela Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI). Dentro das operações

com o setor privado, vem crescendo a participação daquelas relacionadas com a lavoura e a indústria e diminuindo, percentualmente, os empréstimos ao comércio. O financiamento à agricultura aumentou nos últimos anos, predominantemente, através do Banco do Brasil, tendo o saldo dos empréstimos à lavoura e pecuária, passado de cerca de Cr\$ 12 bilhões, em 1953, para aproximadamente Cr\$ 627 bilhões em 1964, ou seja, 52 vezes maior.

Os empréstimos da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial destinam-se a atender certos setores da atividade econômica que o Estado deseja amparar, mediante a cobrança de taxas de juros mais baixas. Além disso, as condições requeridas para operar com o banco são menos rígidas do que as normalmente estabelecidas pelos estabelecimentos privados, permitindo a concessão de créditos a pequenos agricultores, com os quais os estabelecimentos bancários privados não têm interesse em operar, em virtude da margem de risco associada ao gênero de negócio. A Carteira de Crédito Agrícola e Industrial tem autorização legal para conceder empréstimos a prazos médios e longos; a procura de crédito a prazo curto, todavia, absorve a maior parte dos recursos disponíveis. Os empréstimos agrícolas destinam-se, predominantemente, ao custeio da entre-safra; aos pecuários, à aquisição de animais para criação, engorda e produção de leite; e os industriais, à aquisição de matérias-primas. A participação dos empréstimos agrícolas e pecuários nas operações da Carteira tem aumentado nos últimos anos, atingindo em fins de 1964 a cerca de 84% do total. As operações desse setor especializado de crédito do Banco do Brasil representam a parcela mais importante de seus negócios com o setor privado.

### 5.3.1 — Carteira de Redescontos

Foi criada pela Lei nº 4.182, de 15-11-20, no Banco do Brasil S. A., com a denominação e funções de Carteira de Emissão e Redescontos. Pelo disposto no art. 50 da Lei nº 4.230, de 31-12-20, perdeu a faculdade de emissão, transferida para o Tesouro Nacional, tornando-se exclusivamente Carteira de Redescontos. Dissolvida pelo Decreto nº 4.635-A, de 8 de janeiro de 1923 (art. 1º), foi posteriormente restabelecida, ainda no

Banco do Brasil S.A., pelo Decreto nº 19.525, de 24-12-30, e consolidada pela Lei nº 449, de 14-6-37, que revigorou a forma do seu funcionamento, operações e fiscalização, admitindo o redesconto de letras de câmbio, notas promissórias, duplicatas e *warrants*.

Pelo Decreto-lei nº 8.494, de 28-12-45, as operações de redescontos deixaram de ser privativas da Carteira, admitindo-se que os Bancos Comerciais também as fizessem: não podendo, porém, a soma das operações de redesconto de cada banco, exceder o limite máximo do capital e reservas. Os bancos que redescontassem títulos de outros bancos, comunicariam imediatamente o montante dos mesmos à Carteira de Redescontos. O Decreto-lei acima excluiu o Banco do Brasil da obrigatoriedade, exigida aos demais bancos, do cumprimento dessas determinações. A Carteira foi estabelecida no grande banco oficial e com contabilidade própria; daí a faculdade de o mesmo recorrer àquela, da mesma maneira que os estabelecimentos privados. A Carteira de Redescontos tinha como superintendente o presidente do Banco do Brasil S.A. (art. 1º da Lei nº 449 de 14 de junho de 1937) e seu diretor era nomeado pelo Presidente da República. Para assessoramento ao Diretor da Carteira, instituiu-se um Conselho de Administração, do qual, dois membros eram escolhidos pelo Presidente da República. Conforme referido, os bancos comerciais podiam recorrer ao redesconto até o limite máximo da soma de seu capital e reservas, tendo o Conselho de Administração a tarefa de estabelecer um «teto» específico para cada unidade bancária. Os títulos cambiários comuns, apresentados a redesconto, deviam ter um prazo máximo de 120 dias a ser liquidados na data de seu vencimento, que era improrrogável. Para títulos girados por agricultores, admitiam-se prazos mais longos. O redesconto «extra-limite» destinava-se ao financiamento do escoamento das safras agrícolas de exportação mais importantes, o café, o cacau, o algodão e outros; gozando este tipo de operação de uma taxa meio por cento mais favorável do que a taxa vigente. (Decreto nº 29.536, de 7-5-51). No exame dos títulos apresentados, a Carteira recusava os títulos que supunha resultarem de mera especulação, podendo mesmo não aceitar documentos relativos a determinadas atividades; isto aconteceu com a indústria de cons-

trução civil, quando se mostrava indicado o combate ao *boom* imobiliário. A Carteira tinha autorização para operar, embora o fizesse raramente, na forma de empréstimos aos bancos, garantidos por Letras do Tesouro.

Com a Lei nº 4.595, de 31-12-1964, a Carteira de Redescontos, assim como a Caixa de Mobilização Bancária, foram extintas.

### 5.3.2 — Caixa de Mobilização Bancária

A Caixa de Mobilização Bancária, sucedeu à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, quando essa transferiu para a Superintendência da Moeda e do Crédito as funções de fiscalização dos estabelecimentos bancários que, até então, lhe competia.

A função da Caixa de Mobilização Bancária era, tipicamente, de prestador de última instância, cabendo-lhe prestar assistência financeira de emergência aos bancos, com a finalidade de promover o descongelamento das importâncias que tivessem aplicado em operações seguras, mas de demorada liquidação. Funcionava também, para atender retiradas súbitas de depósitos, capazes de afetar a posição de liquidez dos estabelecimentos bancários, em condições que lhes permitissem liquidar seus débitos até que suas operações voltassem à normalidade.

De um modo geral, as operações da Caixa variavam pelo prazo de 1 a 5 anos, e a taxas de juros, de 6% a 10% ao ano.

### 5.3.3 — Carteira de Câmbio

Através do Ofício nº 275, de 5-5-38, foi celebrado um contrato com o Governo Federal, ficando essa antiga seção do Banco do Brasil encarregada de centralizar e supervisionar as operações de câmbio no País. Principalmente, incumbia-se a Carteira de Câmbio da parte executiva do sistema cambial. Embora o Banco do Brasil operasse em câmbio em quase todo o País, através da referida Carteira, o que importa assinalar são as funções de centralização, controle e fiscalização do mercado de moeda estrangeira, afetos à Carteira.

A Carteira de Câmbio era administrada por um Diretor, nomeado pelo Presidente da República. Integrada na Carteira de Câmbio e subordinada à orientação de seu Diretor, funcionava a Fiscalização Bancária (FIBAN), instituída pela Lei nº 4.182, de 13-11-20, à qual cabia o exame das operações cambiais. Era um órgão executivo das instruções ou deliberações do Diretor da Carteira que superintendia a fiscalização das operações de câmbio (câmbio manual, inclusive) e o controle do movimento de exportação e importação (preenchimento das exigências de ordem cambial). No desempenho destas funções, podemos citar as seguintes tarefas principais que a Carteira (FIBAN, compreendida) executava, antes da reforma bancária introduzida pela Lei número 4.595/64:

a) atividades relacionadas com o monopólio das operações do mercado oficial de câmbio e, ainda, as do mercado livre das moedas de convênios bilaterais. Estas últimas operações eram privativas do Banco do Brasil que, entretanto, podia permiti-las a outros bancos, quando julgasse conveniente.

b) Elaboração do orçamento de câmbio.

c) Fixação dos montantes a serem licitados em tôdas as moedas e emissão de promessas de venda de câmbio.

d) Fixação das sobretaxas mínimas para as moedas inconversíveis.

e) Emissão de certificados de cobertura cambial.

f) Concessão para operar em câmbio manual a pessoas nacionais ou estrangeiras, devidamente habilitadas para as atividades de viagem e turismo.

g) Fiscalização das operações de câmbio e execução de outras medidas relacionadas com o funcionamento e controle do sistema vigente.

Com a criação do Banco Central da República do Brasil, as funções oficiais da Carteira de Câmbio foram transferidas para o Banco Central, continuando no Banco do Brasil apenas as operações de compra e venda, de sua responsabilidade. Todavia, ainda permanecem essas atividades reunidas na Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, cujo Diretor, por ser igualmente Diretor do Banco Central, exerce as duas funções.

### 5.3.4 — Carteira de Comércio Exterior

A extinção da Carteira de Exportação e Importação (CEXIM) e a criação da Carteira de Comércio Exterior (CACEX), estão relacionadas com modificações substanciais no sistema cambial e no intercâmbio comercial com o exterior. Essas modificações tornaram-se imperiosas em razão das dificuldades que assolavam o balanço de pagamentos, dificuldades estas a que a CEXIM não podia dar cabal solução, condicionada como estava à parte executiva, embora com grande margem de arbitrio, de um sistema que se mostrava superado. Em 1953, alterações substanciais foram introduzidas nas operações de câmbio. (Lei nº 1.807) e no intercâmbio comercial com o exterior (Instrução 70), que culminaram com a extinção da CEXIM, órgão personificador do sistema então ultrapassado.

A Carteira de Comércio Exterior foi criada pela Lei nº 2.145, de 29-12-53, sendo os seguintes os seus poderes, observadas as disposições e normas estabelecidas pelo Conselho da SUMOC:

a) emitir licenças de exportação e de importação aos que requererem e provarem dispor de cobertura cambial, ou dela independerem;

b) exercer a fiscalização de preços, pesos, medidas, classificações e tipos declarados nas operações de exportação ou importação, com o fim de evitar fraudes cambiais, propondo ao Ministro da Fazenda a aplicação, aos infratores, das sanções previstas no art. 11 da Lei nº 2.145 e no art. 66 do Decreto nº 42.820, de 16 de dezembro de 1957;

c) financiar, em casos especiais, mediante critério a ser fixado, a exportação ou importação de bens de produção ou consumo de alta essencialidade.

Note-se, porém, que as faculdades constantes dos itens a e b não se aplicam à exportação de café, que continua a ser regulada pela Lei nº 1.779, de 22-12-52 (art. 40 do Decreto nº 42.820, de 16-12-57), sujeita ao controle e fiscalização do Instituto Brasileiro do Café. Além dessas, o Decreto nº 42.820 (Capítulo

VII, art. 86) enumera, também, a de «comprar, por conta do Tesouro Nacional, quando previamente autorizada pelo Ministro da Fazenda:

1º) produtos nacionais exportáveis, para armazenamento ou exportação, em época oportuna, ou seja, de acôrdo com as condições e capacidade de absorção do mercado consumidor, segundo os interesses da economia nacional;

2º) produtos estrangeiros importáveis, indispensáveis ao abastecimento do País, para assegurar a regularidade do consumo, o equilíbrio dos preços ou a defesa de atividades fundamentais da economia nacional».

Ainda pela Lei nº 2.145 (art. 9º, § 1º) ficou estabelecida a competência do Conselho da SUMOC para autorizar à Carteira a criar sobretaxas de câmbio, fixando o destino das importâncias assim arrecadadas (bonificação aos exportadores, regularização de operações cambiais do Tesouro Nacional e financiamento especializado à lavoura). De modo semelhante ao que ocorria com a Carteira de Câmbio, incumbe à CACEX, exclusivamente, a parte executiva das operações relacionadas com o intercâmbio comercial com o exterior. A reforma bancária não incorporou a CACEX ao Banco Central, mantendo êsse órgão no Banco do Brasil, embora suas atribuições sejam nitidamente governamentais.

#### 5.4 — Os Bancos de Fomento

##### 5.4.1 — Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico

Foi criado pela Lei nº 1.628, de 20-6-52, para atuar como «agente do Govêrno nas operações financeiras que se referem ao reaparelhamento e ao fomento da economia nacional» (art. 8º). Assim, sua finalidade precípua é a de assegurar o financiamento indispensável à realização de obras, projetos ou programas que visem a instalação, reaparelhamento ou ampliação de sistemas de transportes e portos, sistemas de energia elétrica, indústrias básicas e de agricultura, armazéns, silos, matadouros e frigoríficos.

É condição básica, para a concessão de qualquer empréstimo ou financiamento por parte do Banco, que o estudo econômico-financeiro da operação demonstre a viabilidade e conveniência do empreendimento, bem como a segurança do reembolso. Além disso o Banco deve cobrar juros «compensatórios» em seus negócios.

Todo o capital do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico é realizado pelo Governo, gozando este das regalias de serviço público federal (art. 9º da Lei nº 1.628), como isenção tributária, impenhorabilidade de bens, fóro privilegiado, etc., recebendo depósitos de entidades oficiais, autárquicas, caixas econômicas, institutos de previdência social e companhias de seguros e capitalização. Até 1964, inclusive, o BNDE recebeu, a título de empréstimo, o «adicional de reaparelhamento econômico, instituído pela Lei nº 1.474, de 26-11-51, correspondente a 15% sobre o imposto de renda. A partir de 1965, e como compensação pela extinção daquela fonte de receita, o BNDE recebeu 20% da arrecadação do imposto de renda (Lei nº 4.506, de 30-11-64). Também recebia o BNDE, a título de empréstimo, o adicional sobre o imposto de renda, criado pela Lei nº 4.242, de 17-7-63, equivalente a 10-15% do imposto pago pelas pessoas físicas. Esse adicional foi extinto, a partir de 1965, pela Lei nº 4.357, de 16-7-64.

Entre os recursos de que dispunha o BNDE, em fins de 1965, contam-se os seguintes de fontes externas: US\$ 27 milhões, recebidos do Banco Interamericano de Desenvolvimento, para financiamento a pequenas e médias indústrias; US\$ 30 milhões, recebidos do Fundo Alemão para o Desenvolvimento; e a contrapartida, em cruzeiros, dos produtos adquiridos nos Estados Unidos (AID), sob o regime da Lei nº 480, destacando-se a do Fundo do Trigo, que já propiciou ao BNDE recursos bastante elevados. Com esses meios, o BNDE organizou um Fundo para Financiamento da Indústria Pesada (FINAME) e um Fundo para Financiamento à Pequena e Média Empresa (FIPEME). (Quadro XXXII).

QUADRO XXXII  
BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Balancete em 3 de Agosto de 1965

(Cr\$ Milhões)

| ATIVO                                   |                  | PASSIVO  |                  |
|---|------------------|--|------------------|
| <b>ENCAIXE</b>                          |                  | <b>RECURSOS PRÓPRIOS</b>                                   |                  |
| Caixa e Depósitos.....                  | 15.066,6         | Capital.....   | 32.873,2         |
| Outras Disponibilidades.....            | 776,3            | Fundes e Reservas.....                                     | 78.693,1         |
|   | 15.841,9         |  | 111.566,3        |
| <b>AVAIS E OUTRAS RESPONSABILIDADES</b> |                  | <b>RECURSOS DE TERCEIROS</b>                               |                  |
| Encargos de Financiamentos e Aval.....  | 42.418,1         | Depósitos de Mov. e Vinculados.....                        | 64.501,8         |
| Avais Honorários.....                   | 31.477,9         | Dep. de Fundos Especiais.....                              | 46.264,9         |
| Resp. do Tesouro Nacional.....          | 85.919,6         | FINAME (Dep.).....   | 1.656,1          |
| Dep. de Aviso Prévio (Bancos).....      | 508,8            | Obra em Moeda Estrangeira.....                             | 4.601,2          |
| Fundo Nacional de Investimentos.....    | 1.432,9          | Outras Exigibilidades.....                                 | 5.786,7          |
| Outras Contas.....                      | 1.484,1          |  | 122.190,7        |
|   | 163.241,4        | <b>OUTRAS RESPONSABILIDADES</b>                            |                  |
| <b>FINANCIAMENTOS E PARTICIPAÇÕES</b>   |                  | Obra de Rep. Econômico.....                                | 210.828,4        |
| Financ. e Interveniências.....          | 156.634,8        | Dep. Fundo Nac. de Inv.....                                | 120.444,3        |
| Participações Societárias.....          | 211.815,1        | Financiamento com Entidades Es-<br>trangeiras.....         | 81.026,6         |
| Aplic. do Fundo Nac. Inv.....           | 66.718,3         | Rev. Dívida de Adicionais.....                             | 480,9            |
| Outras Operações.....                   | 30.103,4         |  | 412.780,1        |
|   | 465.271,6        | Saldo Líquido de Resultados Pendentes e Outras Contas..... | 4.364,7          |
| <b>IMOBILIZADO.....</b>                 | <b>6.546,9</b>   | <b>TOTAL.....</b>  | <b>650.901,8</b> |
| <b>TOTAL.....</b>                       | <b>650.901,8</b> |  |                  |

Fonte: Revista Bancária Brasileira n.º 366

#### 5.4.2 — Banco do Nordeste do Brasil

O Banco do Nordeste do Brasil S.A. foi constituído pela Lei nº 1.649, de 19-7-1952, como sociedade anônima da qual o Governo Federal possui 70% do capital, com o objetivo de prestar assistência financeira à zona do Nordeste do Brasil, assolada por sêcas periódicas. A êle cabe, entre outros recursos, a gerência do fundo rotativo estabelecido na Constituição Federal e correspondente a 3% da renda tributária da União.

Dedica-se o Banco do Nordeste, precipuamente, a financiar as atividades agrícolas e a auxiliar e estimular a criação e desenvolvimento de indústrias, na Região. Como agente financeiro da SUDENE, o Banco do Nordeste recebe não só os recursos de fontes externas, inclusive donativos entregues àquela entidade, como também os recursos especiais derivados de Lei que permite às pessoas jurídicas deduzir 50% do imposto de renda a pagar, desde que destinados a investimentos no Nordeste.

O Banco Interamericano de Desenvolvimento colocou à disposição do Banco do Nordeste, recentemente, a importância de US\$ 12.900 mil, que vem sendo utilizada para financiamentos industriais (Quadro XXXIII).

#### 5.4.3 — Banco de Crédito da Amazônia

O Banco de Crédito da Amazônia foi instituído pela Lei nº 1.184, de 30-8-1950, em substituição ao Banco de Crédito da Borracha. Seu capital é, praticamente, de inteira propriedade do Governo federal, tendo sido criado com o objetivo principal de fomentar a extração de borracha natural na região amazônica e incentivar a criação de indústrias de artefatos de borracha. Paralelamente, dedica-se a diversas atividades de financiamento de outros produtos regionais.

Seus recursos principais derivam da arrecadação de 10% do Fundo criado pelo art. 199 da Constituição Federal, destinado ao Plano de Valorização da Amazônia (Quadro XXXIV).

BANCO NORDESTE DO BRASIL S.A.  
Balancete em 3 de Novembro de 1966

| ATIVO                              |                  | PASSIVO  |                  |
|------------------------------------|------------------|--|------------------|
| <b>ENCAIXE</b>                     |                  | <b>RECURSOS PRÓPRIOS</b>                       |                  |
| Voluntário.....                    | 112.077,3        | Capital.....                                   | 3.800,0          |
| Dep. à ordem do Banco Central..... | 18.172,4         | Fundos e Reservas.....                         | 8.225,7          |
|                                    | 120.249,7        |  |                  |
| <b>EMP. E DESCONTOS</b>            |                  | <b>RECURSOS DE TERCEIROS</b>                   |                  |
| Emp. em C. Correntes.....          | 68.303,6         | <b>RECURSOS À VISTA E A CURTO PRAZO</b>        |                  |
| Tit. Descontados.....              | 74.654,6         | de Fed. Públicos.....                          | 19.651,6         |
|                                    | 132.928,1        | de Autarquias.....                             | 7.550,6          |
|                                    |                  | Outros.....                                    | 11.083,3         |
|                                    |                  |  | 37.955,5         |
|                                    |                  | <b>DEPÓSITOS A PRAZO.....</b>                  |                  |
|                                    |                  | de Fed. Públicos.....                          | 21.679,8         |
|                                    |                  | de Autarquias.....                             | 326,3            |
|                                    |                  | Outros.....                                    | 90.223,6         |
|                                    |                  |  | 112.229,7        |
| <b>VALORES MOBILIÁRIOS.....</b>    | <b>302,2</b>     | <b>OUTRAS RESPONSABILIDADES.....</b>           |                  |
| <b>OUTROS CRÉDITOS.....</b>        | <b>1.386,8</b>   | <b>17.989,0</b>                                |                  |
| <b>IMOBILIZADO.....</b>            | <b>1.832,4</b>   | <b>AGENTES E CORRESPONDENTES</b>               |                  |
| <b>TOTAL.....</b>                  | <b>266.699,2</b> | <b>NO PAÍS E NO EXTERIOR (Saldo</b>            |                  |
|                                    |                  | <b>Liq.).....</b>                              |                  |
|                                    |                  | <b>73.241,5</b>                                |                  |
|                                    |                  | <b>Saldo Liq. de Resultados Pendentes.....</b> |                  |
|                                    |                  | <b>6.254,3</b>                                 |                  |
|                                    |                  | <b>TOTAL.....</b>                              | <b>266.699,2</b> |

QUADRO XXXIV

BANCO DE CRÉDITO DA AMAZÔNIA S.A.

Balancete em 3 de Dezembro de 1965

(Cr\$ Milhões)

| A T I V O                           |                  | P A S S I V O                        |                  |
|-------------------------------------|------------------|--------------------------------------|------------------|
| <b>ENCAIXE</b>                      |                  | <b>RECURSOS PRÓPRIOS</b>             |                  |
| Voluntário.....                     | 5.041,8          | Capital.....                         | 150,0            |
| Depósito à ordem do Banco Central.. | 1.835,8          | Reservas.....                        | 28.643,8         |
|                                     | <u>6.881,6</u>   |                                      | <u>28.793,8</u>  |
| <b>EMPRÉSTIMOS</b>                  |                  | <b>RECURSOS DE TERCEIROS</b>         |                  |
| Em Conta Corrente.....              | 26.243,9         | <b>DEPÓSITOS À VISTA</b>             |                  |
| Títulos Descontados.....            | 19.987,1         | Entidades Públicas.....              | 1.218,1          |
|                                     | <u>46.231,0</u>  | Autarquias.....                      | 224,6            |
|                                     |                  | Outros.....                          | 4.619,0          |
|                                     |                  |                                      | <u>6.071,7</u>   |
|                                     |                  | Depósitos a prazo.....               | 0,3              |
|                                     |                  |                                      | <u>6.072,0</u>   |
| <b>VALORES MOBILIÁRIOS.....</b>     | <b>381,7</b>     | <b>OUTRAS RESPONSABILIDADES.....</b> |                  |
| <b>IMÓVEIS.....</b>                 | <b>1.812,6</b>   |                                      | 65.301,9         |
| <b>OUTROS CRÉDITOS.....</b>         | <b>37.030,7</b>  | <b>SALDO LÍQ. DE RESULTADOS PEN-</b> |                  |
| <b>IMOBILIZADO.....</b>             | <b>1.720,1</b>   | <b>DENTES.....</b>                   |                  |
| AGÊNCIAS E CORRESPONDENTES NO SAÍS  |                  |                                      | 787,9            |
| Saldo Líq. das Operações.....       | 6.892,9          |                                      | <u>787,9</u>     |
| <b>TOTAL.....</b>                   | <b>100.955,6</b> | <b>TOTAL.....</b>                    | <b>100.955,6</b> |

Fonte: — Revista Bancária Brasileira — n.º 363

#### 5.4.4 — Banco Nacional de Crédito Cooperativo

Criado pelo Decreto-lei nº 1.412, de 13-8-1951, é uma sociedade de economia mista, de cujo capital o Governo da União participa com 50%.

Sua principal finalidade é a de prestar assistência financeira às cooperativas. O Banco Nacional de Crédito Cooperativo sucedeu à antiga Caixa de Crédito Cooperativo, criada pelo Decreto nº 5.893, de 19-10-1943 (Quadro XXXV).

QUADRO XXXV

BANCO NACIONAL DE CRÉDITO COOPERATIVO

Balanco em 31 de Dezembro de 1965

(Cr\$ Milhões)

| ATIVO                               |                 | PASSIVO                              |                 |
|-------------------------------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|
| <b>ENCAIXE</b>                      |                 | <b>RECURSOS PRÓPRIOS</b>             |                 |
| Caixa e Depósitos.....              | 2.595,9         | Capital.....                         | 500,0           |
| <b>EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS</b> |                 | Fundos e Reservas.....               | 8.204,9         |
| Emp. em c/corrente.....             | 129,6           |                                      | <b>8.704,9</b>  |
| Emp. de Fin. e Hip.....             | 3.060,8         | <b>RECURSOS DE TERCEIROS</b>         |                 |
| <b>TÍTULOS DESCONTADOS.....</b>     | <b>12.694,1</b> | Depósitos à Vista.....               | 4.869,1         |
|                                     | 15.884,5        | Dep. a Prazo.....                    | 1.613,8         |
| OUTROS CRÉDITOS.....                | 3.583,7         |                                      | <b>6.482,9</b>  |
| VALORES MOBILIÁRIOS.....            | 2,7             | <b>OUTRAS RESPONSABILIDADES.....</b> |                 |
| IMÓVEIS.....                        | 6,1             |                                      | <b>7.890,2</b>  |
| IMOBILIZADO.....                    | 858,1           | <b>SALDO LIQ. DE RESULTADOS PEN-</b> |                 |
| <b>AGÊNCIAS E CORRESPONDENTES</b>   |                 | DENTES.....                          | <b>215,1</b>    |
| Saldo Liq. das Operações.....       | 384,1           | <b>TOTAL.....</b>                    | <b>23.293,1</b> |
| <b>TOTAL.....</b>                   | <b>23.293,1</b> |                                      |                 |

Fonte: Revista Bancária Brasileira — n.º 397



## APÊNDICE I

### AUTORIDADES MONETÁRIAS: SETORES RESPONSÁVEIS PELA EMISSÃO DE PAPEL-MOEDA COMPOSIÇÃO DAS CONTAS

#### a) *Transações Internas*

As operações, que a seguir passamos a explicar, referem-se às contas de cada setor com as Autoridades Monetárias ou, mais simplesmente, com o Banco do Brasil S.A. Assim, não devemos esperar identificar certas operações efetuadas entre o GOVÊRNO da União e outros setores. Por exemplo, sabemos que as Autarquias, em grande parte, têm recebido subsídios governamentais: contudo, esta operação é uma componente da Despesa do GOVÊRNO e não das Autoridades Monetárias. Daí encontramos as Autarquias como fonte supridora de recursos às Autoridades Monetárias, ao mesmo tempo em que se afiguram deficitárias. Os seus *deficits*, junto com os demais, refletem-se nas Operações Financeiras do Tesouro Nacional com as Autoridades Monetárias. Portanto, devemos lembrar que estamos analisando as operações de um «Banco», o qual contabiliza somente as variações nos saldos líquidos de Depósitos e Empréstimos.

*Tesouro Nacional (Operações Financeiras)* — *Corresponde* à sub-conta Operações Financeiras (Saldo Líquido) — Tesouro Nacional no Ativo do Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias. Compõem-se dos «Adiantamentos do Banco do Brasil» e do «Saldo Líquido das Operações com Letras do Tesouro». Acrescentamos que esta mesma conta de nosso quadro corresponde

também ao «Descoberto» que figura nas estatísticas periódicas da SUMOC e Banco Central, relativas ao financiamento do *deficit* de caixa.

*Governos Estaduais e Municipais* — Compõem-se das variações dos saldos líquidos das operações de Empréstimos e Descontos Concedidos aos Estados e Municípios e seus respectivos Depósitos.

*Autarquias e Outras Entidades Públicas* — Trata-se das variações nos saldos líquidos das operações de Empréstimos, Descontos e Depósitos das Autarquias e outras entidades públicas com as Autoridades Monetárias.

*Setor Privado (Empréstimos-Depósitos)* — Estão incluídas nestas categorias as Entidades de Economia Mista, enquanto que excluídas as operações com os bancos comerciais. Os Empréstimos são aqueles efetuados pela «Carteira de Crédito Agrícola e Industrial» (CREAI) e pela «Carteira de Crédito Geral» do Banco do Brasil. Os Depósitos são os voluntários e os compulsórios (não-bancários), à vista e a prazo.

*Recursos próprios* — Variações nos Recursos Próprios do Banco do Brasil, da Carteira de Redescontos (CARED) e da SUMOC.

*Bancos Comerciais (Empréstimos — Depósitos)* — Registram-se as variações no total dos Empréstimos concedidos aos Bancos Comerciais através da Carteira de Redescontos (CARED), da Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB) e do próprio Banco do Brasil. De tais variações são subtraídas aquelas verificadas no total dos Depósitos dos Bancos (à ordem da SUMOC e/ou do Banco Central e voluntários), em moeda e em títulos públicos.

*Saldo Líquido das Demais Contas* — Computamos aqui as variações nos saldos líquidos das demais contas que, constantes do Balancete Consolidado, não são por nós explicitamente comentadas. São as seguintes as contas, com os títulos do Balancete Consolidado: Obrigações do Tesouro Nacional por Papel-Moeda Emitido; Compra e Venda de Produtos do Mercado Interno; In-

vestimento em Títulos Governamentais a Médio e Longo Prazos; Outras Aplicações; Diferença Residual; Demais Contas; Demais Exigibilidades; e Movimentação Virtual entre os Grupos de Contas I e II (\*).

*b) Transações Ligadas ao Comércio Exterior*

*Operações Cambiais* — Esta conta registra as variações nos saldos líquidos das seguintes operações:

1ª) Reservas Internacionais: transações com Ouro e Divisas do País.

2ª) Operações Cambiais por conta ou responsabilidade do Tesouro Nacional: transações de empréstimos, créditos, amortizações de atrasados, operações de «swaps», etc.

3ª) Obrigações da Carteira de Câmbio do País: constam os «Depósitos para fechamento de câmbio» e os «Depósitos sobre remessas financeiras». Trata-se dos «Depósitos Prévios» para efeito de importações e remessas financeiras, a que se referem as Instruções da SUMOC e as Resoluções do Banco Central. São incluídos também, os encargos financeiros dos importadores e remetentes financeiros; as diferenças de preços de trigo, petróleo e fertilizantes; e outros depósitos obrigatórios referentes a operações com o exterior.

O «Depósito Prévio» para importações e remessas financeiras, equivale a um montante em cruzeiros proporcional ao valor do «contrato de câmbio». Tal proporção mostrou-se variável, de acordo com a política monetária em vigor (era acrescida ou diminuída; atingiu em certa época até 200% do «contrato de câmbio»). O importador ou remetente financeiro era reembolsado com «Letras do Banco do Brasil» (Letras de Importação), dentro de um prazo prefixado (em geral 30 dias), rendendo ou não juros (em certo período era de 6% a.a.) e resgatáveis após certo período (normalmente 180 dias). Este tipo de «Depósito Prévio»

---

(\*) O Grupo de Contas I correspondente às contas típicas do Banco Central e o Grupo de Contas II às Outras Contas, no Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias.

foi extinto pelo Banco Central, através de sua Resolução nº 9 (13-11-65). Porém, subsistem os encargos financeiros e outros depósitos e expedientes.

O item «Letras do Banco do Brasil» que aparece no quadro, não é discriminado no Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias, mas sim em estatística periódica da SUMOC e, atualmente, do Banco Central. Como pudemos notar pela descrição acima, tais Letras constituíam a contra-partida dos Depósitos Prévios. Assim, para evitar dupla contagem, o seu montante (saldo líquido das operações) é excluído da presente conta, figurando explicitamente na conta «Letras do Banco do Brasil» (item II desta parte B).

4º) *Entidades Financeiras Internacionais*: Depósitos, Empréstimos, Subscrições de Quotas e outras operações de Entidades Financeiras Internacionais com as Autoridades Monetárias, tais como: Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e Agência para o Desenvolvimento Internacional (AID).

*Letras do Banco do Brasil* — (Conforme explicação anterior).

*Outros Recursos Líquidos em Cr\$ Decorrentes do Contrôlo do Sistema Cambial* — Constituem as variações dos saldos líquidos das seguintes contas:

1. Saldo Líquido do «Fundo de Reserva de Defesa do Café»: recursos provenientes das «Cotas de Contribuição» a que se referem as Instruções n.º 204 e 205 da SUMOC (março e maio de 1961), aplicações na «Compra de Café» pelo IBC, «Nivelamento de Mercado», «Bonificações a Exportadores de Café», «Fundo de Racionalização de Cafeicultores e «Despesas Gerais»:

2. Diferenciais de Cambiais de Exportação de Café;
3. Saldo da antiga «Ágios e Bonificações»;
4. Promessas de Licença de Importação;
5. Fundo de Reserva de Defesa do Algodão;

6. Fundo de Reserva de Defesa do Cacau; e
7. Fundo de Renovação Agrícola (criado em 12-5-61).

*Compra e venda de produtos de exportação e importação —*  
Variações nos saldos líquidos das operações de compra e venda de produtos (*exclusive café*) para manutenção da política de preços e outros expedientes.

c) *Papel-moeda em circulação fora das Autoridades Monetárias*

Variações nos saldos líquidos entre total emitido e total recolhido à caixa do Banco do Brasil e da SUMOC ou do Banco Central.



## APÊNDICE II

### A REFORMA BANCARIA INTRODUZIDA PELA LEI 4.595-64

#### 1º) BREVE HISTÓRICO

No Brasil, a idéia de criar um Banco Central, à semelhança dos Bancos Centrais da Europa, nasceu por volta de 1808, quando o Banco do Brasil iniciava suas operações como emissor e agente financeiro do Governo. O Banco do Brasil, além das funções típicas de Banco Central, exercia tôdas as atividades comuns a um banco comercial.

A partir de 1929, ganhou maior impulso a idéia de reformular o sistema, para criar o que se poderia chamar um Banco Central, puro, no Brasil. Para examinar a matéria, foi convidado o financista inglês Sir Otto Niemeyer, Diretor do Banco da Inglaterra, que elaborou o primeiro projeto nesse sentido. Posteriormente em 1931, 1935, 1937 e 1939, o projeto foi retomado, porém, sem resultados práticos.

Em 1945, o Governo brasileiro resolveu optar por um sistema de implantação gradual do Banco Central, baseado num projeto sugerido pelo atual Ministro da Fazenda, Professor Otávio Gouveia de Bulhões. Assim, pelo Decreto-lei nº 7.293, de 2-2-45, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), «com o objetivo imediato de preparar a organização do Banco Central». A SUMOC era orientada por um Conselho presidido pelo Ministro da Fazenda e composto dos seguintes membros: Presidente do Banco do Brasil, Diretores das Carteiras de Redes-

contos, Câmbio e Comércio Exterior, além do Diretor Executivo da própria SUMOC. Posteriormente, outros membros foram incorporados: Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, Superintendente da SUDENE, Ministro da Indústria e Comércio e, finalmente, Ministro do Planejamento e Coordenação Econômica.

A rigor, a partir do momento em que se criou a SUMOC e o Conselho da SUMOC, o Brasil passou a contar com um sistema para o manejo de todos os instrumentos clássicos de política monetária. A estrutura do sistema assim se configurava:

I — *Como Órgão normativo* — O Conselho da SUMOC, situado na cúpula do sistema, era um verdadeiro Conselho Monetário, cabendo-lhe a *parte normativa* da política monetária interna e externa.

II — *Como Órgão executivo* — O Banco do Brasil, atuando como agente executivo das decisões do Conselho, cabendo-lhe, através de suas Carteiras especializadas, agir como:

a) Banco dos Bancos, tocando-lhe o recebimento dos depósitos voluntários e compulsórios dos Bancos privados, além de administrar os serviços da Câmara de Compensação;

b) agente financeiro do Governo, como recebedor da receita federal e pagador de suas despesas. Dessa forma, o financiamento do *deficit* da União se fazia através do Banco do Brasil;

c) depositário e administrador das reservas internacionais — função desempenhada pela Carteira de Câmbio. As normas sobre o comércio internacional, que não fôssem de natureza puramente cambial, eram executadas pela Carteira de Comércio Exterior (CACEX).

d) emprestador de última instância, através da assistência financeira concedida ao sistema bancário pela Carteira de Redescontos e pela Caixa de Mobilização Bancária.

III — *Como Órgão de assessoria, controle e fiscalização* — A Superintendência da Moeda e do Crédito ao mesmo tempo em que exercia a fiscalização das atividades bancárias e o cumpri-

mento das decisões do Conselho (através da Inspetoria de Bancos), atuava como Secretária do Conselho e assessorava seus membros, promovendo ainda o levantamento regular e sistemático das estatísticas bancárias e do Balanço de Pagamentos, além da realização de estudos econômicos sobre temas específicos (Departamento Econômico).

Embora lógico, o antigo sistema não funcionava bem, por quatro razões principais:

Primeiro, a falta de independência dos membros do Conselho da SUMOC, todos eles nomeados pelo Presidente da República e demissíveis *ad nutum*.

Segundo, a ausência de uma disciplina orçamentária para as operações do Banco do Brasil, permitindo aos seus Presidente e Diretores uma liberdade de ação, isto é, de expansão de crédito, incompatível com qualquer norma de controle, fixada pelo Banco Central. Tal falha deu ensejo a inúmeras divergências de orientação e atritos entre a Administração do Banco e o Ministério da Fazenda.

Terceiro, o desordenado processo das emissões de papel moeda, desprovido de qualquer orçamento ou limitação prévia. Com o agravamento sucessivo dos desequilíbrios orçamentários da União, as liberações de recursos no Banco do Brasil se sucediam com tal velocidade que, a um dado momento, era impossível dizer se determinada emissão destinava-se a financiar o *Deficit* Orçamentário, as operações cambiais ou outras de responsabilidade governamental, ou se iam ser utilizadas para financiar o 13º salário ou expandir operações comerciais, agrícolas ou industriais.

E quarto, a incapacidade legal da SUMOC para impor uma maior disciplina às operações bancárias e maiores penalidades aos Bancos e administrações faltosas.

Diversas tentativas foram feitas, junto ao Congresso Nacional, para mudar o *status quo*. Depois dos trabalhos sugeridos por Sir Otto Niemeyer, o primeiro projeto completo de reforma bancária foi o do Ministro Corrêa e Castro, elaborado em 1947. De acordo com esse projeto, o Banco Central seria organizado

sob a forma de autarquia, com capital inteiramente subscrito pelo Tesouro Nacional, e sua diretoria, com mandato de 5 anos, nomeada pelo Presidente da República. É importante observar que, por esse projeto, à Diretoria do Banco Central competiria a dupla função de traçar as normas da política monetária e executá-la, cabendo ao Conselho Monetário reunir-se eventualmente para decidir sobre a forma de constituição das reservas internacionais (ouro e divisas) e alguns outros pontos de menor relevância. Por outro lado, o projeto Corrêa e Castro propunha a criação de mais cinco bancos estatais especializados: Banco Hipotecário, Banco Rural, Banco Industrial, Banco de Investimentos, Banco de Exportação e Importação.

A separação clara entre as funções normativas de um Conselho Monetário, que presidiria a atuação executiva do Banco Central, só aparece com o projeto substitutivo apresentado pelo Deputado Nogueira da Gama, em 1959. Paralelamente, diversos trabalhos e sugestões foram discutidos no Congresso Nacional, destacando-se, entre eles, os dos Deputados Daniel Faraco (1947, 1954 e 1962), Horácio Lafer (1950), Herbert Levy (1954), Alberto Pasqualini (1954), José Maria Alkimim (1962) e Ulysses Guimarães (1963).

O projeto do Deputado José Maria Alkimim representava, em grande parte, uma corrente de opinião contrária à criação pura e simples de um Banco Central, mediante transformação da SUMOC e incorporação àquele órgão de inúmeras Carteiras do Banco do Brasil. Sua base era o chamado «Projeto Ney Galvão». Já o substitutivo do Deputado Ulysses Guimarães incorporava o projeto elaborado por um Grupo de Trabalho organizado pelo Ministro da Fazenda, Miguel Calmon, retomado, em 1964, pelo Ministro Octavio Gouveia de Bulhões e, finalmente, transformado na Lei nº 4.595, de 31-12-1964.

## 2º) A REFORMA

A Lei nº 4.595, de 31-12-1964, transformou a Superintendência da Moeda e do Crédito em Banco Central da República do Brasil e o seu antigo Conselho em Conselho Monetário Nacional.

Em termos de transformação de estrutura, não foram realmente substanciais as alterações introduzidas pela nova lei. Entretanto, ela deve ser considerada — e esta é a opinião de grande número de técnicos — como um passo importante na direção do estabelecimento definitivo de um Banco Central. O que se fêz, por enquanto, foi reunir em uma única entidade a maior parte das atribuições típicas desses organismos, ao mesmo tempo que se criou uma verdadeira lei bancária, concisa, metódica e disciplinadora, consolidando o que antes era uma legislação tumultuada e confusa, representada por um número enorme de decretos-leis, instruções e circulares da SUMOC.

*Conselho Monetário Nacional* — O atual Conselho Monetário compõe-se de nove membros: O Ministro da Fazenda, seu presidente nato, os Presidente do Banco do Brasil e do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e mais seis membros, nomeados pelo Presidente da República, mediante prévia aprovação do Senado. Desses seis membros, quatro serão os Diretores do Banco Central, e, dentre eles, um será escolhido seu Presidente.

Em matéria de composição, a nova lei trouxe duas grandes inovações: primeiro, estabeleceu que a escolha dos membros do Conselho deverá obedecer a um critério que leve em conta as diferentes regiões geo-econômicas do País; e, segundo, determinou prazo fixo de seis anos para o mandato de seus membros, que, salvo razões especiais, não mais poderão ser demitidos *ad nutum*, como acontecia anteriormente.

Caberá ao Conselho Monetário traçar as normas da política monetária, em todos os seus aspectos, tais como:

- a) autorizar as emissões de papel-moeda;
- b) aprovar os orçamentos monetários (que, entre outras coisas, estabelecem os níveis máximos de expansão das operações do Banco do Brasil);
- c) fixar as diretrizes da política cambial;
- d) alterar as taxas de juros, descontos e comissões dos servidores bancários;

e) fixar as percentagens do encaixe obrigatório do sistema bancário;

f) regulamentar as operações de redescontos;

g) estabelecer as normas de *open market*;

h) disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos.

a) *Banco Central da República do Brasil*

O novo Banco Central resultou da transformação da antiga SUMOC, mediante absorção das Carteiras de Câmbio e de Redescontos do Banco do Brasil, com personalidade jurídica de autarquia. Também passaram para a sua competência as atribuições relativas ao serviço do Meio Circulante e que, anteriormente, pertenciam ao Ministério da Fazenda, inclusive aquelas exercidas pela Caixa de Amortização (estoque de papel-moeda, limpeza do meio circulante, troca de moedas metálicas e incineração de papel-moeda dilacerado).

O Banco Central é eminentemente, o agente executivo das decisões do Conselho Monetário Nacional, competindo-lhe principalmente:

a) emitir papel-moeda e moeda metálica;

b) ser o depositário dos recolhimentos compulsórios do sistema bancário;

c) realizar operações de desconto;

d) ser o depositário das reservas oficiais de ouro e divisas;

e) realizar operações de *open market*;

f) atuar no sentido de funcionamento regular do mercado cambial;

g) regulamentar o funcionamento dos serviços de compensação de cheques;

h) exercer o controle e a fiscalização das atividades bancárias em geral, inclusive das sociedades de financiamento, crédito e investimento;

i) promover, como agente do Governo Federal, a colocação de empréstimos internos e externos.

b) *Banco do Brasil S.A.*

O Banco do Brasil não perdeu, com a reforma bancária, tôdas as atribuições de Banco Central que lhe competiam anteriormente. Continuou sendo o «agente financeiro do Governo», para a arrecadação das rendas federais e pagamento das despesas da União, muito embora o financiamento do *deficit* do Tesouro se faça mediante suprimento do Banco Central.

Segundo a nova lei, o Banco do Brasil é, precipuamente, o instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, cabendo-lhe, além das funções já mencionadas e das operações normais de financiamento ao comércio, à indústria e à agricultura, mais as seguintes:

- a) adquirir e financiar estoques de produção exportável;
- b) executar a política de preços mínimos dos produtos agropastoris;
- c) executar o serviço da dívida pública consolidada;
- d) arrecadar os depósitos voluntários das instituições financeiras e executar os serviços da câmara de compensação.

c) *As emissões de papel-moeda*

Aspecto de grande relevância na nova lei da reforma monetária, e que merece ser destacado, é o que diz respeito às normas e ao mecanismo das emissões de papel-moeda.

A emissão de papel-moeda deve obedecer às normas fixadas pelo Congresso Nacional, conforme dispõe o art. 65, inciso VI da Constituição Federal. Por falta de regulamentação dêsse dispositivo, entretanto, as emissões, no regime anterior, regulavam-se pelo Decreto-lei nº 4.792, de 5-10-1942, segundo o qual as emissões eram feitas exclusivamente para redescontos ou empréstimos a bancos, garantidas pelas disponibilidades do Governo, em ouro e cambiais, na proporção de 25%, isto é, um de ouro e divisas

para cada quatro de emissões. Na prática, entretanto, tais disposições nunca prevaleceram, procedendo-se a emissão de papel-moeda sem qualquer limitação, fôsem para fornecer financiamento ao Tesouro, ou para redesconto aos Bancos comerciais, inclusive ao Banco do Brasil. Quando a emissão atingia níveis muito elevados, que evidentemente ultrapassavam os limites legais, o Executivo solicitava ao Congresso uma lei de encampação, pela qual parte da emissão já feita passava à responsabilidade do Governo, liberando, assim, a Carteira de Redescontos, para reinício dos fluxos de emissão.

A nova lei mudou inteiramente o processo das emissões. Primeiramente, proibiu o Banco do Brasil de financiar os *deficits* orçamentários do Tesouro, de modo que, hoje, não mais se confundem na Caixa do Banco do Brasil os recursos próprios do estabelecimento com os recursos oficiais que manipula. Ao mesmo tempo, estabeleceu o seguinte regime para as emissões:

I — As emissões destinadas a financiar o Tesouro Nacional serão autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional, porém, previamente determinadas pelo Congresso Nacional. A lei orçamentária do exercício indicará sempre qual a parcela do *deficit* que poderá ser coberta por emissões, isto é, pela venda de títulos do Tesouro Nacional diretamente ao Banco Central. O mesmo acontecerá nos casos de créditos suplementares ou especiais, autorizados após a lei do orçamento.

II — As emissões destinadas a atender às exigências das atividades produtivas e da circulação da riqueza do País, poderão ser autorizadas pelo Conselho Monetário até o limite, segundo os termos da lei, de 10% dos meios de pagamento existentes até 31 de dezembro do ano anterior.

III — As emissões destinadas às finalidades referidas no item II supra, que, justificadamente se tornarem necessárias além do limite ali mencionado, poderão ser também autorizadas pelo Conselho Monetário, precedidas, porém, de solicitação da autorização do Poder Legislativo, mediante mensagem do Presidente da República. Somente em casos de necessidade urgente e imprevista poderá o Conselho Monetário autorizar tais emissões, solicitando.

a *posteriori*, através do Presidente da República, a homologação do Poder Legislativo.

IV — Finalmente, nos casos de guerra, comoção intestina ou calamidade pública (art. 75 da Constituição Federal), o Presidente da República poderá determinar que o Conselho Monetário, através do Banco Central, faça a aquisição de Letras do Tesouro com a emissão de papel-moeda, encaminhando-lhe cópia da Mensagem que deverá dirigir ao Congresso, indicando os motivos da emissão e solicitando sua homologação.

Na prática, verifica-se que pouco se alterou o sistema em matéria de disciplina das emissões. Os *deficits* da União ainda são financiados, em grande parte, através de emissões de papel-moeda e os limites para redescontos nunca foram tão elevados. Tudo dependerá, pois, da contenção de despesas orçamentárias, pelo Congresso e pelo Executivo, bem como da independência e firmeza dos membros do Conselho Monetário.

Atualmente, a mecânica da emissão é a seguinte: quando o Banco do Brasil ou qualquer Banco comercial necessita de recursos para suas operações, recorre ao redesconto do Banco Central. Este, descontará ou não, mas se o fizer, deverá creditar o montante respectivo em conta do Banco redescontante, que, ao sacar, geralmente produzirá emissão de papel-moeda. No caso de financiamento ao Governo Federal ou por conta d'êle, o Banco Central deverá receber Letras do Tesouro, mandando creditar o montante respectivo em nome da União, junto ao Banco do Brasil. Em todos esses casos, a emissão pelo Banco Central, isto é, a entrada de papel-moeda em circulação, obedece aos quantitativos aprovados pelo Conselho Monetário.

