



MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO
E COORDENAÇÃO ECONÔMICA



PLANO DECENAL DE
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
E SOCIAL

TOMO II

ASPECTOS MACROECONÔMICOS

Volume 2

• **POLÍTICA MONETÁRIA
E MERCADO DE CAPITAIS**

(VERSÃO PRELIMINAR)

Documento de Trabalho *
em Versão Preliminar
Sujeito a Aprovação
e Revisão

Não pode ser citado

(*) O presente documento foi impresso para efeito de sua discussão a nível técnico.

PLANO DECENAL DE DESENVOLVIMENTO
ECONÔMICO E SOCIAL

ASPECTOS MACROECONÔMICOS

POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADO DE CAPITAIS

(Versão Preliminar)

Março — 1967

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA

Roteiro do Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social

TOMO I — VISÃO GLOBAL

- Estrutura Geral e Estratégia de Desenvolvimento
- 2 — Bases Macroeconômicas do Plano Decenal (Mimeografado)
- 3 — Orçamento-Programa Plurianual e Programa de Investimentos dos Setores Mistos (Mimeografado)
- 4 — Lista de Projetos para Financiamento por Instituições Financeiras Nacionais e Internacionais (Mimeografado)

TOMO II — ASPECTOS MACROECONÔMICOS

- 1 — Política Tributária
- 2 — Política Monetária e Mercado de Capitais
- 3 — Política Econômica Internacional

TOMO III — INFRA-ESTRUTURA

- Energia
 - 1.1 — Energia Elétrica
 - 1.2 — Petróleo
 - 1.3 — Carvão

Estudos Especiais: «O RELATÓRIO DO COMITÊ ENERGÉTICO DA REGIÃO CENTRO-SUL» (Mimeografado)

- 2 — Transportes
- 3 — Comunicações

TOMO IV — AGRICULTURA E ABASTECIMENTO

- Agricultura e Reforma Agrária
- 2 — Abastecimento

Estudos Especiais: «O ZONEAMENTO AGRÍCOLA NO BRASIL» — «PROJEÇÕES DE OFERTA E PROCURA DE FERTILIZANTES» (Mimeografado)

TOMO V — INDÚSTRIA E MINERAÇÃO. SERVIÇOS

- 1 — Desenvolvimento Industrial
- 2 — Indústria Mecânica e Elétrica
- 3 — Siderurgia
- 4 — Indústria de Metais Não-Ferrosos
- 5 — Indústria Química
- 6 — Papel e Celulose. Borracha. Indústrias Tradicionais
- 7 — Indústria de Construção e Ind. de Minerais Não-Metálicos (Cimento)
- 8 — Mineração
- 9 — Pesquisa de Recursos Minerais
- 10 — Turismo

Estudos Especiais: «RELATÓRIO BAHINT SÔBRE SIDERURGIA» — «PESQUISA DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS SÔBRE A INDÚSTRIA DE CONSTRUÇÃO» (Mimeografado)

TOMO VI — DESENVOLVIMENTO SOCIAL

- 1 — Educação e Mão-de-Obra
- 2 — Cultura (Mimeografado)
- 3 — Saúde e Saneamento
- 4 — Previdência Social
- 5 — Habitação

Estudos Especiais: «ESTUDO ECONÔMICO DAS UNIVERSIDADES BRASILEIRAS» — «ESTUDO ECONÔMICO DAS FACULDADES DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS» «PESQUISA SÔBRE ENSINO MÉDIO» (Mimeografado)

TOMO VII — DESENVOLVIMENTO REGIONAL E URBANO

- 1 — Diretrizes para a Formulação de uma Política de Desenvolvimento Regional do Governo Federal
- 2 — Regionalização dos Programas Industriais
- 3 — Centro-Sul como Região (Mimeografado)
- 4 — Desenvolvimento do Nordeste
- 5 — Desenvolvimento da Amazônia (Mimeografado)
- 6 — Política do Desenvolvimento Urbano

Estudos Especiais: «DELIMITAÇÃO DAS REGIÕES HOMOGÊNEAS» — «DELIMITAÇÃO DAS REGIÕES POLARIZADAS» (Mimeografado)

Índice

	<i>Págs.</i>
INTRODUÇÃO	11
PARTE I	
CARACTERÍSTICAS DO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS	
I. O SETOR PÚBLICO E O SETOR PRIVADO DA ECONOMIA	15
II. A POUPANÇA DO SETOR PRIVADO	19
II.1 — O Papel da Estabilidade de Preços	19
II.2 — A Influência da Inflação	21
II.3 — Alternativas de Política para a Poupança Privada	22
III. OS INTERMEDIÁRIOS FINANCEIROS	23
III.1 — O Papel dos Intermediários Financeiros	23
III.2 — Atributos Essenciais dos Intermediários Financeiros ..	25
PARTE II	
AS OPÇÕES DO INVESTIDOR NO BRASIL	
IV. A INFLAÇÃO E A «ILUSÃO MONETARIA»	31
V. INVESTIMENTOS FINANCEIROS DE RENDA FIXA: AS FORMAS TRADICIONAIS	39
V.1 — Depósitos a Prazo Fixo ou de Aviso Prévio	39
V.2 — Títulos da Dívida Pública	46
V.2.1 — O sentido econômico da dívida nacional mantida internamente	46
V.2.2 — A experiência brasileira do pós-guerra ...	48
V.3 — Debêntures	50

	<i>Págs.</i>
VI. DESAGIO E CORREÇÃO MONETÁRIA: TENTATIVAS PARA ELIMINAR A INFLUÊNCIA DA INFLAÇÃO SOBRE OS RENDIMENTOS	55
VII. OPÇÕES DO INVESTIDOR ORIGINADAS NO DESAGIO	61
VII.1 — Letras de Câmbio	61
VII.1.1 — Rentabilidade	66
VII.1.2 — Considerações finais	69
VII.2 — Letras de Importação	72
VII.2.1 — Objetivos	72
VII.2.2 — Repercussões no mercado de capitais	75
VII.2.3 — Rentabilidade	78
VIII. FORMAS DE APLICAÇÃO COM CORREÇÃO MONETÁRIA	87
VIII.1 — Depósitos Bancários ...	87
VIII.2 — Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional	93
VIII.2.1 — Histórico	93
VIII.2.2 — Posição da dívida pública em 30/6/1966	95
VIII.2.3 — Rendimento real das obrigações voluntárias	100
VIII.2.4 — Os riscos da aplicação ...	102
IX. A MOEDA ESTRANGEIRA COMO INVESTIMENTO	105
IX.1 — O Dólar como Alternativa para o Investidor	105
IX.2 — Taxa Cambial e Inflação ...	108
IX.3 — Custos e Riscos da Aplicação	112
IX.4 — A Rentabilidade Real	117
IX.5 — Considerações Finais	120

PARTE III

O FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

X. O PROBLEMA DO CAPITAL DE GIRO	127
X.1 — A Política de Crédito e o Sistema Bancário	127
X.2 — As Sociedades Financeiras e os Fundos de Desenvolvimento	135
XI. O MERCADO DE AÇÕES	137
XII. OS FUNDOS DE FINANCIAMENTOS	143
XII.1 — Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas — FINEP	143
XII.1.1 — Objetivos	143

	<i>Págs.</i>
XII.1.2 — Recursos	144
XII.1.3 — Mecanismo operacional	144
XII.1.4 — Desempenho do fundo	146
XII.2 Fundo de Desenvolvimento da Produtividade FUNDEPRO	148
XII.3 — FINAME (Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais)	149
XII.3.1 — Introdução	149
XII.3.2 — Objetivos	150
XII.3.3 — Recursos	150
XII.3.4 — Mecanismo operacional	151
XII.3.5 — Desempenho	154
XII.3.6 — Situação atual	156
XII.4 — Programa de Financiamento à Pequena e Média Em- presa — FIPEME	158
XII.4.1 — Objetivos	158
XII.4.2 — Recursos	158
XII.4.3 — Mecanismo operacional	159
XII.4.4 — Desempenho do FIPEME	163
XII.5 — Fundo de Democratização do Capital das Empresas FUNDECE	168
XII.5.1 — Objetivos	168
XII.5.2 — Recursos	169
XII.5.3 — Mecanismo operacional	169
XII.5.4 — Desempenho do fundo	172
XII.6 — Fundo Nacional de Refinanciamento Rural — FNRR	174
XII.6.1 — Objetivos	174
XII.6.2 — Recursos	174
XII.6.3 — Mecanismo operacional	175
XII.6.4 — Desempenho do fundo	181
XII.7 — Fundo de Estimulo Financeiro ao Uso de Fertilizantes e Suplementos Minerais — FUNFERTIL	182
XIII. CRÉDITO A AGRICULTURA	185
XIII.1 — As Fontes de Fundos	185
XIII.2 — Usos de Fundos na Agricultura	197
XIII.3 — Plano de Crédito Agrícola	212
XIV. CAPITAL ESTRANGEIRO	223

PARTE IV

AS DECISÕES DA POLÍTICA MONETÁRIA

	<i>Págs.</i>
XV. COMBATE A INFLAÇÃO	227
XV.1 — Os Resultados do Combate à Inflação	228
XV.2 — O Contrôlo dos Principais Fatores Inflacionários	231
XV.2.1 — A política fiscal	231
XV.2.2 — Situação monetária e bancária	238
XV.3 — Premissas Básicas para uma Política Monetária de Combate à Inflação	243
XVI. OS FUNDAMENTOS BÁSICOS DA POLÍTICA MONETÁRIA	247
XVI.1 — Introdução	247
XVI.2 — Os Objetivos da Política Económica do Governo	248
XVI.3 — A Classificação dos Instrumentos de Política Económica	249
XVI.4 — Discussão de Alguns Problemas de Política Monetária «Global»	251
XVI.4.1 — O primeiro tipo de problema: a fase de transição	252
XVI.4.2 — O segundo tipo de problema: a política monetária a longo prazo	258
XVI.4.2.1 — Os tipos de decisões das autoridades monetárias	258
XVI.4.2.2 — O impacto do conjunto de decisões sobre política económica	261
XVI.4.2.3 — As condições necessárias para a eficiência das decisões	262
XVI.4.2.4 — As características do mecanismo atual	263
XVI.4.2.5 — Algumas sugestões para melhorar o funcionamento do mecanismo	266
XVI.4.2.6 — Os critérios gerais para orientação das decisões cujo conjunto consiste na política monetária do Governo	267
XVII. SUGESTÕES SOBRE ÁREAS ESPECÍFICAS	273
XVII.1 — Aperfeiçoamento dos Mecanismos Institucionais da Política Monetária	273
XVII.2 — Aperfeiçoamento do Mercado de Capitais	275
XVII.3 — Considerações sobre os Fundos de Financiamento	277
XVII.4 — Sugestões para a Política de Crédito Agrícola	279
ANEXO: MODELO SIMPLIFICADO DO SISTEMA ECONÓMICO	283

Introdução

A primeira parte deste estudo examina, rapidamente, a atuação do mercado de capitais do ponto de vista da promoção do investimento e do desenvolvimento.

As partes II e III representam uma retomada de algumas linhas da análise iniciada no *Diagnóstico Preliminar da Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais*, o qual, ocupando-se do Brasil no período de pós-guerra, discutiu o mecanismo da inflação e suas repercussões no mercado de capitais; o comportamento dos intermediários financeiros e do sistema bancário. Pode-se dizer que aquele documento tratou do problema do ponto de vista macroeconômico, isto é, da economia como um todo.

Em contraposição e com uma abordagem nova, o presente estudo cuida da outra ótica, ou seja, do indivíduo e da firma. Sua perspectiva é mais microeconômica, não deixando, contudo, de tratar das mesmas importantes questões que foram consideradas em nosso primeiro trabalho, isto é, o funcionamento das instituições monetárias e financeiras em uma economia assolada, primeiramente, por uma inflação mais ou menos violenta e, em seguida, pelos problemas da libertação deste processo e das suas conseqüências.

Como uma introdução geral, a Parte I examina rapidamente a evolução do mercado de capitais no período de pós-guerra, sob o impacto da inflação. Discute também, de uma maneira geral, o papel dos intermediários financeiros que são analisados no restante do trabalho.

A Parte II abre algumas perspectivas novas, através do estudo ordenado das opções de investimento à disposição das pessoas ou firmas, a fim de verificar seus méritos relativos em uma situação inflacionária. Embora não se possa dizer que este método seja inteiramente original, a análise representa uma investigação muito mais completa do que as que têm sido feitas até agora. Ela mostra não somente que grande parte do público permaneceu, de algum modo, vítima da «ilusão monetária», mas também o quanto foi difícil para os outros escapar aos tentáculos da inflação, particularmente dentro das limitações legais.

Ainda dentro do tema do mercado brasileiro de capitais e a inflação sob o ângulo microeconômico, a Parte III toma como ponto de partida a firma, isto é, a empresa privada, e analisa a indústria, a agricultura e o comércio. Refere-se às distorções criadas pela inflação no financiamento dos negócios, ao funcionamento dos fundos de investimento e à questão das soluções possíveis em nosso meio.

O trabalho encerra-se com uma apreciação geral das políticas econômicas já adotadas e das que poderiam ser introduzidas (Parte IV) a fim de aumentar a eficiência e promover a estabilidade do mercado de capitais no Brasil, dando especial ênfase às possíveis inovações da política monetária, visando a aproximação gradativa da estabilidade com o desenvolvimento econômico.

PARTE I

**Características do Mercado
Brasileiro de Capitais**

O Setor Público e o Setor Privado da Economia

Em algumas economias, a distinção entre o setor público e o privado não é bem definida, nem é um problema de maior interesse. Alguns povos primitivos operam numa base tribal na qual os conceitos de propriedade não são claramente definidos.

Nestes casos, a poupança é em grande parte um empreendimento comunal, sendo feita «em espécie», i. e., sem uma significativa intervenção de dinheiro; a poupança e o investimento, desta forma, se realizam simultaneamente. Dificilmente, neste caso, aparece um mercado de capitais ou uma divisão das funções de poupar e de investir.

No decurso do desenvolvimento econômico, entretanto, os direitos de propriedade tornam-se cada vez mais claramente definidos e as funções de poupança e investimento passam a ser especializadas. Isto é particularmente verdade nas sociedades que se apóiam numa interferência da iniciativa privada nos assuntos econômicos.

Apesar de ser perigoso arriscar quaisquer generalizações categóricas, é difícil evitar-se a impressão de que um estágio que propicie o desenvolvimento freqüentemente envolve a poupança como uma função preponderantemente privada, e a formação de capital como fortemente imbuída na iniciativa pública, estendendo-se muito além da magnitude das poupanças governamentais.

Por outro lado, em alguns países que progrediram muito em matéria de desenvolvimento econômico, particularmente quando associado a uma grande dose de atividades e legislação visando o bem-estar social, a poupança privada diminuiu e o Estado assumiu a principal responsabilidade pelo suprimento de capital. Isto parece ter ocorrido na Noruega, Suécia e Reino Unido, apesar de não haver sido constatado na Suíça e Estados Unidos. Quando as rendas *per capita* são altas, existe menos pressão sobre o indivíduo no sentido de aumentar sua renda futura através da abstenção ou da frugalidade; e quando, além disso, parte considerável da responsabilidade do «bem-estar» é tomada pelo Estado, o indivíduo é menos motivado para precaver-se contra a adversidade, através de sua própria poupança.

O Brasil parece claramente pertencer à categoria das economias em desenvolvimento com um grande apoio na poupança privada e no investimento público. Assim, no período de 1947/1964, da formação total de capital, 76,8% pertencia à poupança privada, 15,2% à poupança pública, e 7,9% aos recursos estrangeiros. Durante os mesmos anos, a formação pública de capital subiu de 15,7 do total para 33,5%; a formação privada de capital, embora preponderante até o fim do período, evidenciou a sua tendência a diminuir. (1)

Sem nos envolvermos em disputas ideológicas no que concerne aos respectivos méritos da empresa pública e privada, contentemo-nos com o reconhecimento geral de que — por um tempo considerável, pelo menos — o desenvolvimento econômico requer investimentos significativos na «infra-estrutura», e que grande parte de tais investimentos não propiciam uma taxa de lucros suficientemente alta e um rendimento suficientemente seguro ou um período suficientemente curto para a recuperação do investimento, para serem atrativos à empresa privada. Assim, não há nada de extraordinário *per se* nos investimentos da poupança privada pelo Governo brasileiro. Mas pode-se ainda perguntar se

(1) Estes são os dados fornecidos nas Contas Nacionais (IBRE-FGV). Entretanto, incluindo companhias mistas e outros casos informais de participação governamental, a formação do capital público aproxima-se de 60% do total.

o relativo declínio da formação privada de capital não foi demasiado, tanto devido ao excessivo estatismo como às influências da inflação, ou ambos em combinação. O investimento privado foi desencorajado pelo controle de preços, pela imposição de taxas não realistas das utilidades públicas, e pela dissolução do mercado de capitais a longo prazo, tudo como consequência da inflação (2). Isto levou as empresas a um processo de descapitalização que é ilustrado, pelo menos no que concerne ao seu capital de giro, pelos seguintes dados deflacionados pelo índice de preços por atacado.

QUADRO I
 ACRÉSCIMOS DO CAPITAL DE GIRO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS (*) E DO
 ÍNDICE DE PREÇOS — 1959/1964 (EM PORCENTAGEM)

A N O	CAPITAL DE GIRO	ÍNDICE DE PREÇOS	VOLUME DOS NEGÓCIOS
1959	34,8	30,4	+ 14
1960	31,0	31,7	+ 7
1961	48,2	45,7	+ 5
1962	50,7	50,7	0
1963	68,3	78,2	13
1964	95,6	92,2	+ 4

Fonte: Conjuntura Econômica, fevereiro 1964 e fevereiro 1966.

(*) Os valores para 1965 só aparecerão em 1967. A amostragem das sociedades anônimas varia de ano para ano; aumenta a partir de 1960 podendo subestimar o declínio do capital de giro durante a série.

Começando em 1959, o aumento anual de investimento em capital de giro, em termos reais, declinou a cada ano, de 14% para menos 13% em 1963 e para 4% em 1964. Assim, por mais eloquente que seja o argumento de que a transferência crescente da poupança para o Governo segue um curso natural de desenvolvimento, permanece o fato de que parte do declínio relativo do investimento privado ocorreu através de uma redução absoluta da formação de capital por firmas e pessoas. Parece ser igualmente evidente que, no decurso de um esforço para o desenvolvimento econômico, um declínio absoluto da formação de capital no setor privado é indesejável. A presente análise irá ocasionalmente se

(2) Mário Henrique Simonsen — O Mercado Brasileiro de Capitais, 2ª ed., 1965, pág. 40.

referir à relação público-privado tanto da poupança como do investimento, mas isto não será assunto de maior preocupação; nosso interesse principal será verificar as possibilidades de aumentar ambas as poupanças: pública e privada. O agregado das duas, em termos reais, será também o agregado do investimento real. Portanto, ao analisarmos o investimento vamos nos preocupar menos com aquêle agregado do que com a promoção do investimento produtivo. Seria desnecessário dizer que quanto mais produtivo fôr o investimento em um dado período, maior será a renda da qual serão obtidas a poupança e a formação de capital nos períodos subseqüentes. Outra evolução que nos irá preocupar será a das poupanças privadas, de forçadas para voluntárias.

II. A Poupança do Setor Privado

Íí.1 — O Papel da Estabilidade de Preços

Difícilmente pode-se exagerar o fato de que o mercado de capitais tanto do lado da poupança como da formação de capitais, é o setor da economia mais sensível à inflação; dos dois lados daquele mercado (oferta e demanda), a poupança (ou seja, a oferta) é provavelmente a mais sensível. A razão para isto é que em circunstâncias normais, as taxas reais de juros em investimentos produtivos são freqüentemente maiores que 5 ou 6% ao ano e quase nunca excedem 10%. Portanto, taxas anuais de inflação de até 5 e 10% ao ano, eliminarão as rendas líquidas de juros em títulos de rendas monetárias fixas.

Isto não se refere às taxas de lucro dos investimentos reais em suas várias formas que, não muito raramente, são consideravelmente mais altas. Referimo-nos aos rendimentos generalizados do capital monetário, a parte de riscos e outras remunerações empresariais, ou seja, aquilo que é chamado de taxa de equilíbrio ou taxa real de juros dos fundos líquidos, pelos economistas.

Quando a taxa real líquida dos juros sobre o capital monetário aproxima-se de zero ou assume valores negativos devido à inflação, a motivação renda para a poupança desaparece, a não ser que o

poupador seja capaz de escapar para investimentos reais diretos ou indiretos. A vasta maioria de pequenos poupadores não tem conhecimento ou acesso ao investimento direto, e o recurso do investimento real indireto através da compra de ações é geralmente limitado. Em países como o Brasil, no qual muitas sociedades anônimas são mantidas fechadas ou nos domínios familiares, onde o volume da venda de ações é pequeno e o mercado é restrito, a compra de ações significa muitas vezes uma substancial perda de liquidez. Além disso, nestas circunstâncias o conhecimento dos canais de investimento através de ações é virtualmente não existente para a maior parte da população.

Mas a motivação da renda não é o único incentivo para poupança. A simples acumulação de riqueza como reserva contra as contingências ou para gasto futuro, quando a renda cai ou mesmo cessa, é importante; portanto, a poupança mesmo em forma monetária não cessa, necessariamente, quando a taxa real de juros é negativa.

Entretanto, a dificuldade é que a poupança feita nesta situação, geralmente leva a um desperdício de recursos muito necessários ao desenvolvimento. Frente às perdas da depreciação monetária, os poupadores tentam — às vezes desesperadamente — penetrar nos investimentos diretos, qualquer que seja seu tipo, e tentam as atividades especulativas. No que concerne às obrigações monetárias, o esforço é simplesmente para minimizar as perdas, ao invés de obter lucros positivos. Outras partes deste estudo salientarão a condição do poupador praticamente desamparado, pronto a aceitar taxas de juros negativas, enquanto taxas elevadas eram auferidas por instituições com acesso ao investimento real. Parece desnecessário dizer que a obtenção de capital e taxas negativas não é caminho necessário a uma utilização econômica dos recursos.

Implicitamente, o que foi dito acerca da necessidade de estabilidade monetária para encorajar a poupança, também implica em que a poupança privada voluntária responda em certo grau às variações nas taxas reais de juros. Os que acham que a elasticidade-juros da poupança é pequena, estão geralmente pensando em economias relativamente estáveis, nas quais não se tem de tratar

com uma escala de variação das taxas monetárias (nominais) que vão, desde valores negativos até 80 ou 100% por ano. As taxas nominais de juros deveriam ser pelo menos iguais à taxa da inflação, para que se pudesse determinar se uma taxa real positiva seria capaz de provocar maiores poupanças.

II.2 — A Influência da Inflação

Quando o Governo emite papel-moeda ou o sistema bancário cria depósitos à vista que exceda os aumentos do Produto Interno Bruto — P. I. B., temos, como decorrência provável, a inflação dos preços. O público, que necessariamente mantém todos os meios de pagamento criados pelo Tesouro ou pelo sistema bancário, passa a ter apenas direitos a mercadorias, ao invés dos bens e serviços reais que foram absorvidos pelo Governo. Esta é a natureza da poupança forçada. A não ser que o público reduza sua poupança voluntária exatamente na mesma quantia produzida pela poupança forçada, o que é muito improvável, o total da poupança privada em termos monetários aumentará com a inflação.

Isto pode ser visto claramente na Conta Consolidada de Capital. Por exemplo: durante 7 anos de inflação alta e crescentemente intensa, de 1958 a 1964, os aumentos de dezembro a dezembro nos índices de preços por atacado foram de 27,9, 36,1, 32,8, 49,7, 50,3, 81,9 e 93,3 por cento. A poupança privada aumentou durante os mesmos anos de 58,2 a 100,2% da poupança total. Tomando os 8 anos de menor inflação, de 1947 a 1958, verificamos que a percentagem média da poupança total na categoria privada é de 70,7. Os excessos sobre esta percentagem, nos quatro anos de inflação mais intensa a partir de 1961 são de cerca de 14,11, 19,0 e 30%, o que pode ser tomado como uma indicação das proporções da poupança total a que a inflação forçou o público. Se a «ilusão monetária» (que o dinheiro tem um valor estável) não fôsse perfeitamente compreendida, mesmo nos anos de inflação mais baixa, seriam maiores as percentagens da renda total a serem atribuídas à poupança forçada, de 1961 a 1964.

II.3 — Alternativas de Política para a Poupança Privada

O que vimos parece indicar que o planejamento racional deveria visar a minimização da poupança forçada pela inflação. Isto envolve ou o método fiscal de suplantiar a inflação pela tributação (mais os mecanismos para maior recurso às «poupanças externas»), ou o método monetário de converter a poupança forçada em voluntária através da estabilidade monetária e de um aperfeiçoado mercado de capitais. Entretanto, nesta discussão, não é nem o método fiscal nem a obtenção de um grau razoável de estabilidade, mas o estímulo da poupança privada voluntária, através das instituições financeiras, que nos interessa.

Numa economia que vem sofrendo uma pesada inflação, mas na qual se está implantando uma política rigorosamente antiinflacionária, pode ser desenvolvida uma argumentação em favor de taxas de juros relativamente altas sobre os empréstimos, inicialmente. Por «alta» queremos dizer alta em termos, incluindo-se a correção monetária. A economia obterá duas vantagens além do provável aumento nas poupanças após o primeiro impacto. Como os indivíduos que receberão os juros pertencem às classes da sociedade mais aptas a poupar, poderá haver um «efeito-renda» decorrente da poupança, i. é., quanto mais alta for a renda recebida dos juros, mais tentados ficarão os indivíduos a poupar mais. No segundo caso, as taxas mais altas destruirão os usos menos produtivos do capital (exceto aqueles escolhidos para uma discriminação favorável). A medida que a estabilização monetária progride, pode-se esperar que a taxa sobre os fundos a longo prazo caia em direção a um nível normal.

Uma maneira de descrever o objetivo geral das reformas do sistema financeiro seria assegurar taxas de juros mais altas para os que economizam e taxas mais baixas para os que tomam emprestado e para os investidores. Isto implica numa diminuição da margem entre ambos, até o ponto em que os lucros dos intermediários financeiros não sejam mais do que competitivos.

III. Os Intermediários Financeiros

III.1 — O Papel dos Intermediários Financeiros

Uma característica da maior parte das economias menos desenvolvidas é que as fontes financeiras para empreendimentos privados são altamente «pessoais». Na falta de financiamento através da venda de debêntures e ações, de bancos grandes e competitivos, de companhias de seguros, etc., as firmas tendem a apoiar-se, numa larga medida, nos lucros reinvestidos, nos empréstimos de outras firmas ligadas e nos empréstimos bancários a curto prazo. Tudo isto tende a favorecer firmas estabelecidas e os tipos tradicionais de produção, dificultando os negócios novos e os produtores inovadores. Dado o fluxo de poupanças das fontes privadas e públicas, domésticas e estrangeiras, o problema do lado do investimento é o alargamento do mercado de capitais, de modo a incluir um maior número de participantes e especialistas, uma parcela maior do fluxo total de capital e uma oferta mais diversificada de papéis. Tal desenvolvimento tenderia a dissolver o controle de firmas familiares ou de pequenos círculos, com sua preferência característica por altas taxas de lucro e pequeno volume de negócios.

Como ponto de partida pode ser útil pensar no mercado de capitais como consistindo de organizações, agências, ou indivíduos

que recebem capitais dos que poupam e que os passam adiante, direta ou indiretamente. àqueles que fazem investimento real, i. é., empregam fundos para a formação de capital. Por um lado, êste conceito, como parece apropriado, implica em que o investimento direto de poupanças ou de lucros retidos não envolve intermediários ou o mercado de capitais. Por outro lado, inclui tôdas as entidades do processo intermediário, emitam ou não ações, conforme o critério adotado por Shaw e Gurley, os criadores do termo «intermediários financeiros». Entretanto, enquanto êles excluem a presente definição, desejam incluir como intermediários — e na verdade intermediários muito importantes — a bôlsa de valores e o Banco Central, devido a suas transações com os títulos governamentais, apesar de nenhum dos dois emitir ações. O fato não parece suficiente para impedi-los de serem vistos como participantes do mercado de capital e do processo de intermediação.

A presente análise do mercado de capitais brasileiro é baseada na transmissão institucional de fundos em capital real dos que economizam para os que investem. Os poupadores, sejam indivíduos ou associações, podem materializar suas poupanças em metais preciosos, dinheiro, títulos, ações, empréstimos, seguros, obrigações financeiras de qualquer intermediário, e em bens reais, como aquisição de bens duráveis de consumo ou produção e imóveis. Investimentos em bens reais podem ser divididos, de uma maneira ampla, em formação de capital governamental e privada, e esta última em setores inclusivos como comércio, indústria, agricultura, pecuária e serviços, com um grande número de subdivisões possíveis.

Estamos menos interessados em detalhes do que na eficiência geral do mercado de capitais no Brasil; em outras palavras, no caráter e funcionamento dos intermediários financeiros. Mais do que isto, estamos mais interessados nos efeitos dos intermediários financeiros sôbre o desenvolvimento econômico do que na seqüência causal oposta; aproximamo-nos do assunto do ângulo da economia nacional e não do ponto de vista do problema financeiro individual. Mas o objetivo da política deve ser melhorar ambas as partes.

III.2 — Atributos Essenciais dos Intermediários Financeiros (3)

A função principal dos intermediários financeiros é a transferência dos direitos e recursos reais dos poupadores para os investidores mais eficientes. Nesta atividade eles estão contribuindo para a divisão do trabalho e para a especialização da economia, já que a capacidade dos poupadores depende de sua renda e de circunstâncias pessoais, enquanto que a capacidade dos investidores depende de seu conhecimento, desejo de tomar riscos, e em alguns casos de sua capacidade empresarial.

Tendo em mente que encaramos a Bôlsa de Valôres e o Banco Central como partes do mercado de capitais (em adição a todos os emissores de reivindicações financeiras além dos produtores de bens e serviços não financeiros), que ganhos específicos pode esperar um país de um sistema financeiro em bom funcionamento? Primeiro e principalmente, estimulará tanto a poupança como o investimento. Pode estimular a poupança proporcionando uma variedade de títulos, desde os papéis de baixo risco e lucro modesto até os arriscados mas que podem proporcionar lucros elevados. Pode tornar adequado o volume de títulos e disponibilidades pessoais. Pode elevar a média geral ponderada dos juros proporcionando uma participação maior do público poupador nos lucros reais do comércio, indústria e outros empreendimentos produtivos. Do lado do investimento, o fluxo maior de fundos vai prover maior disponibilidade de capital para a comunidade empresarial, e isto será associado, pelos que tomam emprestado, com taxas mais baixas de juros, como uma média ponderada. Assim, a taxa de renda para os que economizam vai se aproximar das taxas de lucro dos investimentos reais, e a margem para o intermediário entre ambos ficará livre de elementos monopolísticos.

Na verdade, a destruição de imperfeições, ou seja, a redução de barreiras monopolísticas e de atrito, pode ser encarada como uma função primordial de organizações financeiras tais como bôlsa de valôres, bancos comerciais, sociedades de investimento etc. Em

(3) Na seguinte exposição, apoiamo-nos na excelente análise de Hugh T. Patrick, *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, Yale University Economic Growth Center, paper nº 75, 1966.

todos os países existe uma tendência mais ou menos pronunciada das firmas em evitar os rigores do mercado competitivo, e ao invés disto, em contar com seus próprios recursos internos. Embora isto seja compreensível sob o ângulo da segurança, não representa garantia de que os fundos vão se mover para os canais social ou economicamente desejáveis, particularmente sob o ponto de vista do desenvolvimento econômico. Uma melhor garantia é a competição aberta de várias firmas financeiras no mercado de capitais e a intervenção do Govêrno nos casos em que a motivação do lucro pareça inadequada para a movimentação do capital para investimentos desejáveis na infra-estrutura.

Passando do geral para o particular, podemos observar que certas instituições financeiras podem contribuir para a diminuição das barreiras ao movimento do capital, tais como as que existem entre as aplicações urbanas e rurais, e entre os setores monetizados e não-monetizados da economia. Muitos países pouco desenvolvidos parecem revelar uma quantidade desproporcionalmente pequena de fluxos de capitais indo para a agricultura. Em parte, isto pode ser devido simplesmente aos maiores riscos neste setor, mas pode haver outros elementos menos racionais e menos justificáveis. A agricultura pode ser hostil à entrada de novos capitais, que podem promover a expansão da produção, mas também ameaçar o controle das propriedades existentes. Fazendeiros mais modestos podem não possuir informações concernentes a métodos melhores de produção, melhores sementes ou animais mais puros, ou não conhecer as oportunidades adequadas de comercialização. Além disso, a diminuição destes obstáculos ao desenvolvimento, sem dúvida apoia-se em educação, demonstrações, agências de comercialização promovidas pelo Govêrno, etc. Mas, em parte, filiais de bancos comerciais, ou agências governamentais especializadas em vários tipos de empréstimos à agricultura podem levar melhores oportunidades de crédito. Certa preocupação especial pelo suprimento de crédito à agricultura seria justificável em qualquer caso pelo fato de que este campo raramente recebe capital de fontes estrangeiras, e pela circunstância de que o nível de educação e saúde pública é geralmente mais baixo nas áreas rurais.

Tôdas as instituições financeiras partilham, em grau maior ou menor, da importante função social de reunir poupanças que de outra maneira estariam perdidas. A perda é algumas vêzes devida ao fato de que os poupadores em níveis muito baixos de renda não podem dispor ou não têm conhecimento de qualquer investimento em equipamentos reais de capital nem, pelas mesmas razões, podem adquirir as ações oferecidas nas bôlsas de valôres. Aqui os bancos estatais e privados, as caixas econômicas e associações imobiliárias vêm imediatamente ao pensamento.

Na outra extremidade da escala de rendas, muitos países menos desenvolvidos perdem quantias substanciais de poupança, pelo menos no que concerne o desenvolvimento doméstico, pela compra de moedas estrangeiras. Não existe nenhum intermediário financeiro específico que possa lutar com êste problema. Estabilidade monetária, a ausência de expropriação e taxações expropriatórias, e a disponibilidade geral de ações reconhecidamente seguras — tanto emissões primárias dos produtores, como as emissões secundárias de firmas financeiras, mais as dívidas do Govêrno — são os elementos necessários de uma solução. Em alguns casos, um país perde tanta ou mais poupanças através da fuga de capitais para o estrangeiro, quanto ganha através da ajuda estrangeira c dos investimentos particulares estrangeiros.

Muitas organizações financeiras representam um ganho líquido para a economia pelo que Patrick chama de «pooling of default risks». Como êle explica, os riscos econômicos da sociedade são geralmente menores que os riscos das pessoas ou firmas individuais; mas a obtenção desta redução de risco agregado depende de um complemento bem desenvolvido de instituições financeiras. Todos os tipos de seguros representam êste princípio, mas deve ser lembrado que os seguros não podem florescer num setor de inflação pronunciada. Os trustes do investimento são outro grande instrumento da difusão do risco (e assim diminuindo o custo psicológico) contidos na bôlsa de valôres; mas seu escopo e bom funcionamento estão condicionados até certo ponto pelas bôlsas de valôres não muito limitadas ou violentamente flutuantes.

Finalmente, devemos voltar à primeira vantagem específica da intermediação financeira em geral — o aumento tanto da poupança

como do investimento — desta vez sob um aspecto ligeiramente diferente. Num certo sentido, as agências financeiras representam o que veio a ser chamado de «diferenciação de produtos» sob a influência de E.H. Chamberlin. Em linguagem não-técnica, isto significa simplesmente que os tipos particulares de uma espécie geral de produtos especializam-se na variedade de necessidades e gostos. Isto opera tanto do lado da oferta como da demanda do mercado de capitais, nas formas que já foram indicadas, e que aumentam o fluxo agregado tanto da poupança como da formação de capital.

PARTE II

As Opções do Investidor no Brasil

IV. A Inflação e a “Ilusão Monetária”

A presença da inflação na conjuntura econômica brasileira criou sérios obstáculos à formação voluntária de poupança. A constante perda do poder aquisitivo da moeda e o conseqüente aumento dos valores nominais nos preços fêz com que a «Ilusão Monetária» atuasse nos diversos setores da economia, em graus variados de intensidade, afetando consideravelmente a nitidez com que se pudesse comparar as formas do ativo à disposição do investidor. Pela maneira disfarçada com que se mostrava o retôrno real de todos os investimentos e principalmente o das inversões financeiras, muitas foram as aplicações que, aparentando um bom rendimento, trouxeram um prejuízo real àqueles que nelas se aventuravam.

Definindo-se a taxa de inflação ou deflação (d) ocorrida em um período, como sendo a variação percentual para mais ou para menos do nível dos preços naquele período, temos que:

$$d = \frac{\frac{I_2 - I_1}{I_1}}{\frac{I_1}{I_1}} \quad (I-1)$$

onde I_1 e I_2 representam índices do nível de preços nos aumentos t_1 e t_2 , respectivamente. Tais índices podem-se referir ao custo de vida ou aos preços por atacado. O Gráfico 1, originado em (I-1), mostra que não existe entre eles diferença significativa quando é considerada a tendência de cada um a longo prazo. Embora haja o atraso de um em relação ao outro em períodos determinados, tais atrasos não chegam a apresentar maior conveniência na utilização de um dos índices. Contudo, quando se adota um sistema de médias móveis para a observação do comportamento dos índices, nota-se que à medida em que se diminui o intervalo decorrido na observação, algumas características se tornam evidentes. Observa-se no Gráfico 2, por exemplo, a constância com que a curva representativa do índice dos preços por atacado oscila mais amplamente do que aquela que mostra a evolução do índice do custo de vida na GB. Nota-se também a resposta mais pronta e acentuada dos preços por atacado a qualquer tipo de causa, subindo e descendo mais rapidamente do que o custo de vida. Aliás, seria mesmo de se esperar uma menor rigidez dos preços de produtos não tão diretamente ligados ao consumidor final, tendo-se em vista o comportamento típico dos empresários, fundamentado basicamente nas expectativas.

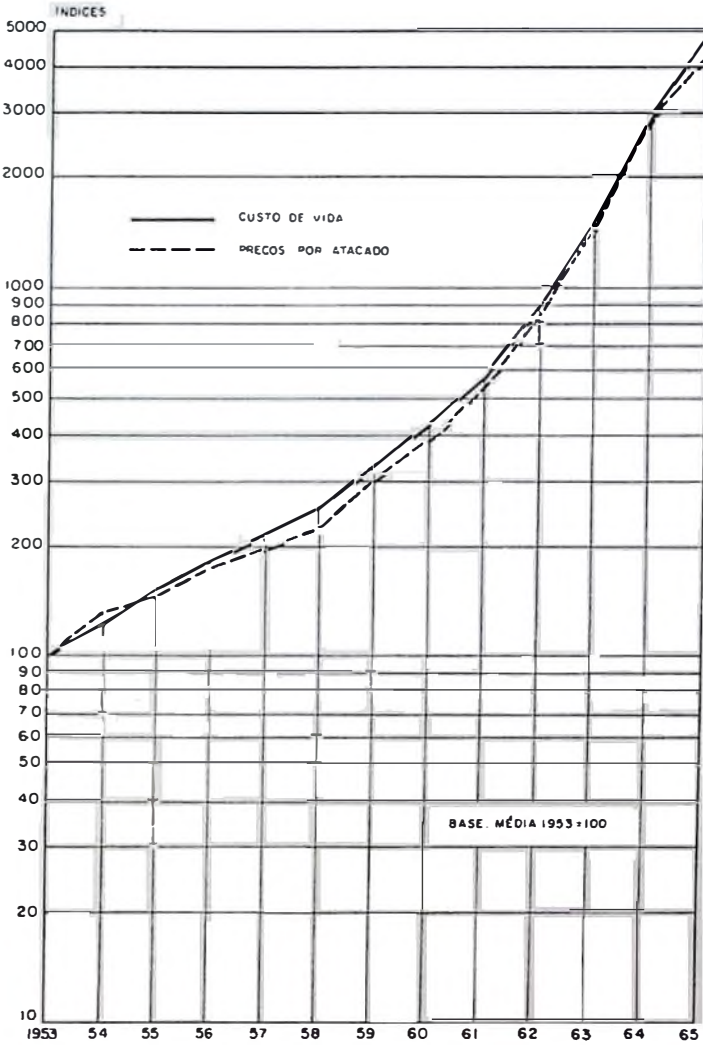
É interessante notar também o caráter cíclico do comportamento dos preços, mostrado no Gráfico 2: a partir de 1963, é nítida a aceleração do processo inflacionário no primeiro trimestre do ano, seguida de um decréscimo e uma pequena retomada do crescimento por volta de junho. Estas observações são, conforme se constata, válidas para ambos os preços: atacado e custo de vida. Contudo, como a forma mais simples e imediata de o homem médio conhecer a evolução nos preços é através do nível do custo de vida, este será o índice adotado basicamente em nosso estudo. Recorreremos a outras referências quando assim julgarmos conveniente, reconhecendo, inclusive, que o investidor de maior importância para o mercado, seja o grande homem de negócios, seja o investidor institucional, tem relação bastante diferenciada com o conjunto de bens incluídos na elaboração do índice de custo de vida.

GRÁFICO 1

PLANEJAMENTO

GRÁFICO

CUSTO DE VIDA NA GUANABARA E PREÇOS POR ATACADO MÉDIA ANUAL



FONTE FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

M.P.—Setor de Desenho

QUADRO 2**CUSTO DE VIDA NA GUANABARA E PREÇOS POR ATACADO**

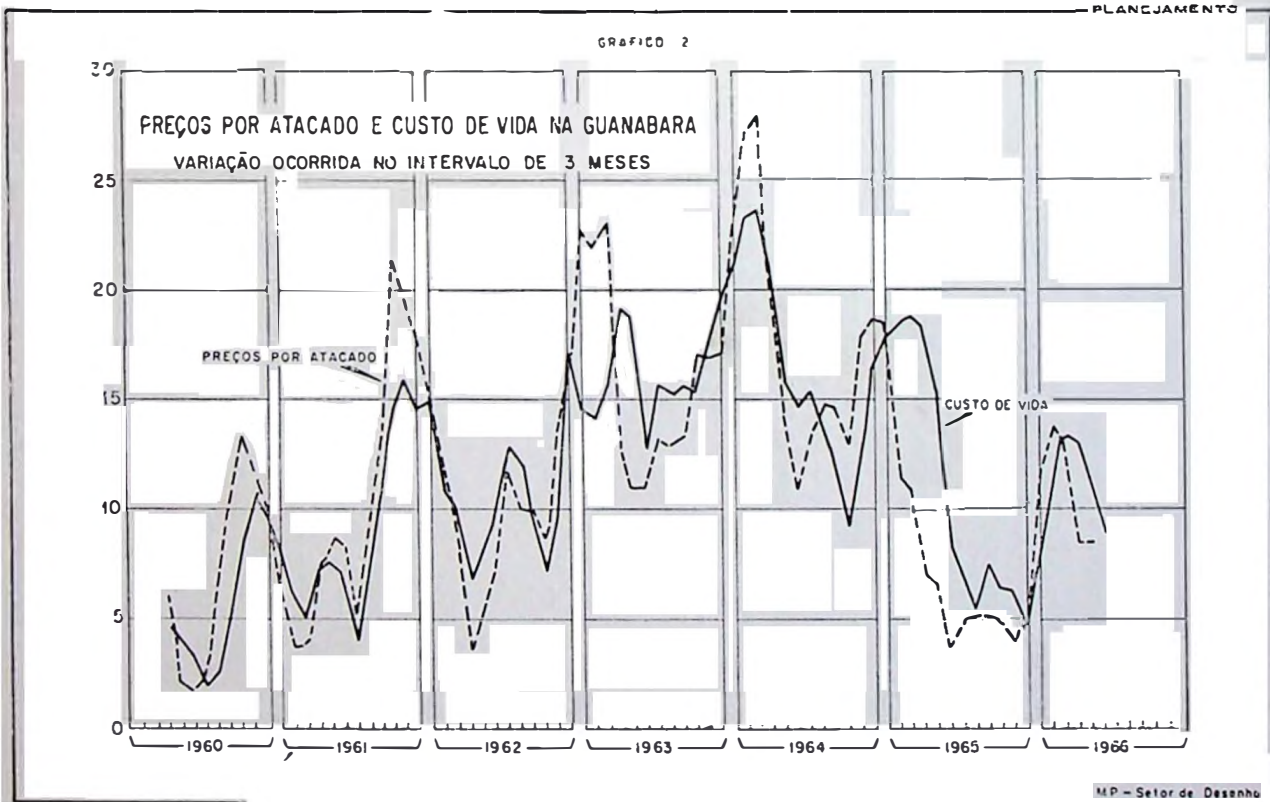
VARIÇÃO PERCENTUAL — DEZEMBRO A DEZEMBRO — 1953/1965

(1953 = 100)

A N O S	CUSTO DE VIDA NA G B	PREÇOS POR ATACADO
1953.		
1954	25,9	25,9
1955.	19,1	9,5
1956.	22,2	25,5
1957.	15,1	3,6
1958.	17,4	28,1
1959	51,7	36,1
1960.	25,8	32,9
1961	43,3	49,7
1962	55,2	50,3
1963	80,6	81,9
1964.	86,6	93,3
1965.	45,4	27,2

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

GRÁFICO 2



Dentro destas limitações, conhecendo-se a taxa de variação nos preços ocorrida no período considerado, pode-se chegar ao retórno (ou juros) real (i) de uma aplicação efetiva qualquer, a partir do rendimento nominal ou aparente e atribuído ao investimento (4). Sabe-se que com o nível estável de preços na vigência de uma taxa de retórno (ou juros) (i), a quantia inicial C irá se transformar em $C (1 + i)$ ao final do período; assim como, na ausência de retórno e na vigência de uma taxa de inflação ou deflação (d) a quantia inicial C equivalerá a $C (1 + d)$ no fim do período. Portanto, na vigência simultânea de retórno e de variação no nível dos preços, a quantia inicial C equivalerá a $C (1 + d)$ no fim do período. Portanto, na vigência simultânea de retórno e de variação no nível dos preços, a quantia inicial C equivalerá a $C (1 + i) (1 + d)$. Como a taxa nominal de retórno (e) do investimento é, por definição, a taxa de retórno real da aplicação influenciada pela variação no nível dos preços, temos que:

$$C (1 + e) = C (1 + i) (1 + d)$$

donde:

$$e = i + d + id, \text{ ou } i = \frac{e - d}{1 + d} \quad (I-2)$$

Admitindo-se que os preços dos bens e serviços em um dado momento são sempre positivos, tem-se que $d > -1$. Assim, teremos o denominador $(1 + d)$ da fração sempre positivo, quer se verifique elevação, estabilidade ou diminuição do nível dos preços no período considerado. Portanto, a simples inspeção do numerador da fórmula (I-2) nos informará a respeito do retórno real da aplicação, quanto ao seu resultado apresentar-se positivo, negativo ou nulo, conforme $(e - d)$ seja maior, menor ou igual a zero, respectivamente.

(4) Claude Machlino: Análise do Investimento e Inflação. Revista de Administração de Empresas — FGV-Vol. 6, nº 18, março de 1966.

Contudo, se o fluxo nominal de rendimentos é um elemento conhecido no momento de investir, a variação no nível dos preços permanece indefinida e de difícil precisão. De fato, à medida em que o processo inflacionário se acelera, as estimativas de sua evolução vão-se tornando mais precárias e chegam mesmo a ser imprevisíveis para prazos mais longos.

Esta imprevisibilidade do futuro nível dos preços imprime um alto grau de insegurança às decisões do investidor, que procura proteger-se da desvalorização da moeda, tentando desviar suas inversões para os setores em que julgue encontrar proteção para o valor real de seus ativos.

V. Investimentos Financeiros de Renda Fixa: As Formas Tradicionais

V.1 — Depósitos a Prazo Fixo ou de Aviso Prévio

Face às alternativas para a aplicação de fundos, os depósitos a prazo nos Bancos Comerciais e Caixas Econômicas se apresentaram com características bem pouco atraentes na época da inflação brasileira de pós-guerra. As taxas máximas de juros estipuladas pelas Autoridades Monetárias para esta forma de investimento financeiro tornaram-se cada vez menos realistas e, à medida em que o processo inflacionário se acelerou, um maior número de pessoas se foi alertando das desvantagens deste tipo de ativo.

O Quadro 3 nos mostra as taxas máximas de juros permitidas no País, em vigor nos diversos períodos. Percebe-se através dele a indiferença com que a elevação no nível dos preços foi tratada pelas autoridades, que invariavelmente tomaram a Lei de Usura como ponto de referência nas suas decisões. Comprova este fato o curto período do ano de 1954 em que as taxas máximas foram liberadas, entendendo-se que o mercado as fixaria tão alto quanto necessário, mas nunca acima dos 12% legais. Todavia, se os banqueiros engendraram métodos para evadir a Lei da Usura na fixação dos preços a que estariam dispostos a oferecer empréstimos, por certo que poderiam também conseguir formas de remunerar os depósitos acima do estipulado legalmente.

QUADRO 3

TAXAS DE JUROS BANCÁRIOS MÁXIMAS PERMITIDAS

PERÍODO	DEPÓSITOS À VISTA			DEPÓSITOS A PRAZO	
	S. LIMITE %	LIMITADOS %	POPULARES %	PRAZO FIXO %	AVISO PRÉVIO %
30-07-51 a 17-05-53	3,0	4,5	5,0	5,5	5,0
18-05-53 a 21-02-51	3,0	5,0	5,0	6,0	6,0
22-02-51 a 14-10-54	Livre	Livre	Livre	Livre	Livre
15-10-51 a 22-12-51	3,0	5,0	5,0	6,0	5,0
23-12-51 a 19-02-61	3,0	6,0	6,0	6,0	6,0
20-02-61 a 27-01-66	3,0	6,0	6,0	6,0	6,0
28-01-66	0	3,0	3,0	8,0	5,0

Notas: *Depósitos Limitados:* As taxas são as permitidas para os menores limites autorizados no período, para os quais as taxas eram superiores.

Depósitos Populares: *Prazo Fixo:* Taxas para depósitos de 12 meses.

Aviso Prévio: Taxas para aviso de 120 dias.

Fonte: Instruções e Circulares da SUMOC e Resoluções e Circulares do Banco Central.

De fato, enquanto os sistemas de desconto antecipado, conta vinculada e comissões extraordinárias foram amplamente difundidas nos Bancos Comerciais para a concessão de crédito aos clientes, as formas de elevar as taxas pagas aos depósitos não foram tão bem cuidadas. Embora alguns estabelecimentos tenham-se utilizado do pagamento de «juros por fora» e de outros expedientes de caráter semelhante, não nos parece que tais práticas se hajam convertido em normas de operação. Houve antes o interesse de os bancos alterarem a composição dos seus empréstimos, limitando gradativamente o prazo concedido para o resgate dos títulos. Passaram a operar praticamente em função dos depósitos à vista, na obtenção dos quais concentraram os seus esforços.

Valeram-se do conhecimento do fato de que o móvel básico dos depósitos à vista é o serviço que o banco possa prestar ao correntista, e não o rendimento oferecido pela conta. E se esta alternativa de maior dependência dos empréstimos às contas de movimento dos depositantes foi de início atraente aos bancos, tornou-se a única opção à medida em que cresceu o surto inflacionário. Em face do aumento da competição, o sistema bancário se foi estruturando conforme as novas condições e não mais poderia tentar a intermediação de fundos satisfazendo simultaneamente credores e devedores na base do rendimento e do custo real do dinheiro. Em

função da nova estrutura desenvolvida sob a influência das distorções inflacionárias, os bancos tiveram seus custos operacionais substancialmente elevados, o que os impediu de oferecerem remuneração adequada aos depósitos ao mesmo tempo em que oferecessem crédito a custos toleráveis pelos mutuários. A margem absorvida na intermediação foi constantemente aumentada, chegando a 4 e 5% ao mês. A uma taxa de até 86% de crescimento anual no nível dos preços como a de 1964, para que os depositantes pudessem auferir um rendimento real, haveria a necessidade de remunerá-los a uma taxa superior àquela. Daí a dificuldade dos depósitos oferecerem atrativos como aplicação a prazo: demandariam remuneração nominal de cerca de 7% ao mês, em alguns períodos e 3% ao mês, em épocas mais recentes, tão simplesmente para não produzirem resultados negativos. Somada a esta cifra a parcela de intermediação dos bancos, em média não inferior a 3% ao mês, vigorariam taxas de juros nominais da ordem de até 10% mensais, o que seria exorbitante do ponto de vista do tomador de empréstimos mesmo nos períodos de maior pressão inflacionária. Isto afastou dos bancos a idéia de absorverem grande volume de recursos a prazo, continuando a oferecer aos depositantes as taxas irrisórias legalmente instituídas. Uma análise do rendimento real máximo de depósitos a prazo fixo e o aviso prévio mostra o prejuízo efetivo daqueles que porventura tenham mantido reservas sob estas formas. O índice do custo de vida na GB, frente às taxas de juros máximos pagas pelos bancos aos depósitos a prazo fixo, dramatiza o fato de a remuneração dos bancos e Caixas Econômicas aos seus depositantes ter sido substancialmente insuficiente na década dos 60. Convertendo-se as diferenças nominais apresentadas ao rendimento real dos depósitos, chegamos ao quadro que se segue:

QUADRO 4

RENDIMENTO REAL MÉDIO MENSAL DOS DEPÓSITOS A PRAZO
MANTIDOS NOS BANCOS COMERCIAIS OU CAIXAS ECONÔMICAS
POR 6 MESES

DEPOSITADO EM:	1960	1961	1962	1953	1964	1965
Janeiro.....	— 0,60	— 1,30	— 2,45	— 4,25	— 4,42	— 3,18
Fevereiro.....	— 0,60	— 1,83	— 2,57	— 4,13	— 3,67	— 2,55
Março.....	— 0,98	— 2,23	— 2,37	— 3,50	— 3,33	— 2,00
Abril.....	— 1,15	— 2,25	— 2,48	— 3,82	— 3,08	— 1,65
Maió.....	— 1,57	— 2,88	— 3,80	— 4,02	— 3,27	— 1,37
Junho.....	— 1,90	— 3,18	— 3,33	— 4,27	— 3,57	— 1,40
Julho.....	— 2,02	— 3,67	— 2,70	— 4,38	— 3,38	— 1,73
Agosto.....	— 2,05	— 3,37	— 2,97	— 4,87	— 3,85	— 2,17
Setembro.....	— 1,78	— 3,08	— 4,05	— 5,08	— 4,33	— 2,20
Outubro.....	— 1,67	— 2,72	— 4,13	— 4,97	— 4,43	— 2,63
Novembro.....	— 1,65	— 2,40	— 4,02	— 4,70	— 1,13	— 2,80
Dezembro.....	— 1,42	— 2,43	— 3,52	— 4,62	— 3,38	— 2,85
MÉDIA JAN/DEZ.....	— 1,47	— 2,61	— 3,20	— 4,38	— 3,73	— 2,21

Fonte: Quadros 2 e 3

Conforme se pode observar, em período algum houve um rendimento positivo para o aplicador dos recursos, cujos prejuízos foram, em média, 1,47% ao mês em 1960, 2,61% em 1961, e 3,20% em 1962. Cresceram substancialmente no ano de 1963 atingindo a média de 4,38%, e voltaram a cifras menores, decrescentes, a partir de 1964. Seguiram obviamente movimento simétrico ao da inflação. (Gráfico 3).

O resultado destes constantes prejuízos causados aos depositantes a prazo dos bancos e Caixas Econômicas foi a fuga gradativa desta forma de aplicação pelos detentores de poupança. O Quadro 5 mostra a evolução na importância desta forma de depósito, dentro do sistema bancário brasileiro e o Gráfico 4 estabelece comparações internacionais.

QUADRO 5

RELAÇÃO PERCENTUAL DE DEPÓSITOS A PRAZO NO TOTAL DOS DEPÓSITOS

A N O S	SISTEMA BANCÁRIO (A)			CAIXAS ECONÔMICAS (B)			TOTAL (A + B)
	BANCOS COMERCIAIS	BANCO DO BRASIL	TOTAL	FEDERAL	ESTADUAL	TOTAL	
1951	24,5	4,1	17,6	5,0	2,4	4,8	16,0
1962	21,9	3,8	15,0	3,1	2,4	2,9	13,3
1963	19,9	4,2	13,8	3,7	2,0	3,4	12,6
1954	10,3	3,1	12,7	3,5	3,3	3,5	11,7
1955	16,2	2,1	10,3	6,1	4,0	5,4	9,8
1956	16,3	1,3	8,6	4,6	4,4	4,5	8,2
1957	12,1	1,4	6,6	4,5	4,8	4,0	7,3
1958	10,6	2,7	7,8	5,1	5,5	5,2	7,5
1959	8,7	2,2	6,5	5,5	5,8	5,6	6,5
1960	9,8	1,4	6,8	4,8	5,4	5,1	6,6
1961	6,3	0,8	5,0	2,8	4,7	3,6	4,9
1962	5,2	3,1	4,1	5,8	3,8	7,0	4,3
1963	5,0	2,0	4,0	5,7	3,0	4,8	4,0
1964	4,6	2,8	3,6	7,3	1,6	5,3	3,6
1965	4,0	0,6	1,0	12,9	1,3	9,8	2,1

Fonte: MENSÁRIO ESTATÍSTICO: SEEF.

GRÁFICO 3

RENDIMENTO REAL MENSAL DOS DEPÓSITOS A PRAZO MANTIDOS
NOS BANCOS COMERCIAIS OU CAIXAS ECONÔMICAS POR 6 MESES

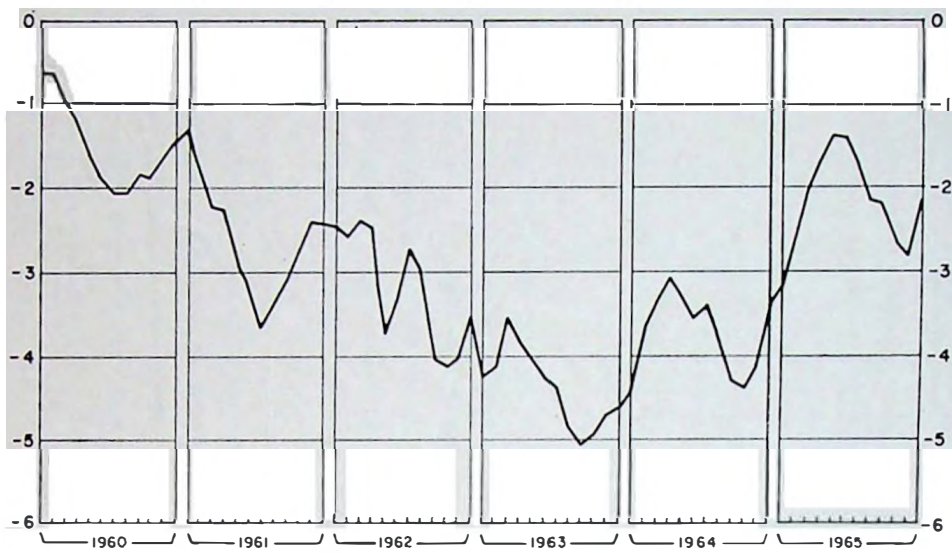
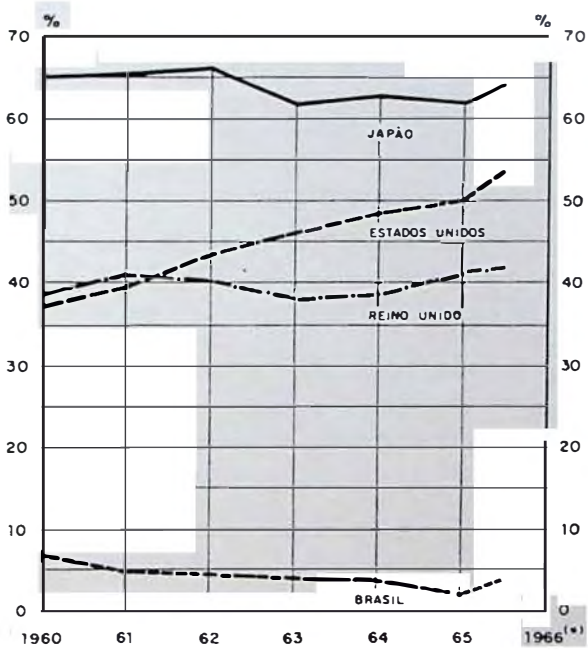


GRÁFICO 4

PERCENTAGEM DOS DEPÓSITOS A PRAZO NO TOTAL DOS DEPÓSITOS



(*) JUNHO

V.2 — Títulos da Dívida Pública

V.2.1 — O sentido econômico da dívida nacional mantida internamente

A maioria das pessoas encara a dívida como um revés, seja ela pública ou privada. E se, na verdade, a obtenção de empréstimos pelos particulares é muitas vezes racional e conveniente, a sua capacidade para contrair dívidas é limitada pelos seus ativos realizáveis e pelos prazos relativamente curtos para os resgates.

O Governo, por outro lado, como instituição permanente, pode manter por prazo indefinido determinado montante de dívida. Seus compromissos podem gozar de grande prestígio junto ao público, enquanto se mantiver resgatando prontamente seus títulos e pagando juros competitivos com as outras formas de investimentos. Portanto, uma vez adquirida a confiança de seus cidadãos, um país pode obter vantagens substanciais através da contratação usual e da existência contínua de dívida interna.

A capacidade de colocação de títulos da dívida governamental baseia-se, em última análise, no poder de tributação do Governo. Há duas situações em que a contratação de tributos às rendas futuras é desejável em benefício do presente. Uma, no caso de emergências nacionais, tais como guerra ou catástrofe, quando parece ser injusto ou impossível sobrecarregar uma geração com todo o ônus financeiro do evento. Outra, para países como o Brasil, que objetivam promover seu desenvolvimento econômico. Neste caso, é racional que os futuros pagadores de impostos compartilhem do ônus de grandes investimentos públicos, tais como siderúrgicas, estradas, hidrelétricas, etc. É claro que, se os benefícios futuros não forem tão grandes quanto o custo da dívida, o resultado, do ponto de vista econômico, é decepcionante: mas caso isto ocorra, será ocasionado pelo tipo de investimento financiado e não pelo fato de ter sido financiado por intermédio da dívida pública.

Da existência contínua da dívida se derivam importantes funções. A primeira é que, como já foi demonstrado, não há a necessidade de que uma nação venha a fazer uma «limpeza total» nas suas dívidas. Mesmo alguns dos países mais desenvolvidos

emitem obrigações de longa duração, como no caso os títulos perpétuos da dívida pública inglesa. Um sólido sistema de tributação permite o pagamento de juros e reembolsos de capital quando devidos; a esse respeito os países em vias de desenvolvimento se acham em boa situação, desde que contam geralmente com pequeno montante de dívida pública internamente mantida. Este vem sendo o caso do Brasil.

A segunda é que uma vez que o público se tenha convencido dos propósitos do Governo em não deixar de pagar juros ou principal, um grande volume de dívida pública mantida por pessoas e firmas permite o uso das operações de «open market», a mais rápida e poderosa arma de controle monetário das nações financeiramente desenvolvidas. A venda de títulos retira dinheiro de circulação e a compra coloca; estes resultados não dependem diretamente da sensibilidade do público em relação às variações na taxa de juros, como ocorreria no caso de mudanças na taxa de desconto nos bancos centrais ou da dívida que o sistema bancário tem com o Banco Central, ou do seu desejo de obter empréstimos. A operação de «open market» deixa a iniciativa para a Autoridade Monetária, limitando efetivamente o montante dos meios de pagamento, o que não é amplamente conseguido através do sistema das reservas compulsórias. Conclui-se, portanto, a importância da operação de «open market» no que diz respeito ao controle dos altos e baixos da atividade econômica. É um instrumento flexível e poderoso, sendo seu impacto difundido na economia. Mas só pode funcionar satisfatoriamente se os títulos do Governo forem mantidos em larga escala pelas pessoas e firmas em toda a economia.

Uma terceira e última função econômica da dívida pública mantida internamente é a do seu papel como ativo. Uma vez que o receio de os títulos não serem pagos prontamente for superado, os preços destes títulos do Governo sobem ou descem somente quando a taxa de juros do mercado estiver respectivamente abaixo ou acima da taxa estabelecida nas obrigações. Desde que não exista o risco de que não sejam pagas, elas podem ser consideradas «garantidas»; e as variações de seu valor por causa das relações de juros são geralmente tão pequenas que não chegam a afetar signifi-

ficativamente a idéia de serem «garantidas». Com efeito, um título garantido não é injustamente considerado como a pedra fundamental de um mercado de capitais. É um elemento essencial das carteiras bem equilibradas, dos fundos de crédito, dos ativos de companhias de seguros e das reservas secundárias dos bancos. Entretanto, o que é ainda mais significativo para a economia como um todo é que títulos desta natureza aumentam a motivação à poupança e ao investimento, oferecendo um elemento novo de segurança aos «portfolios». Um grande número de pequenos poupadores não pouparia sem uma incorporação definitivamente segura de sua acumulação, como aquela oferecida pelos títulos «garantidos» do Governo. Além do mais, os prazos de vencimentos do débito, variando de um dia ou um mês até mesmo a perpetuidade, podem-se ajustar a toda forma de procura do mercado. Esta diversidade de oferta parece ter influência no sentido de aumentar o interesse dos inversores potenciais, fazendo aumentar o total das poupanças. Desta forma, os fundos angariados pelo setor público são maiores que a redução da disponibilidade ao setor privado da economia, e os empréstimos obtidos fornecem recursos não inflacionários ao Governo.

V.2.2 — A experiência brasileira do pós-guerra

Nenhuma das funções da dívida pública descritas na seção anterior foi desenvolvida a contento no Brasil. A associação da inflação, corroendo principal e juros durante a maturação da dívida, com os hábitos de mau pagador do Governo, que fez tradição em não resgatar devidamente suas obrigações, impediu que houvesse progresso neste importante ramo do mercado de capitais. Pelas formas evasivas dadas pelo Governo aos seus compromissos financeiros, tornou-se difícil a própria avaliação do rendimento real oferecido pelos seus títulos, sujeitos a uma série de limitações. Em primeiro lugar o mecanismo de colocação e resgate dos títulos apresenta dificuldades. Na maioria dos casos, uma vez subscritos, nunca foram resgatados, mas sempre substituídos compulsoriamente, por outros, com características semelhantes quanto ao prazo, juros e mesmo forma de resgate. Nestas condições, torna-se de certa

forma arbitrária a seleção de uma modalidade de obrigações para que se possa medir o seu rendimento. Sem o perfeito conhecimento factual, fica-se impossibilitado mesmo de afirmar que o detentor do papel pudesse receber a quantia estipulada no vencimento previsto para o título. Mas procedemos a análise das Obrigações de Guerra, talvez os únicos títulos de subscrição substancial e voluntária lançados até 1964, e das quais temos informações aceitáveis.

Com o objetivo de financiar o esforço bélico, as Obrigações de Guerra foram lançadas em 1942. Rendiam juros de 6% ao ano, o prazo de resgate era de 15 anos e a subscrição era de dois tipos: compulsória e voluntária, tendo sido subscritas sob a última forma Cr\$ 275 milhões (5) no período de 1 ano, o que representava, em 1942, cerca de 0,5% do PIB (6).

Em 1956, a Lei 2.977 procedeu a reestruturação da dívida interna, classificando os valores existentes em quatro categorias. As Obrigações de Guerra, tanto as voluntárias quanto as compulsórias, foram englobadas no grau III. Com isto, não houve alteração na taxa de juros que elas rendiam, mas foram fixadas novas bases para o pagamento do principal aos tomadores dos títulos. O resgate da dívida seria feito não mais na ocasião do vencimento dos títulos mas em um prazo superior a 15 anos, em idênticas parcelas anuais. Novas modificações foram ainda introduzidas pela Lei nº 4.069, de junho de 1962, que autorizou o poder executivo a lançar os títulos de Recuperação Financeira. Todas as obrigações anteriormente emitidas pelo Governo foram então unificadas sob aquela denominação, sendo os juros da dívida geral fixados em 7% ao ano. Novamente a Lei alterou a amortização dos papéis de dívida do Governo em poder do público, estabelecendo que os títulos da Recuperação Financeira fôssem pagos em 20 prestações anuais de igual valor, a partir dos respectivos vencimentos.

Como consequência destes fatos, o detentor das Obrigações de Guerra do Governo Federal teria em mãos um título que além de

(5) GLADSTONE RODRIGUES FLORES — «Dívida Pública Interna Federal Fundada», sua Origem e Desenvolvimento. Ed. Financeira S/A. — Rio, 1959, pg. 113.

(6) ALEXANDRE KAPKA — Renda Nacional. Formação de Capitais e Mercados Financeiros no Brasil. Separata da Revista de Ciências Econômicas — Ano XI, julho-set. 1949.

apresentar rendimento real negativo era de liquidez bastante duvidosa. O Quadro 6 mostra uma estimativa do rendimento real mensal de um investidor que detivesse Obrigações Voluntárias do Tesouro por prazos de 6 meses, escolhidos arbitrariamente.

QUADRO 6
ESTIMATIVA DOS RENDIMENTOS REAIS MÉDIOS MENSIS DAS OBRIGAÇÕES DO TESOURO, COMPRADAS EM

M E S E S	1962	1963	1964
Janeiro ..	2,40	4,20	4,34
Fevereiro..	2,52	4,07	5,61
Março...	2,29	5,44	5,28
Abril....	2,42	5,77	5,01
Maió ..	2,66	5,96	5,20
Junho ..	3,26	4,21	5,49
Julho ..	2,65	4,55	5,32
Agosto ..	2,90	4,82	5,77
Setembro..	3,89	5,02	4,26
Outubro ..	4,07	4,93	4,36
Novembro	5,97	4,65	4,08
Dezembro.	3,44	4,55	5,33

Como se pode observar, a diferença entre a taxa de juros fixada para o rendimento dos títulos e a taxa de incremento nos preços causou prejuízo substancial aos detentores das Obrigações. Este prejuízo aumentou com o incremento do processo inflacionário, resultando no óbvio descrédito da Dívida Pública no Brasil que, se resgatada, impunha uma multa e não uma compensação ao prestador. Daí a limitação do Governo em emitir somente títulos de subscrição compulsória evitando a confirmação desnecessária da falta de mercado para o títulos emitidos em sua forma tradicional.

V.3 — Debêntures

As debêntures, títulos de renda fixa emitidos pelas empresas, têm sido pouco utilizadas no Brasil como forma de financiamento. O longo período de inflação atravessado pelo País foi introduzindo peculiaridades ao sistema financeiro que só em diminuta parcela concede empréstimos a prazos maiores que 120 dias.

De fato, as debêntures, conquanto não hajam caído no descrédito pela falta de um pagamento pontual pelas firmas emitentes, não mereceram a preferência do público em vista dos prazos e dos rendimentos oferecidos. Sob a influência das mesmas limitações da Lei de Usura já discutidos por nós, estes títulos vinham assegurando juros anuais de 6 a 12%. A inflação, como nos casos anteriores dos depósitos a prazo em bancos comerciais e dos títulos da dívida pública, incumbiu-se de transformar tais retornos em cifras de rendimentos negativos colocando em evidência os inconvenientes desta forma de aplicação para os inversores.

O Quadro 7 mostra o montante de debêntures emitidos pelas empresas no período 1956-1965 e a sua relação com o Produto Interno Bruto.

QUADRO 7
DEBÊNTURES EMITIDAS PELAS SOCIEDADES ANÔNIMAS 1956-1965

ANOS	EMIÇÃO DE DEBÊNTURES EM BILHÕES DE CRUZEIROS	EM PORCENTAGENS DO PIB
1956..	0,29	0,05
1957	0,11	0,01
1958	0,54	0,04
1959..	0,88	0,05
1960	1,20	0,05
1961..	0,60	0,01
1962	2,4	0,04
1963..	2,2	0,02
1964	11,0	0,06
1965.	51,6	0,11

Fonte: Conjuntura Econômica, FGV (vários números)

Constata-se, primeiramente, a relativa insignificância deste instrumento de crédito de financiamento do setor privado, que, durante todo o período analisado, só por duas vezes fez emissão de debêntures em volume superior a 0,4% do PIB. Tal procedimento, aliás, pode ser observado na maioria dos países latino-americanos, que, apesar de contarem com um mercado bem modesto para valores, os títulos de renda fixa emitidos pelas empresas privadas representam parcelas diminutas do total dos papéis em circulação. O Quadro 8 mostra que só em quatro países considerados em 1963 o volume de debêntures chegava a 20% do total dos valores de renda fixa emitidos dentro de todo o sistema financeiro.

Eram esses Chile, México, Peru e Venezuela; em Costa Rica, Colômbia e Equador, a sua participação era de 6%, 2% e 1%, respectivamente.

QUADRO 8
CIRCULAÇÃO VOLUME DE VALORES DE RENDA FIXA
DEZEMBRO DE 1963

(Em percentagem no Total)

SETOR PRIVADO			SETOR PÚBLICO		
GRUPO DE PAÍSES	CIRCULAÇÃO	VOLUME	GRUPO DE PAÍSES	CIRCULAÇÃO	VOLUME
GRUPO I			GRUPO I		
Compreende: Chile, Guatemala, Panamá, Equador, Nicarágua e Uruguai...	95,7	60,78	Compreende: Bolívia, El Salvador	74,50	78,40
GRUPO II			GRUPO II		
Compreende: Costa Rica, Colômbia e Honduras.	88,90	42,20	Compreende: México, Venezuela, Colômbia, Peru e Chile	27,76	69,66
GRUPO III			GRUPO III		
Compreende: El Salvador, Venezuela, Bolívia, México e Peru...	52,76	15,92	Compreende: Costa Rica, Nicarágua, Equador, Panamá e Guatemala.	1,66	32,72
Argentina.	(*) 100,0	88,3	Honduras.	—	61,0
Paraguai.	100,0	(n.d.)	Uruguai...	—	49,4
Brasil.	(n.d.)	(n.d.)	Argentina.	(n.d.)	11,7
			Paraguai.	0,0	(n.d.)
			Brasil.	(n.d.)	(n.d.)

(*) Não inclui a circulação pela emissão de valores do Setor Privado

Nota: A cifra correspondente a cada Grupo se refere à sua média aritmética.

(n.d.) Não disponível.

No grande número de casos, os recursos captados com a colocação de títulos de renda fixa junto ao público são destinados aos investimentos; só algumas vezes, passam a tornar o capital de giro necessário à vida das empresas. Contudo, dado à escassez dos recursos assim conseguidos, as firmas para operarem e se expandirem utilizam as suas próprias reservas e lançam mão do capital de terceiros, quase que exclusivamente, através do crédito bancário. Diga-se de passagem que, no Brasil, mesmo o crédito bancário é

concedido de forma bastante diferenciada daquela vigente nos outros países do mundo e tem como base, não propriamente a relação do empresário com o seu banco mas a capacidade da firma em gerar títulos representativos de vendas, as duplicatas. Esta forma de operar do nosso sistema financeiro, segundo a qual as firmas são levadas à necessidade de emissão contínua de documentos de venda para o desconto bancário, gera certas distorções de financiamento que merecem ser discutidas e serão objeto do Capítulo IX.

O segundo aspecto que mostra o Quadro 7 é que a emissão de debêntures cresce nos últimos anos da série, chegando a duplicar de 1964 para 1965. Este fato tem a sua origem, em grande parte, na forma do deságio, método que analisaremos em seguida, introduzida na negociação das debêntures que puderam então oferecer maior rentabilidade aos seus tomadores.

O rendimento real auferido pelo comprador de tais títulos colocados no mercado com deságio é, contudo, de difícil aferição em virtude da escassez das informações disponíveis quanto a estas transações. Estima-se, porém, que os juros nominais das debêntures, somados aos deságios concedidos, não hajam sido suficientemente elevados para compensar ao investidor o desgaste sofrido pelo poder de compra da moeda durante o período de maturação dos títulos, embora bastante mais razoáveis que a rentabilidade das debêntures em sua forma tradicional.

VI. Deságio e Correção Monetária: Tentativas Para Eliminar a Influência da Inflação Sobre os Rendimentos

Nas épocas de inflação, as taxas de juros que vigoram no mercado compõem-se de duas parcelas. Uma, quantitativamente menos importante e que mais importante tende a se tornar com a involução do processo inflacionário: é baseada no conceito tradicional de juros, ou seja, na recompensa pelo retardamento na utilização do poder de compra, acrescida de um prêmio pelo risco ocorrido da não devolução do montante ao final do prazo estabelecido. Outra, destinada à manutenção do poder de compra do montante emprestado na vigência da transação. Esta parcela é quantitativamente mais importante na composição dos juros de mercado em período de inflação acentuada e deve ser tanto maior quanto mais rápida a elevação dos preços, tendendo a ser eliminada uma vez cessado o surto inflacionário.

De fato, em um regime de estabilidade de preços, a taxa de juros de mercado deverá ser composta simplesmente pela primeira parcela acima indicada. O nível em que esta taxa se estabelece é o da eficiência marginal dos investimentos, variando, na maioria

dos países, de acôrdo com o prazo e risco de operação entre 6 e 12% ao ano.

Quanto ao ajuste pela desvalorização da moeda em relação aos bens e serviços da economia, pode ser considerado antes ou depois de ocorrida a variação nos preços, ou seja, no momento da concessão do empréstimo ou na época de seu resgate. Ambas as formas existem no mercado brasileiro, sendo a do deságio, cujo reajuste é estipulado *a priori*, a mais difundida e a da correção monetária, cujo reajuste é estipulado *a posteriori*, a que só mais recentemente vem-se introduzindo.

Quando existe uma diferença entre o valor nominal de um título e o preço pelo qual é negociado, diz-se que há um «deságio» no preço, quando esta diferença é para menos, e que há um «prêmio» ou «ágio» quando é para mais. Estas variações ocorrem em ambos os sentidos nos países que vivem em plena estabilidade monetária quando, por razões nem sempre identificáveis, se manifesta uma tendência de alteração nas taxas de juros de mercado, durante o intervalo de tempo que separa a autorização de emissão dos títulos e a sua colocação efetiva junto ao público. Assim, a discrepância entre o valor nominal e o preço de venda do título tem por finalidade ajustar o fluxo de rendimentos previstos do título aos demais que circulam, em condições semelhantes de risco e maturidade. Não se constitui uma parte diferenciada de remuneração ao capital, sendo totalmente incorporada aos juros em sua concepção tradicional. Substitui perfeitamente naquele caso uma alteração contratual do rendimento do título que fôsse transacionado a preço igual ao seu valor nominal.

No Brasil, todavia, o sistema do deságio tem funcionado com características peculiares. Porque a Lei de Usura, estabelecida sob o clima ameno dos preços em modesta ascensão, despreza a parcela dos juros nominais mais importantes no período inflacionário, foi necessária uma providência no sentido de eliminar a barreira imposta ao reajuste do poder de compra do capital emprestado. Com esta finalidade, passou a ser utilizado o deságio, que, ao invés de acrescentar um pequeno desvio à taxa de juros já estipulada, passou a representar a própria taxa de mercado, incluindo as duas parcelas de juros discutidas anteriormente. Dado o papel prepon-

derante do ajuste do poder de compra do empréstimo no final da transação, o deságio passou a ser função direta da estimativa da variação no nível dos preços durante o período considerado para a maturação da dívida.

Tal estimativa, pelas leis psicológicas que regem as observações dos agentes econômicos, foram invariavelmente otimistas no período de inflação crescente, do ponto de vista do aplicador de fundos, que se viu recebendo, na ocasião do resgate, persistentemente menos do que emprestara. As previsões quanto à elevação dos preços foram sempre ultrapassadas desde que os investidores assumiam para o futuro uma continuação da situação então vigente, ao invés de um comportamento extrapolado da tendência cumulativa passada.

A correção monetária, por outro lado, é o ajustamento do poder de compra da moeda emprestada, depois de conhecido o montante da desvalorização ocorrida no período. Baseia-se numa observação empírica da variação no nível dos preços, através dos índices divulgados periodicamente pelos órgãos especializados. Obtidas tais informações, uma simples regra de três se encarrega de proceder ao ajustamento necessário para que mutuantes e mutuários mantenham exatamente as mesmas posições relativas à dívida e ao crédito. Evita-se o «prejuízo dos credores em favor dos devedores», eliminando-se, ao mesmo tempo, a inclinação nítida de nos períodos de espiral inflacionária (crescente ou decrescente) se considerar o comportamento dos preços futuros como o ocorrido no passado recente e não como uma extrapolação das expectativas quanto ao comportamento futuro do nível dos preços, fundamentando os reajustes em observações empíricas e conferindo, conseqüentemente, maior exatidão ao mecanismo do ajustamento.

Basta que se analise o resultado das aplicações em títulos corrigidos pelos dois sistemas isoladamente, para que a conveniência apontada se apresente. Enquanto que nas Obrigações Reajustáveis do Tesouro houve a manutenção do poder de compra do montante emprestado por um período de 1 ano, a partir de outubro de 1965, e ainda o pagamento efetivo de juros de quase $1/4$ de 1%, nas letras de câmbio, negociadas com deságio, houve no mesmo período

um prejuízo líquido do prestador que ao maturar a letra se viu com o principal deduzido em $\frac{3}{4}$ de 1%, conforme mostra o Quadro 9, ajustado pelo índice do custo de vida na GB.

QUADRO 9
RENDIMENTO DOS TÍTULOS COM DESÁGIO (1) E COM CORREÇÃO
MONETÁRIA (2)

SETEMBRO 65 — OUTUBRO 66

PRAZO	RENDIMENTO NOMINAL		RENDIMENTO REAL	
	DESÁGIO	CORREÇÃO MONETÁRIA + JUROS	DESÁGIO	CORREÇÃO MONETÁRIA + JUROS
12 meses.	+ 2,66	+ 3,67	- 0,75	+ 0,25

Fonte: Banco Central — Gerência da Dívida Pública
Bolsa de Valores

- (1) Letras de câmbio das Soc. de Crédito, Financ. e Investimento
(2) Obrigações Renunciáveis do Tesouro Nacional.

Mas embora haja a constatação da conveniência do método da correção monetária, alguns aspectos tornam difícil o seu uso generalizado. O de maior importância, a nosso ver, é o caso da corrente de crédito que se estabelece entre o consumidor final dos bens e serviços e os vários agentes que propiciam o suprimento daqueles bens e serviços aos beneficiários. Para que não se criasse o problema da desigualdade no tratamento dos recebimentos e pagamentos de cada agente econômico operando na economia, haveria a necessidade de que todos os documentos creditícios envolvidos na corrente fossem um bem, contratar um serviço ou alguma dívida sem o conhecimento prévio do total a ser pago, em moeda, quando no vencimento das prestações ou no resgate final do título. Preferem, e justificam esta preferência com base na necessidade da previsão dos desembolsos e recebimentos, conhecer o montante que irão despendar, a saber que em poder de compra, moeda constante, pagarão ou receberão exatamente o contratado.

Esta indisposição por parte daqueles que compram ou fazem dívidas, pessoas e firmas, fez surgir uma terceira forma de reajuste e que é o meio termo entre as duas formas já descritas, e que tomou

o nome de correção monetária pré-fixada. Baseia-se na observação empírica da variação no nível dos preços, ocorrida em determinado período e que será utilizada como índice para o reajustamento dos valores nominais das contratações, desde que tal índice não seja superior à variação máxima esperada para o nível dos preços no momento em que se estabeleceu a dívida. Assim, ao firmar-se o crédito, acorda-se que haverá a correção monetária do principal e o pagamento dos juros sobre o total reajustado, mas que a correção a ser concedida não poderá exceder a tantos por cento em determinado período.

Desta forma, incluiu-se no mecanismo da correção monetária a influência das expectativas. Contudo, havendo a tendência, por nós descrita anteriormente, de os agentes econômicos assumirem que as taxas de inflação são mais ou menos constantes através dos períodos, os tetos fixados para as aplicações da correção monetária, nas épocas em que se consegue a desinflação, tornam-se bastante generosos e são dificilmente atingidos. De fato, tal ocorrência reduz este sistema misto da correção monetária pré-fixada ao método da correção monetária pura, pois o índice da variação no nível dos preços passa a ser integralmente utilizado no ajustamento dos contratos. Pelo contrário, havendo um aumento no nível dos preços superiores ao esperado, como tão comumente vinha acontecendo nos períodos que antecederam março de 1964, a forma associada na correção prefixada se transforma no sistema do deságio, onde os ajustamentos dependem das expectativas vigentes na época das contratações.

Em última análise, o método da correção monetária prefixada com teto máximo, como a chamam alguns, transfere para o empregador o risco de um insucesso na política de combate à inflação, mas oferece a ambas as partes que negociam sob esta cláusula uma desejável previsão dos desembolsos e recebimentos a serem efetuados.

VII. Opções do Investidor Originadas no Deságio

VII.1 — Letras de Câmbio

De uma maneira geral, 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. O problema do crédito a médio prazo foi parcialmente solucionado pelas Sociedades de Crédito e Financiamento cujo aparecimento e expansão estão intimamente ligados à conjugação do processo inflacionário e às restrições impostas ao mercado de crédito pela Lei de Usura.

Data de 1946 o primeiro registro de uma Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento em nosso País. Seguiram-se algumas poucas no decênio seguinte, com 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 tiveram crescimento e chegaram a ocupar, no Brasil, lugar de alguma relevância como intermediários financeiros (7). Com efeito, a expansão industrial de fins dos anos 50 e a necessidade das vendas

(7) SIMONSEN, M.H. «A Experiência Inflacionária no Brasil». IPES, GB. — pg. 58.

a prestação para um concomitante aumento de demanda dos bens produzidos, fêz 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 mencionados, não contavam com recursos financeiros suficientes para transações, abrangendo um período superior a 90-120 dias, foi 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. Sua localização ocorreu nos principais centros industriais, cidade de São Paulo (43,5%) e Guanabara (30,6%).

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 da sociedade 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 na área de crédito e financiamento atingiram um volume maior através dos dois sistemas adotados para as transações das Sociedades de Crédito e Financiamento: o dos Fundos de Participação, mais utilizados a princípio e que cederam lugar quase que totalmente ao das letras de câmbio, conforme mostra o quadro a seguir.

QUADRO 10
COMPANHIAS DE CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO

SALDOS EM FIM DO PERÍODO

(Em milhões de cruzeiros)

A N O S	ACEITES CAMBIAIS	FUNDOS DE PARTICIPAÇÃO	TOTAL
59	981	308	1.289
50	6.171	913	7.084
51	11.643	1.400	13.043
52	44.128	3.802	47.930
53	74.424	7.008	81.432
54	230.063	7.619	237.682
55	695.0		612.000
56(*)			854.000

Fonte: Diagnóstico da Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais no Brasil
— EPEA — Ministério do Planejamento e ADECIF
(*) Até outubro 66

O sistema das letras de câmbio consiste em uma troca de duplicatas emitidas pelo mutuário que fez uma transação real com cruzeiros 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 bolsas de valores. A alta negociabilidade vem do fato de que aqueles que adquiriam nas bolsas o faziam com um deságio grande, que embora não chegasse a representar uma taxa de juros real positiva nas épocas de inflação que o Brasil atravessava, ao menos superava taxas praticadas 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 seguiram no mercado valendo-se do sistema dos deságios.

Desta forma, passou a existir um mercado de crédito a médio prazo que não poderia existir dentro dos moldes rígidos em que operam os bancos comerciais. As taxas de juros, representadas pelos deságios, puderam oscilar em função das forças de mercado e nunca atingiram níveis compatíveis com uma remuneração real positiva para os emprestadores, 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.

Sem dúvida nenhuma, o sistema das letras de câmbio se constituiu em um engenhoso mecanismo destinado a contornar os obstáculos legais que determinavam o congelamento da taxa de juros. Em termos relativos, a grande aceitação deste título pode ser comprovada no Quadro 11, onde se mostra a participação percentual dos mais importantes papéis na quantidade total de títulos da dívida privada, transacionados na Bolsa de Valores de São Paulo:

QUADRO 11
QUANTIDADE DE TÍTULOS PRIVADOS NEGOCIADOS NA BÓLSA DE
VALORES EM SÃO PAULO — 1960-1965

PERCENTAGEM DOS TOTAIS

NATUREZA DOS TÍTULOS	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Ações.....	92,1	2,8	2,4	2,5	0,9	1,4
Direitos.....	6,7	0,4	0,4	0,5	0,1	0,1
Debêntures.....	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Letras do Banco do Brasil.....		53,8	27,1	11,6	59,0	26,4
Letras de câmbio.....	0,0	39,6	70,1	85,4	39,9	71,8
Letras de exportação.....		3,4	0,0			
Partes beneficiárias.....	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Departamento de Pesquisas Econômicas e Financeiras da Bolsa Oficial de Valores de S. Paulo

Os dados acima salientam a indiscutível predominância das letras de câmbio no mercado de valores mobiliários. Só em 1963, elas representaram 85,4 da quantidade total de títulos particulares negociados naquele mercado. Visto do ângulo das companhias financeiras, nota-se o mesmo fenômeno expansionista representado pelo grande crescimento do número de intermediários financeiros

que passaram a operar com letras de câmbio. De fato, ainda com dados para a Bôlsa de Valores de São Paulo, o número de Cias. de Crédito, Financiamento e Investimento que operavam com letras de câmbio subiu de 3 em 1960 para 39 em 1965 (significando um crescimento percentual médio de 200% por ano).

Como fonte de financiamento ao Setor Privado, nota-se uma utilização crescente das letras de câmbio como veículos de canalização de poupanças voluntárias para o provimento de crédito a médio prazo. No entanto, êste total representa parcela relativamente diminuta, se o compararmos, por exemplo, ao volume dos empréstimos do sistema bancário ao setor privado. Isto é feito no quadro abaixo, para o período 1960-1966.

QUADRO 12
EM BILHÕES DE CRUZEIROS DE 1953 (*)

ANOS	TOTAL DOS EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS AO SETOR PRIVADO — (A)	ACEITES CAMBIAIS (B)	$\left(\frac{B}{A}\right)$, EM PERCENTAGEM
1960.....	122,6	1,33	1,1
1961.....	112,9	1,68	1,5
1962.....	121,0	4,25	3,5
1963.....	104,9	4,01	3,8
1964.....	96,1	6,30	6,6
1965.....	119,0	15,00	12,6
1966..			

Fonte: EPEA — Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais e Adecif.
(*) A e B deflacionados pelo índice de preços por atacado

Deve-se contudo salientar o fato de que as letras de câmbio e os empréstimos bancários atuam em faixas diferentes do mercado de capitais. Dêste ponto de vista, as cifras acima não são estritamente comparáveis, a não ser como indicadores de parte do montante de crédito disponível para o financiamento das empresas.

Outra observação a ser inserida no quadro acima, diz respeito ao contínuo crescimento dos aceites cambiais ao lado de oscilações anuais e mesmo decréscimo no volume de empréstimos ao setor privado, em termos reais. Na continuação desta tendência havia implicações macroeconômicas de considerável relevância, sendo resultado de modificações básicas na estrutura do sistema produtivo. De fato o crescimento dos intermediários financeiros refletiu a necessidade de a economia prover financiamento a médio prazo para

as indústrias de bens duráveis de consumo e para as indústrias de bens de capital, se o crescimento destes intermediários financeiros acompanhou a diversificação da economia e, por outro lado, este mesmo processo introduziu aspectos importantes na formulação e execução da política monetária.

VII. 1.1 — Rentabilidade

A rentabilidade das letras de câmbio será aqui considerada do ponto de vista do aplicador de recursos financeiros, isto é, consideraremos o deságio aplicado àqueles títulos como a remuneração do capital investido. Para o mutuante, o deságio equivale a uma taxa de juros implícita destinada a remunerar adequadamente a utilização do capital. Corresponde, pois, a uma taxa nominal de juros e seu crescimento paralelamente à aceleração das pressões inflacionárias é uma consequência necessária do processo de ajustamento do mercado creditício à inflação.

Apresentaremos a seguir os resultados do cálculo do rendimento real das letras de câmbio emitidas no período 1960-1965. Uma explicação sobre os dados que foram utilizados nesta análise se faz necessária. Foram utilizadas as informações fornecidas pela Bolsa de Valores de São Paulo. Constam da série de rendimentos anuais das letras de câmbio de companhias financeiras com prazo de maturidade de 360 dias. Devido ao grande crescimento do número de companhias operando com aceites cambiais ao período em foco e devido à ausência de informações a respeito do volume de títulos transacionados por companhia em particular, procurou-se normalizar os dados sobre o deságio em relação ao tempo e não em relação a cada companhia individualmente. Assim, calculou-se a média aritmética dos rendimentos dos títulos de várias companhias emitidos ao mesmo período e tomou-se esta média como representativa dos rendimentos anuais das letras de câmbio com 1 ano de prazo de resgate. A alternativa a este procedimento seria apresentar a evolução do deságio das letras aceitas por uma companhia financeira considerada típica e tomar esta série como representativa de todas as transações no mercado. No entanto, o problema de conceituação sobre o que se denominaria típico no presente caso

(além do fato já mencionado da ausência de dados sobre o volume de operações de cada intermediário financeiro) torna esta abordagem menos viável em vista das informações disponíveis.

Ainda a ausência de continuidade nos dados obrigou-nos a tomar a média móvel trimestral das médias mensais dos deságios, a fim de mostrar uma série mais ou menos contínua que se prestasse à análise estatística. Como o emprêgo deste artifício ainda não foi capaz de suprir todos os dados necessários, algumas observações foram obtidas através de ajustamento gráfico. No Apêndice-1, apresentamos esta série de rendimentos anuais médios das letras de câmbio ajustada através de uma média móvel trimestral.

Esta série de deságio em termos nominais foi comparada ao incremento no índice geral de preços por atacado ocorrido no período de 360 dias entre a emissão e o resgate do título. Com isto, obteve-se a série de rendimentos reais das letras de câmbio para o período, indo de setembro de 1960 a dezembro de 1965. Pode-se ainda obter a série de rendimentos médios mensais a partir daqueles dados. No Quadro 14, apresentamos as séries para os rendimentos anuais, em termos nominais.

A série de rendimentos reais mensais é apresentada no quadro 13. O Gráfico 4 mostra a série de rendimentos reais, por mês (escala à esquerda) e a série de rendimentos nominais (escala do lado direito).

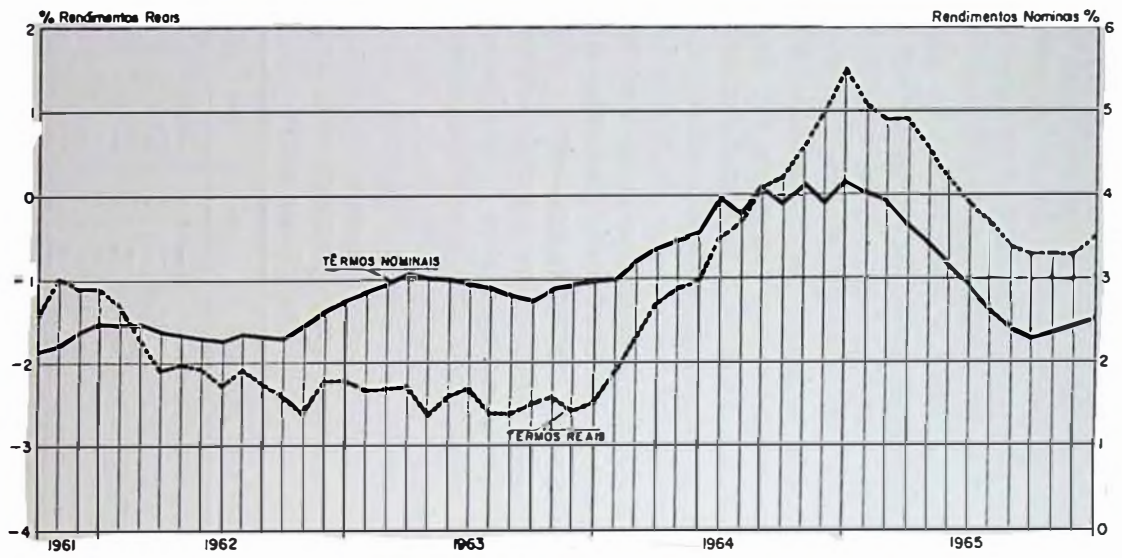
QUADRO 13
RENDIMENTO MENSAL MÉDIO DAS LETRAS DE CÂMBIO
EM TERMOS REAIS

EMITIDAS EM	1961	1962	1963	1964	1965
Janeiro.....	—	1,34	2,32	2,09	1,09
Fevereiro.....	—	1,65	2,28	1,66	0,92
Março.....	—	2,09	2,31	1,34	0,91
Abril.....	—	2,03	2,55	1,05	0,53
Maió.....	—	2,05	2,43	0,96	0,18
Junho.....	—	2,28	2,34	0,46	0,05
Julho.....	—	2,12	2,59	0,29	0,33
Agosto.....	—	2,22	2,60	0,07	0,55
Setembro.....	1,44	2,42	2,53	0,17	0,71
Outubro.....	0,98	2,56	2,38	0,59	0,74
Novembro.....	1,09	2,22	2,58	1,01	0,68
Dezembro.....	1,12	2,24	2,49	1,52	0,52

Fonte: Apêndice 2 e Conjuntura Económica

GRAFICO 4 - 4

RENDIMENTO MÉDIO MENSAL DAS LETRAS DE CâMBIO EM TÊRMO REAIS E NOMINAIS



VII.1.2 — Considerações finais

O objetivo deste item será alinhar as possíveis conclusões derivadas dos dados anteriores. Não se pretende que tais resultados sejam definitivos, principalmente devido ao curto período abrangido nesta análise e à ausência de maiores informações sobre o próprio mecanismo de financiamento empresarial que são as letras de câmbio. Quanto a este último ponto, um estudo das mais importantes variáveis que determinam o valor do deságio é necessário para se poder analisar o comportamento do investidor financeiro. Algumas destas variáveis são de muito difícil quantificação, como, por exemplo, em que medida a decisão de adquirir estes títulos é influenciada pela capacidade de pagamento da empresa sacadora ou da solidez do intermediário financeiro que aceita as letras. Uma avaliação deste risco de «default» associado à aplicação em títulos cambiais é dificultado pela multiplicidade de companhias financeiras e de empresas sacadoras. Nenhuma tentativa de avaliação deste risco de «default» será aqui pretendida.

Observou-se, páginas atrás, que o deságio constituiu um mecanismo equilibrador do mercado de crédito a médio prazo, o qual se ressentia da disparidade entre uma taxa de inflação crescente e uma taxa de juros congelada pela Lei da Usura. Para o comprador da letra de câmbio, o deságio equivale, pois, a uma taxa de juros implícita e, como tal, é a remuneração pelo uso do crédito. No presente caso, ele equivale a uma taxa de juros sobre um título com prazo de maturidade de 1 ano e pode ser considerado como uma razoável aproximação da taxa de juros prevalecente no mercado de crédito a médio prazo. Explicar, pois, a evolução da taxa de deságio é anotar os elementos mais importantes que contribuem para a determinação do nível da taxa de juros para títulos a médio prazo. Em condições de estabilidade de preços, pode-se sugerir alguns elementos que determinariam aquela taxa: período de maturidade da obrigação, avaliação dos riscos por parte do investidor, negociabilidade do título em mercado, tratamento fiscal dos rendimentos originados na aplicação, etc.

No caso brasileiro, é de se supor que o principal elemento a ser considerado é o processo inflacionário e suas distorções no

mercado de capitais. Em uma economia onde os preços cresciam aproximadamente à taxa de 60% por ano, a principal preocupação do investidor se concentrara em garantir uma taxa de rendimento para seu capital que pudesse, pelo menos, compensá-lo pela perda de substância da unidade monetária. Isto é óbvio e nos leva a considerar a taxa de inflação como a variável mais significativa na determinação do nível de deságio. Esta é uma hipótese bastante simplificada que não leva em conta os demais fatores mencionados acima. Mas não deixa de ser uma razoável aproximação para o problema de se explicar a evolução da taxa de rendimento das letras de câmbio, no período 1961-1965.

No Gráfico 4, marcou-se a série de rendimentos reais das letras de câmbio. Observa-se que estes rendimentos têm sido negativos na sua maior parte, havendo apenas um período em que os investidores conseguiram uma remuneração real positiva para o capital investido. Pode-se, a grosso modo, dividir a análise em 4 períodos distintos.

a) *Período de setembro de 1961 a março de 1962*: o período iniciou-se com uma taxa de rendimentos negativa, que se acentuou mais ainda em fins de 1961 e início de 1962. Parte desta queda pode ser atribuída à redução no valor do deságio.

b) *Período de setembro de 1961 a dezembro de 1963*: a tendência decrescente dos rendimentos reais continua, porém a um ritmo muito menos acelerado do que no período anterior. Embora a tendência declinante se atenuie, notamos a persistência de várias oscilações nos deságios reais. De outro lado, a tendência no tocante à série nominal foi francamente ascendente, o que parece significar que os investidores, apesar de exigirem taxas de deságios mais elevadas, ainda foram malogrados por um ritmo inflacionário superior às suas expectativas.

c) *Período de dezembro de 1963 a dezembro de 1964*: nota-se durante todo o ano de 1964 uma tendência fortemente ascensional na curva de rendimentos reais das letras de câmbio. Esta tendência foi tão acentuada que possibilitou o aparecimento de rendimentos reais positivos, a partir de agosto de 1964 até atingir o ponto máximo em dezembro de 1964. A série de rendimentos nominais continuou a tendência ascendente, aparecendo oscilações a partir

dos meados de 1964. A coexistência destes 2 fatos indica que os aplicadores financeiros se revelaram capazes de ajustar suas expectativas de aumentos de preços esperados de maneira a exigirem uma remuneração real positiva para o capital investido. Alguma referência deve também ser feita ao esforço do Governo para atenuação das pressões inflacionárias através da formulação e execução de uma política econômica usando a progressiva estabilização da economia.

d) *Período de dezembro de 1964 a dezembro de 1965*: no último ano do período em foco, nota-se uma inversão abrupta da tendência revelada no período anterior. De fato, a série de rendimentos reais apresenta uma tendência decrescente bastante acentuada e, a partir de junho de 1965, a taxa de juros volta a se tornar negativa. Ligeira reversão da tendência declinada é observada a partir de outubro de 1965, mas ainda incapaz de proteger os rendimentos da erosão inflacionária. Uma explicação para esta queda na taxa de rendimentos reais não é muito fácil de ser encontrada principalmente quando se tem em conta que os aplicadores puderam prever, com relativo sucesso, o provável ritmo de crescimento de preços no período anterior. É interessante observar-se que houve uma pronunciada uniformidade na evolução das curvas de rendimentos reais e nominais, ambas com tendência decrescente. Se os aplicadores concordaram em uma redução nominal no valor do deságio, isto talvez signifique que eles esperavam uma desaceleração do processo inflacionário no correr de 1965. No entanto, a queda na taxa de inflação não foi suficiente para confirmar as expectativas dos compradores de letras de câmbio, o que resultou na manutenção de taxas de juros reais negativas. Outro fator que também tenha talvez contribuído para a diminuição no nível nominal de deságio durante o ano de 1965 foi o grande incremento na quantidade de títulos cambiais negociados em bolsas. Na Bolsa de Valores de São Paulo, por exemplo, este incremento em 1965 foi de 156% em comparação à quantidade negociada em 1964. As letras de câmbio ascenderam assim a uma posição proeminente no processo de canalização de recursos no mercado de valores, sendo responsáveis por aproximadamente 60% do volume de negócios com títulos privados, em 1965, naquela bolsa.

QUADRO 14

M E S E S	1 9 6 1		1 9 6 2		1 9 6 3		1 9 6 4		1 9 6 5	
	e	em	e	em	e	em	e	em	e	em.
Janeiro.....			20,9	2,49	34,2	2,85	35,8	2,08	48,5	4,04
Fevereiro.....			20,5	2,45	(*) 35,6	(*) 2,90	38,2	3,18	47,4	3,95
Março.....			28,7	2,39	36,9	3,07	40,1	3,34	43,8	3,65
Abril.....			(*) 28,1	(*) 2,34	36,0	3,00	42,1	3,50	41,5	3,45
Maior.....			(*) 27,8	(*) 2,31	36,0	3,00	42,7	3,55	38,4	3,20
Junho.....			27,3	2,27	39,6	2,90	47,7	3,97	35,6	2,96
Julho.....			28,2	2,35	35,1	2,92	45,2	3,76	31,8	2,65
Agosto.....			27,8	2,31	34,1	2,84	48,8	4,06	28,7	2,39
Setembro.....	25,8	2,15	27,8	2,31	33,2	2,76	46,3	3,85	27,3	2,27
Outubro.....	26,7	2,22	28,8	2,40	34,5	2,87	49,5	4,12	28,0	2,33
Novembro.....	25,6	2,35	31,2	2,60	35,4	2,95	46,2	3,85	29,3	2,44
Dezembro.....	30,0	2,50	33,2	2,76	35,5	2,90	50,3	4,10	29,6	2,49

Fonte: EPEA. Diagnóstico Situação Monetária, Creditícia e do Mercado do Capitais, Bôlsa de Valores de São Paulo.

(*) Valores estimados.

e — Rendimento anual médio das letras de câmbio, ajustado pelas médias móveis.

em — Rendimento mensal médio das letras de câmbio, ajustado pelas médias móveis.

VII.2 — Letras de Importação

VII.2.1 — Objetivos

As letras de importação foram instituídas pela Instrução 204 da então SUMOC, cujo principal objetivo era iniciar os primeiros passos de uma progressiva liberação do sistema cambial. Com efeito, a Instrução 204 instituiu duas categorias de importação, ao mesmo tempo em que diminuía os custos para o Governo da manutenção de tratamento cambial privilegiado para determinadas importações. Novo sistema de controle de importação foi então instaurado, através da exigência de Depósitos Prévios dos Importadores, os quais eram restituíveis em Letras do Banco do Brasil. O mecanismo funcionava da seguinte maneira: exigia-se dos importadores um depósito em moeda corrente junto ao Banco do Brasil, correspondente a 100% do valor em cruzeiros do contrato de câmbio. Este depósito, que se convencionou chamar de Depósito Prévio, era restituído em um prazo de 5 dias, a partir da data de sua realização, em letras emitidas pelo Banco do Brasil, com prazo de maturidade de 150 dias e juros anuais de 6%. Estas letras eram livremente transferíveis, o que possibilitava aos importadores o seu oferecimento com deságios no mercado.

O principal objetivo de emissão destas letras parece ter sido o de controlar o volume de importações face a um *deficit* no balanço de pagamentos que já se tornava crônico. A alternativa aberta era a de uma desvalorização do cruzeiro. No entanto, as Autoridades Monetárias, pela adoção do depósito prévio sobre o valor do contrato de câmbio, optaram pela manutenção de diferenciais de taxas de câmbio para importadores e exportadores. Ao mesmo tempo, o mecanismo posto em execução deveria permitir a drenagem de considerável soma de recursos financeiros do setor privado para o público, agindo, desta maneira, como instrumento de combate à inflação interna. No entanto, para que houvesse em cada período uma transferência líquida de recursos financeiros do setor privado para o Governo, havia a necessidade de que os recursos absorvidos através dos depósitos prévios em cada período fôsse suficiente para o resgate das letras emitidas no período anterior.

O mecanismo criado pela Instrução 204 representava, sem dúvida alguma, um maleável instrumento de controle cambial, pois permitia às Autoridades Monetárias alterar os dispositivos de controle quando as condições da economia o exigissem. As contínuas inovações no sistema, entretanto, contribuíam para torná-lo cada vez mais complexo, especialmente após os acontecimentos políticos de agosto de 1961, os quais determinavam um retardamento no processo de simplificação cambial iniciado com aquela Instrução. Uma breve revisão de todas as alterações introduzidas posteriormente no sistema é apresentada a seguir, em ordem cronológica:

DATA	INSTRUMENTO	CONTEÚDO
Março 1961.....	Instrução 204.....	Exige os depósitos prévios junto ao Banco do Brasil correspondentes a 100% do valor em Cr\$ do contrato de câmbio, restituíveis em um período de 5 dias em Letras do Banco do Brasil, com prazo de 150 dias e juros de 6% no ano.
Outubro 1961.....	Instrução 218.....	A percentagem dos depósitos prévios foi majorada para 150%.
Dezembro 1961.....	Instrução 221.....	A percentagem dos depósitos prévios foi reduzida para 140% e estabelecia reduções subsequentes e automáticas à base de 10% mensais.
Mai 1962.....	Instrução 226.....	Suspende o programa mensal de reduções proposto pela Instrução anterior. Limita a restituição em letras a 30% do valor do depósito prévio.
Agosto 1962..	Instrução 229.....	Além das importações das categorias geral e especial, inclui para efeito de depósito prévio, as transações efetuadas com "traveller's checks" e venda de câmbio manual. A percentagem dos depósitos para estas transações foi fixada em 80%, sendo que esta percentagem era aplicada também às demais transações. As Letras do Banco do Brasil foram substituídas por Obrigações do Tesouro Nacional (série B), com prazo de 360 dias e juros de 8% anuais. Abriu-se ao importador a opção: recebimento das Obrigações em 30 dias ou restituição do depósito prévio no prazo de 150 dias, sem juros.
Abril 1963.....	Instrução 239..	Modifica a alternativa para o importador: depósito prévio equivalente a 60% do valor do contrato de câmbio, restituível em 30 dias em Obrigações do Tesouro (série B), ou depósito de 80% com restituição em moeda corrente no fim de 240 dias sem juros.
Outubro 1963.....	Instrução 254.....	Reinicia as emissões de Letras do Banco do Brasil, com 180 dias de prazo, sem juros. Depósitos prévios foram fixados em 100%.
Outubro 1963.....	Instrução 256.....	Os depósitos prévios foram fixados em 200%; e esta exigência era ampliada para as transferências financeiras e o envio de rendas de filmes estrangeiros.
Dezembro 1963.....	Instrução 263...	As exigências de depósitos foram diferenciadas: 200% para as transações financeiras e 100% para as importações das categorias geral e especial.
Agosto 1964.....	Instrução 275.....	Fixa em 60% o depósito sobre o valor das importações e mantém em 100% o depósito para transferências financeiras. Institui um encargo financeiro de 20% sobre o valor do contrato de câmbio para ambos os tipos de transações, que seria recolhido à SUMOC juntamente os depósitos prévios
Dezembro 1964.....	Instrução 285.....	Reduz os depósitos compulsórios para 50% e diminui os encargos financeiros nas operações comerciais para 10% e 30% para transferências financeiras.
Novembro 1965.....	Resolução n.º 9 (Banco Central)...	Elimina a exigência dos depósitos compulsórios para todos os tipos de importação e conseqüentemente, acabando com as Letras do Banco do Brasil.

VII.2.2 — Repercussões no Mercado de Capitais

O objetivo desta análise não é verificar a eficácia do sistema das letras de importação como instrumento de controle cambial. Nosso interesse centra-se apenas nas repercussões deste tipo de ativo no mercado de capitais. O fato principal a ser considerado neste caso é que os importadores negociavam as letras de importações em bolsa através do oferecimento de um deságio sobre o valor ao par do título. Há algumas razões que explicam a grande aceitação deste papel no mercado de capitais. Entre estas, pode-se citar: o atraente nível de deságio aplicado sobre as letras do Banco do Brasil, nível que igualava aproximadamente àqueles concedidos pelas Cias. de Crédito e Financiamento nas transações com letras de câmbio. No Quadro 15, pode-se verificar a evolução

QUADRO 15
LETRAS DE CÂMBIO E DE IMPORTAÇÃO
RENDIMENTOS ANUAIS EM %

M Ê S	1 9 6 1		1 9 6 2	
	LETRA DE CÂMBIO	LETRA DO BANCO DO BRASIL	LETRA DE CÂMBIO	LETRA DO BANCO DO BRASIL
Janeiro.....	20,5	—	29,8	31,2
Fevereiro.....	20,5	—	29,8	31,7
Março.....	20,5	—	28,2	33,9
Abril.....	25,0	—	28,2	30,4
Maió.....	25,0	32,7	28,2	26,3
Junho.....	25,0	34,8	28,2	26,6
Julho.....	25,0	30,2	26,5	23,8
Agosto.....	25,0	32,9	26,5	22,0
Setembro.....	25,0	31,0	25,0	22,0
Outubro.....	25,0	32,8	25,0	22,2
Novembro.....	29,8	40,4	33,0	—
Dezembro.....	29,8	42,5	33,3	—

Nota: Letras de Câmbio da "FINASA"

Letras do Banco do Brasil: cotação na Bolsa Oficial de Valores de São Paulo.

Fonte: APEC

comparativa de duas séries de rendimentos anuais de letras de câmbio da FINASA e de letras do Banco do Brasil, como cotados na Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. Observa-se que o rendimento anual das letras de importação foi superior ao rendimento das letras de câmbio da FINASA, para a maior parte do

período 1961-1962. É óbvio que uma comparação da rentabilidade relativa destes dois títulos não pode ser feita apenas nestes dados apresentados a seguir, mas eles podem oferecer uma indicação de como evoluíram os deságios, se de maneira relativamente uniforme ou em direções opostas. (8)

Além do atraente deságio, a garantia oferecida pelo aval do Banco do Brasil para aquelas letras era, com toda certeza, um grande atrativo para o investidor. Isto fez com que as letras pudessem ser consideradas como título que mais se aproximava de um ativo livre de riscos financeiros, no mercado brasileiro de capitais. Além destas vantagens, a livre transferibilidade das letras de importação aumentava a sua negociabilidade em bolsa. Levando-se em conta todos estes fatores, o impacto da emissão das letras do Banco do Brasil no mercado de capitais foi relativamente grande. O volume de transações com letras do Banco do Brasil nas bolsas do Rio e São Paulo evoluiu da seguinte maneira:

TRANSAÇÕES COM LETRAS DO BANCO DO BRASIL EM MILHÕES DE CRÉDITOS	
1961	15.289,1
1962	21.259,6
1963	22.223,6*
1964	178.135,8
1965	119.929,8

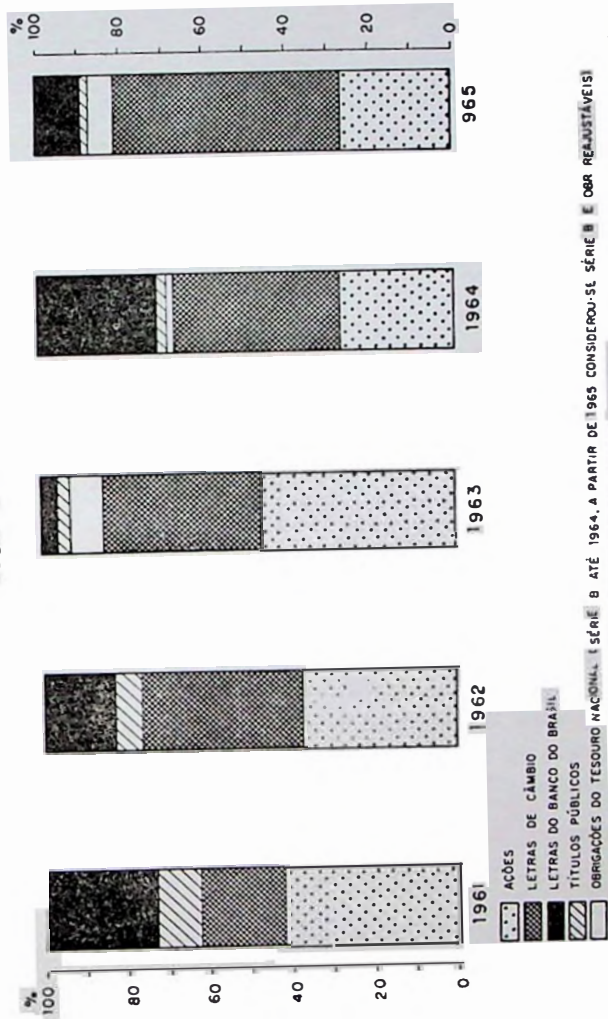
O Gráfico 5 é mais indicativo da importância relativa das letras de importação no montante médio das transações efetuadas nas bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo no período de 1961 a 1965. Em 1964, por exemplo, na Bolsa de Valores de São Paulo, o total dos negócios com letras de importação foi superior ao total transacionado de títulos emitidos pelo setor privado (letras de câmbio, ações e debêntures). Alguns fatores de ordem conjuntural e institucional contribuíram, nos anos de 1963/64, para afastar o investidor dos títulos do setor privado para a aquisição das letras

(8) A propósito, ver Apêndice 1.

(*) Inclui letras do Banco do Brasil e Obrigações do Tesouro (série B).
 Fonte: APEC — Econ. Brasileira e suas Perspectivas, junho 64/65/66.

TRANSAÇÕES DAS BOLSAS OFICIAIS DE VALORES DO RIO DE JANEIRO E DE SÃO PAULO
1961 - 1965

GRÁFICO 5



Fonte: APEC - A Economia Brasileira e seus Perspectivas - Jun 1964/65 e Jul 1966

período 1961-1962. É óbvio que uma comparação da rentabilidade relativa destes dois títulos não pode ser baseada apenas nestes dados apresentados a seguir, mas eles podem oferecer uma indicação de como evoluíram os deságios, se de maneira relativamente uniforme ou em direções opostas. (8)

Além do atraente deságio, a garantia oferecida pelo aval do Banco do Brasil para aquelas letras era, com toda certeza, um grande atrativo para o investidor. Isto fazia com que as letras pudessem ser consideradas como título que mais se aproximava de um ativo livre de riscos financeiros, no mercado brasileiro de capitais. Além destas vantagens, a livre transferibilidade das letras de importação aumentava a sua negociabilidade em bolsa. Levando-se em conta todos estes fatores, o impacto da emissão das letras do Banco do Brasil no mercado de capitais foi relativamente grande. O volume de transações com letras do Banco do Brasil nas bolsas do Rio e São Paulo evoluiu da seguinte maneira:

TRANSAÇÕES COM LETRAS DO BANCO
DO BRASIL EM MILHÕES DE CRUZEIROS

1961	15.289,1
1962	21.259,6
1963	22.223,6*
1964	178.135,8
1965	119.929,8

O Gráfico 5 é mais indicativo da importância relativa das letras de importação no montante médio de transações efetuadas nas bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo, no período de 1961 a 1965. Em 1964, por exemplo, na Bolsa de Valores de São Paulo, o total dos negócios com letras de importação foi superior ao total transacionado de títulos emitidos pelo setor privado (letras de câmbio, ações e debêntures). Alguns fatores de ordem conjuntural e institucional contribuíram, nos anos de 1963/64, para afastar o investidor dos títulos do setor privado para a aquisição das letras

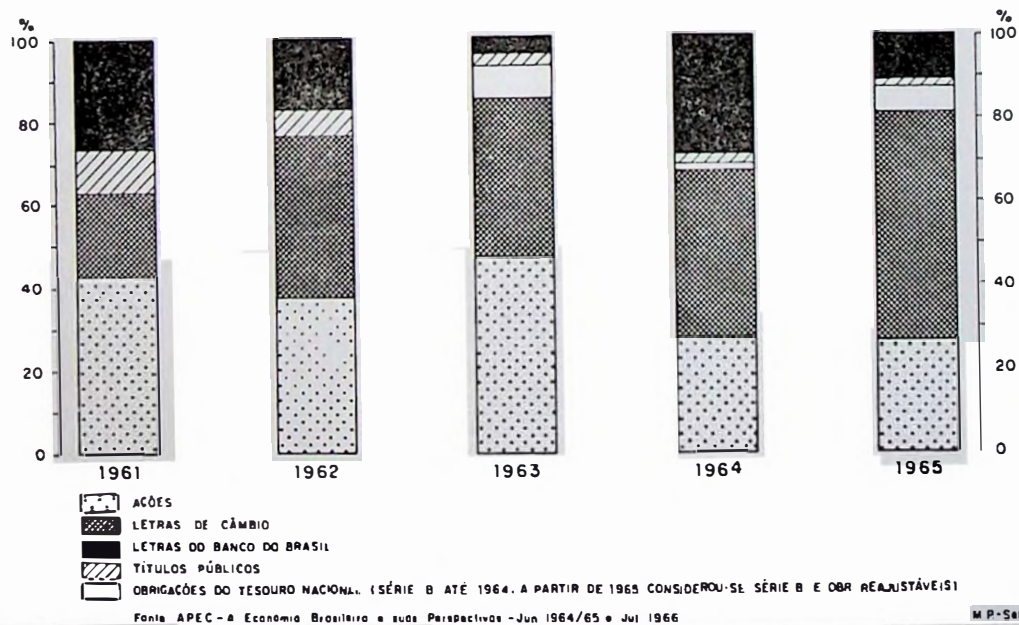
(8) A propósito, ver Apêndice 1.

(*) Inclui letras do Banco do Brasil e Obrigações do Tesouro (série B).

Fonte: APEC — Econ. Brasileira e suas Perspectivas, junho 64/65/66.

GRÁFICO 5

TRANSAÇÕES DAS BOLSAS OFICIAIS DE VALORES DO RIO DE JANEIRO E DE SÃO PAULO
1961 - 1965



do Banco do Brasil. Entre os primeiros, salienta-se a tendência baixista nos preços das ações, em princípios de 1963, que se seguiu a um período bastante especulativo nos fins de 1962, quando os preços de alguns «papéis principais» atingiram níveis razoavelmente elevados. Ainda o combate ao «mercado paralelo», que se iniciou com a adoção da Lei 4.242 de 17 de junho de 1963, deve ter contribuído para que alguns investidores reorientassem seus recursos para aplicações mais seguras. A mesma Lei criou um novo imposto de 15% a incidir na fonte, sobre o deságio concedido nas transações com letras de câmbio, onerando, desta maneira, o custo do dinheiro para o mutuário e reduzindo as possibilidades do deságio nas mesmas letras. (9)

A todos os fatores relacionados antes, que atuaram no sentido de aumentar a aplicação de recursos nas letras de importação, se junta o fato da existência de facilidades creditícias para o financiamento dos depósitos prévios dos importadores. Embora de difícil quantificação, isto deve ter contribuído para um desfogo das necessidades de créditos para as empresas importadoras.

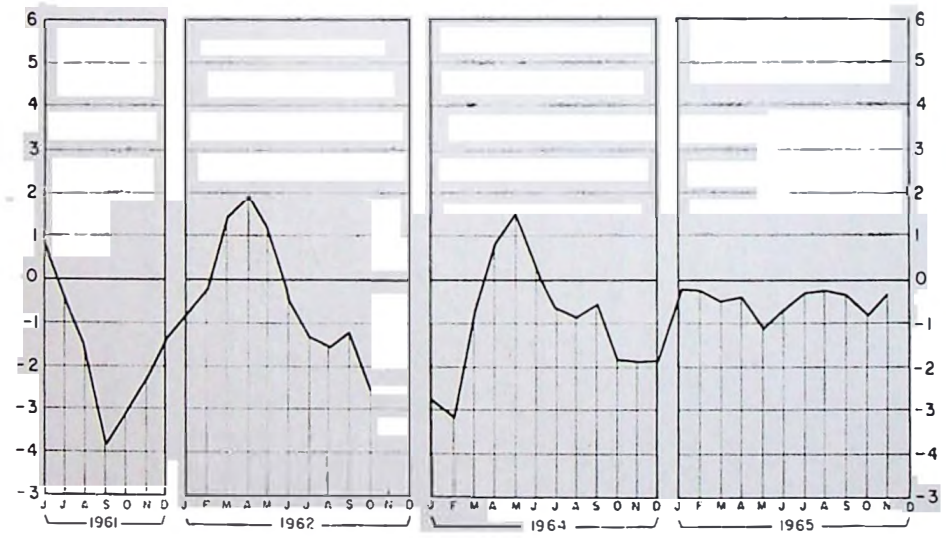
VII.2.3 — Rentabilidade

Vimos nos itens anteriores que o grande volume de transações com as letras do Banco do Brasil nas bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo, no período 1961-65, parece sustentar a hipótese de que este tipo de papel poderia oferecer uma remuneração razoavelmente adequada ao aplicador financeiro. A hipótese de que as letras de importação ofereceram um rendimento semelhante aos principais

(9) No que diz respeito à taxa sobre o deságio, a legislação fiscal foi posteriormente modificada. Depois da frustrada tentativa de redução na taxa de juros configurada pela Resolução nº 21, a Resolução nº 32 do Banco Central (30 de setembro de 1966) deu origem à Letra de Câmbio com correção monetária prefixada, para as letras com prazo de maturidade inferior a 1 ano. A suposta vantagem do novo instrumento sobre as Letras de Câmbio é fiscal: nas letras sem correção, o total do deságio é sujeito ao tributo, ao passo que, nos títulos com correção prefixada, o imposto incide sobre os juros e a parcela da correção que exceder os coeficientes estabelecidos pelo CNE. Em outros aspectos o sistema nada foi alterado pois na correção monetária prefixada, como no deságio, as expectativas com respeito às taxas esperadas de aumento de preços continuam a determinar o nível da correção monetária.

GRÁFICO E

RENDIMENTO REAL MENSAL DAS LETRAS DO BANCO DO BRASIL^(*) AJUSTADO PELAS MÉDIAS MÓVEIS TRIMESTRAIS



(*) 1961/62 150 dias de prazo de maturidade
 1964/65 210 dias de prazo de maturidade

do Banco do Brasil. Entre os primeiros, salienta-se a tendência baixista nos preços das ações, em principio de 1963, que se seguiu a um período bastante especulativo nos fins de 1962, quando os preços de alguns «papéis principais» atingiram níveis razoavelmente elevados. Ainda o combate ao «mercado paralelo», que se iniciou com a adoção da Lei 4.242 de 17 de junho de 1963, deve ter contribuído para que alguns investidores reorientassem seus recursos para aplicações mais seguras. A mesma Lei criou um novo imposto de 15% a incidir na fonte, sobre o deságio concedido nas transações com letras de câmbio, onerando, desta maneira, o custo do dinheiro para o mutuário e reduzindo as possibilidades do deságio nas mesmas letras. (9)

A todos os fatores relacionados antes, que atuaram no sentido de aumentar a aplicação de recursos nas letras de importação, se junta o fato da existência de facilidades creditícias para o financiamento dos depósitos prévios dos importadores. Embora de difícil quantificação, isto deve ter contribuído para um desfôgo das necessidades de créditos para as empresas importadoras.

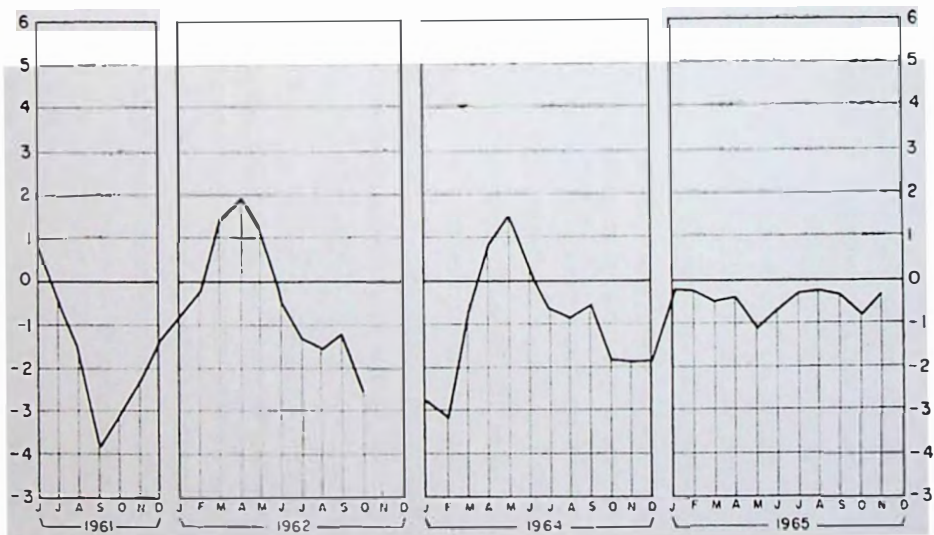
VII.2.3 Rentabilidade

Vimos nos itens anteriores que o grande volume de transações com as letras do Banco do Brasil nas bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo, no período 1961-65, parece sustentar a hipótese de que este tipo de papel poderia oferecer uma remuneração razoavelmente adequada ao aplicador financeiro. A hipótese de que as letras de importação ofereceram um rendimento semelhante aos principais

(9) No que diz respeito à taxa sobre o deságio, a legislação fiscal foi posteriormente modificada. Depois da frustrada tentativa de redução na taxa de juros configurada pela Resolução nº 21, a Resolução nº 32 do Banco Central (30 de setembro de 1966) deu origem à Letra de Câmbio com correção monetária prefixada, para as letras com prazo de maturidade inferior a 1 ano. A suposta vantagem do novo instrumento sobre as Letras de Câmbio é fiscal: nas letras sem correção, o total do deságio é sujeito ao tributo, ao passo que, nos títulos com correção prefixada, o imposto incide sobre os juros e a parcela da correção que exceder os coeficientes estabelecidos pelo CNE. Em outros aspectos o sistema nada foi alterado pois na correção monetária prefixada, como no deságio, as expectativas com respeito às taxas esperadas de aumento de preços continuam a determinar o nível da correção monetária.

GRÁFICO 6

RENDIMENTO REAL MENSAL DAS LETRAS DO BANCO DO BRASIL^(a)
AJUSTADO PELAS MÉDIAS MÓVEIS TRIMESTRAIS



(a) 1961/62 150 dias de prazo de maturidade
1964/65 210 dias de prazo de maturidade

do Banco do Brasil. Entre os primeiros, salienta-se a tendência baixista nos preços das ações, em princípios de 1963, que se seguiu a um período bastante especulativo nos fins de 1962, quando os preços de alguns «papéis principais» atingiram níveis razoavelmente elevados. Ainda o combate ao «mercado paralelo», que se iniciou com a adoção da Lei 4.242 de 17 de junho de 1963, deve ter contribuído para que alguns investidores reorientassem seus recursos para aplicações mais seguras. A mesma Lei criou um novo imposto de 15% a incidir na fonte, sobre o deságio concedido nas transações com letras de câmbio, onerando, desta maneira, o custo do dinheiro para o mutuário e reduzindo as possibilidades do deságio nas mesmas letras. (9)

A todos os fatores relacionados antes, que atuaram no sentido de aumentar a aplicação de recursos nas letras de importação, se junta o fato da existência de facilidades creditícias para o financiamento dos depósitos prévios dos importadores. Embora de difícil quantificação, isto deve ter contribuído para um desfogo das necessidades de créditos para as empresas importadoras.

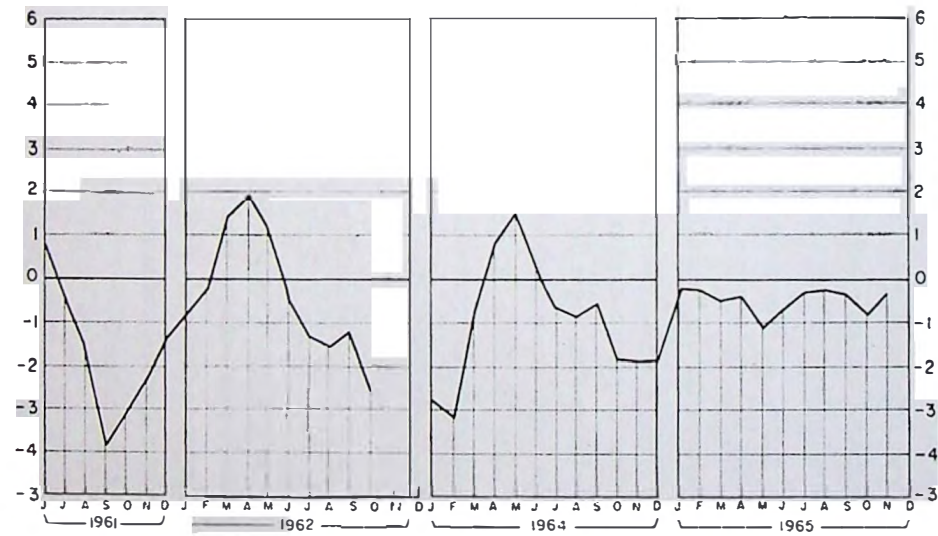
VII.2.3 — Rentabilidade

Vimos nos itens anteriores que o grande volume de transações com as letras do Banco do Brasil nas bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo, no período 1961-65, parece sustentar a hipótese de que este tipo de papel poderia oferecer uma remuneração razoavelmente adequada ao aplicador financeiro. A hipótese de que as letras de importação ofereceram um rendimento semelhante aos principais

(9) No que diz respeito à taxa sobre o deságio, a legislação fiscal foi posteriormente modificada. Depois da frustrada tentativa de redução na taxa de juros configurada pela Resolução nº 21, a Resolução nº 32 do Banco Central (30 de setembro de 1966) deu origem à Letra de Câmbio com correção monetária prefixada, para as letras com prazo de maturidade inferior a 1 ano. A suposta vantagem do novo instrumento sobre as Letras de Câmbio é fiscal: nas letras sem correção, o total do deságio é sujeito ao tributo, ao passo que, nos títulos com correção prefixada, o imposto incide sobre os juros e a parcela da correção que exceder os coeficientes estabelecidos pelo CNE. Em outros aspectos o sistema nada foi alterado pois na correção monetária prefixada, como no deságio, as expectativas com respeito às taxas esperadas de aumento de preços continuam a determinar o nível da correção monetária.

GRAFICO E

RENDIMENTO REAL MENSAL DAS LETRAS DO BANCO DO BRASIL^(*) AJUSTADO PELAS MÉDIAS MÓVEIS TRIMESTRAIS



(*) 1961/62 150 dias de prazo de maturidade
 1964/65 210 dias de prazo de maturidade

titulos de emissão do setor privado (letras de câmbio) não é totalmente destituída de bases empíricas, como se mostrou no Quadro 15. Resta observar agora o efeito da inflação interna nos rendimentos decorrentes deste tipo de investimento. Para tanto, basta que se compare a série de rendimentos das letras de importação com a evolução na taxa inflacionária, de acordo com a metodologia que até aqui viemos seguindo. Algumas observações sobre os dados utilizados serão necessárias.

Para as letras do Banco do Brasil, utilizamos a série de rendimentos mensais, desde 1961 até 1965, de acordo com informações do Departamento de Pesquisas Econômicas e Financeiras da Bolsa de Valores de São Paulo. Para 1963, os dados limitam-se a 3 observações, o que se explica pelas alterações havidas e que já foram tratadas no item segundo. Como as informações existentes se limitavam ao rendimento médio dos títulos em 3 dias de cada mês (geralmente, dias 10, 20 e 30 de cada mês), tomou-se a média destes três valores como representativa do rendimento mensal, em termos nominais. A comparação desta série de rendimentos nominais com um índice de preços mostraria a evolução da série de rendimentos reais das letras do Banco do Brasil. No presente caso, duas séries de preços foram utilizadas: índices do custo de vida em São Paulo e índice geral de preços por atacado. O Quadro 16 indica a série de rendimentos médios reais por mês das letras de importação, segundo índice de preços utilizados para o deflacionamento das séries nominais. Os mesmos dados foram marcados no Gráfico 7, no Apêndice 2.

Quadro 16

RENDIMENTOS MÉDIOS DAS LETRAS DE IMPORTAÇÃO (%)
NA BÓLSA DE VALÓRES DE SÃO PAULO EM TÊRMOIS PERCENTUAIS

MESES	1961		1962		1963		1964		1965	
	r ₁	r ₂	r ₁	r ₂	r ₁	r ₂	r ₁	r ₂	r ₁	r ₂
Janeiro	—	—	- 2,31	- 3,26	—	—	- 1,23	- 6,00	- 2,00	- 1,15
Fevereiro	—	—	- 0,65	- 0,52	—	—	- 1,13	- 1,50	- 0,77	- 1,67
Março	—	—	- 0,60	- 1,87	- 1,04	- 3,19	- 1,98	- 1,89	- 1,78	- 1,11
Abril	—	—	- 0,31	- 2,07	—	—	- 3,07	- 1,58	- 0,37	- 1,00
Maió	1,10	0,97	- 1,57	- 1,85	—	—	- 2,50	- 2,90	- 0,92	- 1,13
Junho	0,73	1,03	- 2,22	- 0,80	—	—	- 3,89	- 0,07	- 1,04	- 1,03
Julho	- 0,72	- 0,93	- 1,23	- 2,74	—	—	- 3,04	- 2,40	- 1,31	- 0,54
Agosto	1,41	- 3,36	- 3,64	- 0,92	—	—	- 0,45	- 0,25	- 0,83	- 0,33
Setembro	- 1,98	- 2,07	- 2,40	- 1,17	—	—	- 0,26	- 0,41	- 1,25	- 0,80
Outubro	- 1,22	- 6,19	- 1,13	- 1,32	—	—	- 1,40	- 1,36	- 0,56	- 0,22
Novembro	- 1,51	- 0,75	- 3,71	- 5,89	- 0,26	- 2,00	- 2,38	- 3,74	- 0,58	- 1,38
Dezembro	1,34	0,16	—	—	- 0,28	- 0,84	- 0,89	- 0,88	- 0,62	- 0,23

r₁ Série deflacionada pelo índice do custo de vida em São Paulo.

r₂ Série deflacionada pelo índice geral de preços por atacado.

(*) até 1962: prazo de maturidade: 150 dias.

De 1963 a 1965: prazo de maturidade: 210 dias.

Fonte: Bólsa Oficial do Valóres de São Paulo.
Conjuntura Económica.

O Gráfico 7 no Apêndice 2, mostra que as duas séries de rendimentos reais evoluem de maneira mais ou menos semelhante. Baseado nisto, podemos afirmar que a validade de nossas conclusões independe do índice de preços utilizado para o deflacionamento das séries nominais. No restante dêste trabalho, a série de rendimentos reais obtida como o índice geral de preços por atacado será utilizada.

A observação do Gráfico 7 no Apêndice 2, mostra que a serie de rendimentos reais flutuou consideravelmente no periodo em foco. Para atenuar o impacto destas oscilações, a série de rendimentos anuais (deflacionada pelo índice geral de preços por atacado) foi ajustada pelas médias móveis trimestrais. O Gráfico 4 apresenta a nova série, com as flutuações periódicas bastante reduzidas.

Nota-se que, para o tipo de letras com prazo de maturidade de 150 dias, os rendimentos reais foram negativos na maior parte do periodo, principalmente durante o ano de 1961. A mesma obser-

vação pode ser aplicada às letras com maior prazo de resgate, nos anos de 1964 e 1965. Para este último período, todavia, uma inspeção do gráfico revela uma possível tendência ascensional dos rendimentos reais, embora de magnitude ainda insuficiente para compensar a deterioração no poder aquisitivo da moeda. Parte da explicação desta diferença entre os rendimentos reais para os dois tipos de letras está no fato de serem maiores os rendimentos nominais para as letras com menor prazo de resgate, em comparação às demais com maior prazo de maturidade.

A média dos rendimentos médios reais dos títulos com prazo de resgate de 150 dias foi de — 0.99% para o período 1961-1962. Para as letras com 210 dias de prazo de liquidação, aquela média foi igual a — 0.41%, no biênio 1964/65. Se, em magnitude, ela foi superior à média dos títulos com menor prazo de resgate, no entanto ainda foi insuficiente para proporcionar um rendimento real positivo para o investidor financeiro.

À vista destes elementos, pode-se concluir que o rendimento das letras de importação não possibilitou ao aplicador financeiro uma remuneração positiva, em termos reais. Um investimento em letras do Banco do Brasil, com prazo de resgate de 150 dias, não permitiu mesmo a manutenção do valor real do principal investido, pois a remuneração daqueles títulos foi inferior ao ritmo inflacionário. Quanto às letras com 210 dias de prazo de resgate, o maior deságio parece não ter sido ainda suficiente para comandar uma remuneração positiva e mesmo permitir que o aplicador recompu- ssesse o valor real do capital investido. No entanto, na medida em que poderiam ser consideradas como uma aplicação livre de riscos financeiros, as letras do Banco do Brasil preencheram importante lacuna no mercado brasileiro de capitais.

APÊNDICE 1

A observação do Quadro 15 parece indicar que o deságio sobre os títulos do Banco do Brasil deve ter sido ligeiramente superior ao deságio das letras de câmbio da FINASA, no período 1961-62. De fato, a média dos rendimentos nominais das letras de importação foi

de 34,33% ao ano; para as letras de câmbio, aquela média foi de 26,57% ao ano. Com tôdas as ressalvas que tal tipo de procedimento pode acarretar (especialmente no tocante à ausência da pesquisa estatística sistemática para se selecionar qual o tipo de letra de câmbio mais representativo), procedeu-se a um teste estatístico para a diferença das médias das duas séries. A hipótese testada foi a de que o rendimento médio das letras de importação igualou o rendimento médio das letras de câmbio da FINASA, para o período em foco. A hipótese alternativa, sugerida pela observação do Quadro 15, é a de que o deságio sôbre as letras de câmbio foi inferior ao deságio sôbre as letras do Banco do Brasil.

Para êste teste, utilizou-se da aproximação de Cochran e Cox, ao invés do teste t de Student pois a aplicação dêste último baseia-se na hipótese da igualdade das variâncias das duas amostras. Esta última hipótese, contudo, foi rejeitada a um limite de confiança de 95%. A respeito ver: Steel e Torrie: «*Principles and Procedures of Statistics*», Mc Graw-Hill Book Company, N.Y. 1960, p. 81.

As hipóteses a serem testadas são as seguintes:

$$H_0: m_1 = m_2$$

$H_1: m_1 \neq m_2$, onde

m_1 : média dos rendimentos das letras de câmbio da FINASA

m_2 : média dos rendimentos das letras de importação

s_1^2 : variância dos rendimentos das letras de câmbio

s_2^2 : variância dos rendimentos das letras de câmbio

n_1, n_2 : respectivamente, número de observação para as duas séries.

vação pode ser aplicada às letras com maior prazo de resgate, nos anos de 1964 e 1965. Para este último período, todavia, uma inspeção do gráfico revela uma possível tendência ascensional dos rendimentos reais, embora de magnitude ainda insuficiente para compensar a deterioração no poder aquisitivo da moeda. Parte da explicação desta diferença entre os rendimentos reais para os dois tipos de letras está no fato de serem maiores os rendimentos nominais para as letras com menor prazo de resgate, em comparação às demais com maior prazo de maturidade.

A média dos rendimentos médios reais dos títulos com prazo de resgate de 150 dias foi de — 0.99% para o período 1961-1962. Para as letras com 210 dias de prazo de liquidação, aquela média foi igual a — 0.41%, no biênio 1964/65. Se, em magnitude, ela foi superior à média dos títulos com menor prazo de resgate, no entanto ainda foi insuficiente para proporcionar um rendimento real positivo para o investidor financeiro.

À vista destes elementos, pode-se concluir que o rendimento das letras de importação não possibilitou ao aplicador financeiro uma remuneração positiva, em termos reais. Um investimento em letras do Banco do Brasil, com prazo de resgate de 150 dias, não permitiu mesmo a manutenção do valor real do principal investido, pois a remuneração daqueles títulos foi inferior ao ritmo inflacionário. Quanto às letras com 210 dias de prazo de resgate, o maior deságio parece não ter sido ainda suficiente para comandar uma remuneração positiva e mesmo permitir que o aplicador recompusesse o valor real do capital investido. No entanto, na medida em que poderiam ser consideradas como uma aplicação livre de riscos financeiros, as letras do Banco do Brasil preencheram importante lacuna no mercado brasileiro de capitais.

APÊNDICE 1

A observação do Quadro 15 parece indicar que o deságio sobre os títulos do Banco do Brasil deve ter sido ligeiramente superior ao deságio das letras de câmbio da FINASA, no período 1961-62. De fato, a média dos rendimentos nominais das letras de importação foi

de 34,33% ao ano; para as letras de câmbio, aquela média foi de 26,57% ao ano. Com tôdas as ressalvas que tal tipo de procedimento pode acarretar (especialmente no tocante à ausência da pesquisa estatística sistemática para se selecionar qual o tipo de letra de câmbio mais representativo), procedeu-se a um teste estatístico para a diferença das médias das duas séries. A hipótese testada foi a de que o rendimento médio das letras de importação igualou o rendimento médio das letras de câmbio da FINASA, para o período em foco. A hipótese alternativa, sugerida pela observação do Quadro 15, é a de que o deságio sobre as letras de câmbio foi inferior ao deságio sobre as letras do Banco do Brasil.

Para êste teste, utilizou-se da aproximação de Cochran e Cox, ao invés do teste t de Student pois a aplicação dêste último baseia-se na hipótese da igualdade das variâncias das duas amostras. Esta última hipótese, contudo, foi rejeitada a um limite de confiança de 95%. A respeito ver: Steel e Torrie: «*Principles and Procedures of Statistics*», Mc Graw-Hill Book Company, N.Y. 1960. p. 81.

As hipóteses a serem testadas são as seguintes:

Ho: $m_1 = m_2$

Hi: m_1 / m_2 , onde

m_1 : média dos rendimentos das letras de câmbio da FINASA

m_2 : média dos rendimentos das letras de importação

s^2 : variância dos rendimentos das letras de câmbio

s^2 : variância dos rendimentos das letras de câmbio

n_1, n_2 : respectivamente, número de observação para as duas séries.

vação pode ser aplicada às letras com maior prazo de resgate, nos anos de 1964 e 1965. Para êste último período, todavia, uma inspeção do gráfico revela uma possível tendência ascencional dos rendimentos reais, embora de magnitude ainda insuficiente para compensar a deterioração no poder aquisitivo da moeda. Parte da explicação desta diferença entre os rendimentos reais para os dois tipos de letras está no fato de serem maiores os rendimentos nominais para as letras com menor prazo de resgate, em comparação às demais com maior prazo de maturidade.

A média dos rendimentos médios reais dos títulos com prazo de resgate de 150 dias foi de — 0,99% para o período 1961-1962. Para as letras com 210 dias de prazo de liquidação, aquela média foi igual a — 0,41%, no biênio 1964/65. Se, em magnitude, ela foi superior à média dos títulos com menor prazo de resgate, no entanto ainda foi insuficiente para proporcionar um rendimento real positivo para o investidor financeiro.

À vista destes elementos, pode-se concluir que o rendimento das letras de importação não possibilitou ao aplicador financeiro uma remuneração positiva, em termos reais. Um investimento em letras do Banco do Brasil, com prazo de resgate de 150 dias, não permitiu mesmo a manutenção do valor real do principal investido, pois a remuneração daqueles títulos foi inferior ao ritmo inflacionário. Quanto às letras com 210 dias de prazo de resgate, o maior deságio parece não ter sido ainda suficiente para comandar uma remuneração positiva e mesmo permitir que o aplicador recompu- ssesse o valor real do capital investido. No entanto, na medida em que poderiam ser consideradas como uma aplicação livre de riscos financeiros, as letras do Banco do Brasil preencheram importante lacuna no mercado brasileiro de capitais.

APÊNDICE 1

A observação do Quadro 15 parece indicar que o deságio sobre os títulos do Banco do Brasil deve ter sido ligeiramente superior ao deságio das letras de câmbio da FINASA, no período 1961-62. De fato, a média dos rendimentos nominais das letras de importação foi

de 34,33% ao ano; para as letras de câmbio, aquela média foi de 26,57% ao ano. Com tôdas as ressalvas que tal tipo de procedimento pode acarretar (especialmente no tocante à ausência da pesquisa estatística sistemática para se selecionar qual o tipo de letra de câmbio mais representativo), procedeu-se a um teste estatístico para a diferença das médias das duas séries. A hipótese testada foi a de que o rendimento médio das letras de importação igualou o rendimento médio das letras de câmbio da FINASA, para o período em foco. A hipótese alternativa, sugerida pela observação do Quadro 15, é a de que o deságio sôbre as letras de câmbio foi inferior ao deságio sôbre as letras do Banco do Brasil.

Para êste teste, utilizou-se da aproximação de Cochran e Cox, ao invés do teste *t* de Student pois a aplicação dêste último baseia-se na hipótese da igualdade das variâncias das duas amostras. Esta última hipótese, contudo, foi rejeitada a um limite de confiança de 95%. A respeito ver: Steel e Torrie: «*Principles and Procedures of Statistics*», Mc Graw-Hill Book Company, N.Y. 1960, p. 81.

As hipóteses a serem testadas são as seguintes:

$$H_0: m_1 = m_2$$

$$H_1: m_1 / m_2, \text{ onde}$$

m_1 : média dos rendimentos das letras de câmbio da FINASA

m_2 : média dos rendimentos das letras de importação

s_1^2 : variância dos rendimentos das letras de câmbio

s_2^2 : variância dos rendimentos das letras de câmbio

n_1, n_2 : respectivamente, número de observação para as duas séries.

No nosso caso:

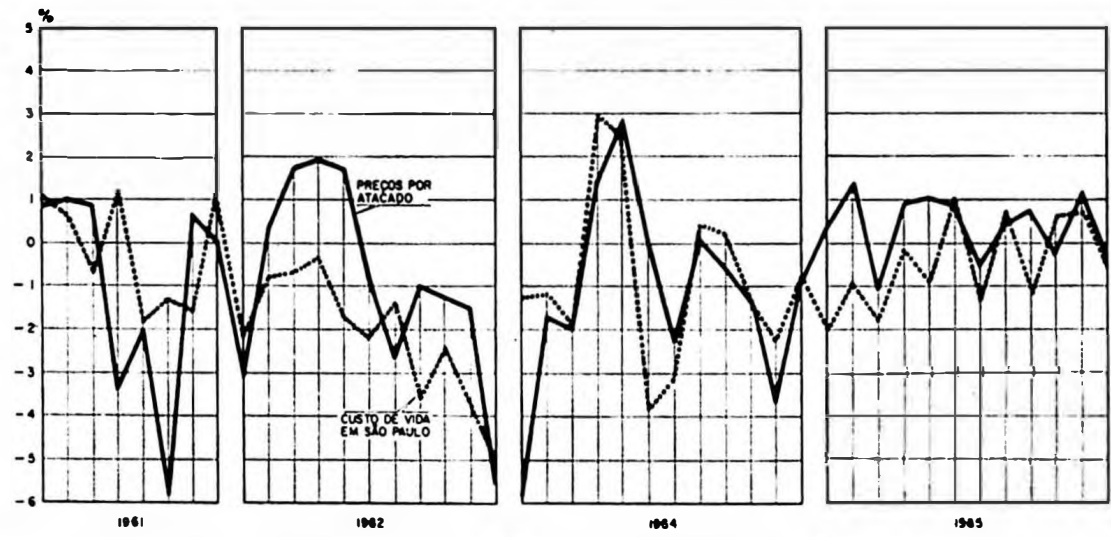
$$m_1 = 26,57; s_1 = 12,15; n_1 = 24$$

$$m_2 = 34,33; s_2 = 36,38; n_2 = 18$$

O valor de t' (onde t' indica que se utilizou da aproximação de Cochran e Cox para distribuição t de Student) é de $-2,10$. O valor tabelado de t para 40 graus de liberdade e com 95% de intervalo de confiança é de $-1,64$. Como o valor tabelado é maior do que t podemos rejeitar a hipótese nula da igualdade da média dos rendimentos dos dois títulos, para o período em consideração. Aceitamos, portanto, a hipótese alternativa de que o deságio das letras de importação foi superior ao deságio das letras de câmbio da FINASA. Esta conclusão dificilmente poderá ser generalizada para o conjunto das letras de câmbio negociadas na Bolsa de Valores em São Paulo àquela época. Um experimento estatisticamente mais rigoroso seria necessário a fim de se poder refutar ou aceitar a última afirmação.

APÊNDICE 2 - GRÁFICO 7

RENDIMENTO REAL POR MÊS DAS LETRAS DO BANCO DO BRASIL (%)



Fonte: BOLSA OFICIAL DE VALORES DE SÃO PAULO

VIII. Formas de Aplicação com Correção Monetária

VIII.1 — Depósitos Bancários

Com a pretensão de fortalecer no sistema bancário as formas de depósitos a prazo, ainda antes que se extinguisse a inflação, as autoridades monetárias permitiram aos bancos e caixas económicas o pagamento de uma compensação pelo desgaste da moeda depositada por períodos maiores que 6 meses, enquanto houver variação no nível de preços. Assim, o depositante deverá receber, ao final do prazo estipulado, além dos juros de praxe, uma parcela correspondente à correção monetária do montante pelo período que se manteve depositado.

Evidentemente, esta é a maneira sensata de tratar do problema da remuneração do capital emprestado: oferecer àquele que dispõe de recursos em favor de um terceiro, uma recompensa e não uma multa, como até então vinha acontecendo. Porém, se esta solução nos parece acertada, longe de nós está a convicção de que se possa, em tempo limitado, difundi-la satisfatoriamente. Conforme já discutimos no capítulo II, o sistema bancário brasileiro desenvolveu-se basicamente em meio à inflação e estimulou-se com as distorções por ela provocadas. Ao nível de remuneração hoje vigente para a intermediação bancária, que se baseia nos depósitos a vista e nos empréstimos a curto prazo, dificilmente a forma de depósito com correção monetária motivaria esforços por parte dos bancos.

Para que não registrassem uma queda na sua margem de remuneração, os bancos, ao se adaptarem às novas operações, necessitariam cobrar juros reais de 3% e 4% ao mês. Em outras palavras, a computação da parcela destinada à intermediação deveria continuar a ser feita a partir do nível de remuneração obtido pelo depositante que, de acordo com a legislação atual, inexistia para os depósitos das contas de movimento, e é de 5% e 8% nominais ao ano para os depósitos a prazo, acrescidos, neste último caso, da correção monetária. Assim, os bancos precisariam manter aproximadamente a mesma parcela absorvida na intermediação, com a diferença de que tal parcela seria adicionada aos juros pagos aos depositantes segundo a nova forma. Com certeza, o preço de intermediação poderia ser reduzido em proporção às eventuais economias no custo operacional advindas da nova estrutura. Mas este decréscimo das taxas deveria ser suficiente para permitir aos tomadores obter empréstimos a juros compatíveis com a eficiência marginal dos investimentos.

Deve então ser lembrado que as taxas de juros, que vigoram nos países sem a presença da inflação, raramente chegam a 15% ao ano, situando-se na maioria dos casos, entre 8 e 12%. (Gráfico 8). Assim, mesmo que se considere uma maior produtividade do capital empregado naqueles países que se encontram nas etapas menos avançadas do processo do desenvolvimento, dificilmente se chegaria a justificar para o Brasil taxas de juros da ordem de 25% ou 30% ao ano, em termos reais. Portanto para que se chegasse aos níveis que internacionalmente limitam a possibilidade dos empresários como um todo remunerarem o capital de terceiros, necessário seria, ao se implantar o processo da correção monetária reduzir de quase 2/3 as taxas hoje cobradas para a intermediação bancária.

Na verdade, ainda que tal redução fosse permitida pela estrutura do sistema, a qual suspeitamos não ser, (10) haveria uma natural relutância por parte das instituições bancárias em alterar suas formas de operação, vislumbrando uma diminuição na margem

(10) Estudos com relação ao custo operacional dos bancos comerciais indicam que os estabelecimentos que fazem melhor uso dos fatores andam pela casa de 30% a.a.

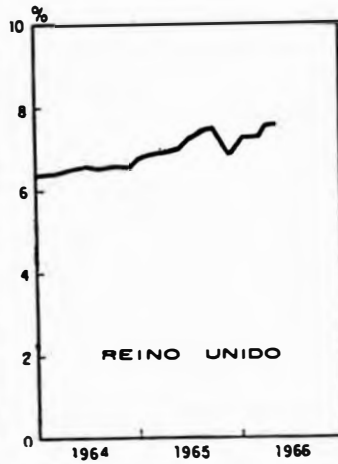
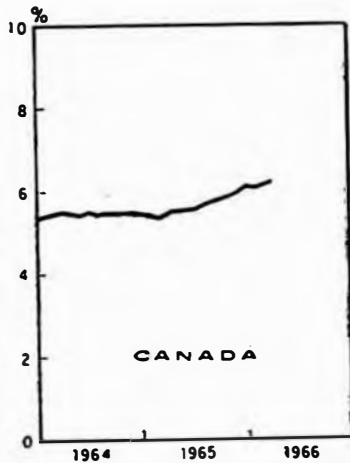
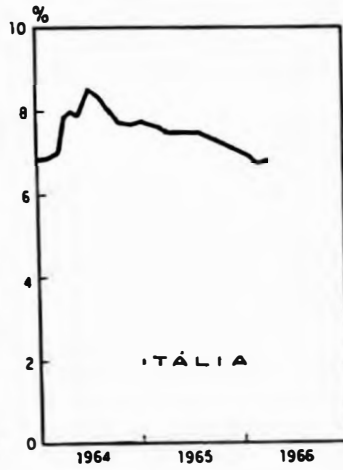
da intermediação. Esta relutância seria ainda maior por parte daquelas organizações que controlam ao mesmo tempo estabelecimentos bancários e sociedade de crédito e financiamento. Quando interessados na captação de fundos sob a forma de poupança, ao fazerem a intermediação, haveria vantagem em fazê-la através da sociedade de crédito ao invés de pelo banco, uma vez que incorreriam em custos mais baixos (dentro da estrutura atual), evitando inclusive a eventual retenção de parte dos recursos sob as formas de reservas.

Em vista disto, duvidamos que o novo tipo dos depósitos a prazo venha a se constituir em parcela significativa do total dos fundos com que operam os bancos comerciais, por iniciativa dos próprios estabelecimentos. Prova incontestada da timidez com que aderiram à idéia foi a imediata providência tomada pelo sindicato dos bancos, limitando em 22% o máximo a ser pago pelos bancos a seus depositantes a prazo. Adotaram, desta forma, de início, o sistema misto de correção monetária prefixada. E para a estranheza de muitos, solicitaram inclusive ao Banco Central para que fiscalizasse o cumprimento pelos estabelecimentos bancários, da resolução do sindicato. Esqueceram, naqueles momentos, da propagada interferência excessiva das Autoridades Monetárias no sistema creditício privado. Aliás, com razão, pois o processo da correção monetária visa essencial a eliminar o meio inflacionário no setor onde ele é aplicado. Sem dúvida, para aqueles setores, como o bancário, que se desenvolveram em resposta aos incentivos da inflação, a adaptação à nova ordem só será possível num regime gradativo.

Daí julgamos conveniente, como uma primeira tentativa do reestabelecimento dos empréstimos a prazos maiores através dos bancos, uma orientação no sentido da utilização dos fundos a prazo já existentes no sistema bancário, conforme mencionamos no Capítulo II. Tais recursos, sem o ônus da correção monetária atribuída aos depositantes, desde que já se encontram à disposição do sistema dentro do regime tradicional de remuneração nominal fixa, poderiam propiciar uma primeira tentativa de adaptação dos bancos na concessão de empréstimos a prazos mais longos, sem que fôssem forçados a reduzir drástica e abruptamente sua margem de inter-

GRÁFICO P

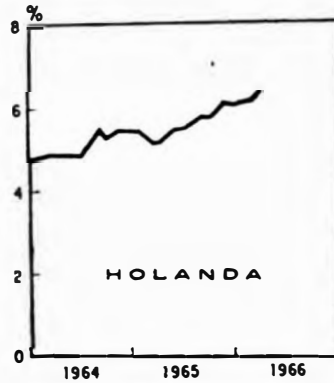
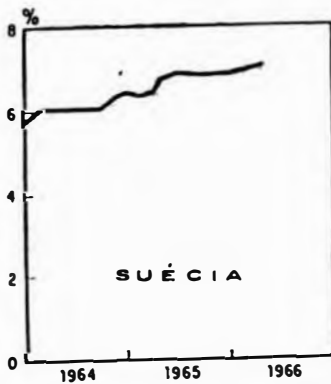
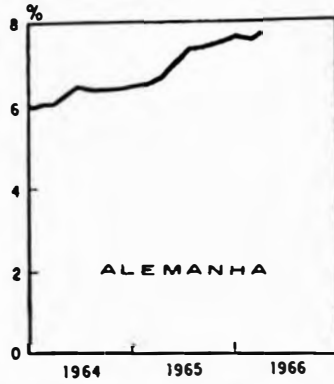
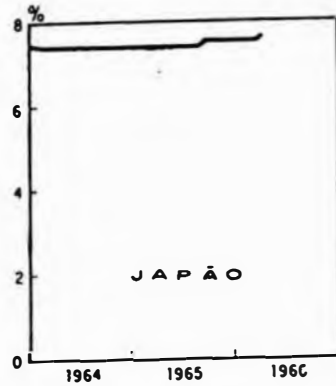
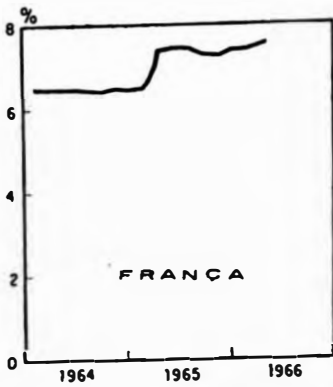
TAXAS DE JUROS DE TÍTULOS INDUSTRIAIS (Cias Privadas)



continua na página seguinte

M P - Setor de Desenho

continuação de página anterior



mediação, ou elevar substancialmente o custo do dinheiro para os tomadores.

Paralelamente, deveria continuar havendo esforços no sentido de uma maior captação de poupanças pelo novo sistema de correção monetária, a ser gradualmente introduzido, desde que ofereça vantagens nítidas para os depositantes, mas impõe sérios problemas aos que intermediam fundos ou demandam crédito.

Sabe-se que com a evolução do processo inflacionário, alguns setores da economia passam a compreendê-lo melhor e a estruturarem-se conforme as suas características básicas. Os homens de negócio, mais atentos aos problemas financeiros, percebem mais rapidamente o significado de uma moeda que perde continuamente o seu poder de compra. Verificam desde logo que as dificuldades em saldar as suas dívidas diminuem com o aumento da inflação e as formas de financiamento externas às suas empresas tornam-se cada vez mais atraentes. Em consequência, passa a haver, enquanto as taxas de juros dos empréstimos não superem a da inflação, um aumento substancial na demanda por crédito.

A introdução da correção monetária para o pagamento das dívidas, faz com que as empresas se defrontem com uma nova realidade: alcançar imediatamente uma situação que lhes seria imposta gradativamente pelo processo da desinflação, sem contarem, no entanto, com um período propício à readaptação. Necessitam tornar explícita a parcela do custo total de operação que advém do pagamento ao fator «recursos financeiros»; e, se antes se utilizavam desses recursos financeiros à base de subsídios (taxas reais negativas de juros), terão que aceitar, abruptamente, a idéia de efetivamente pagar algo pelo seu uso, como de fato pagam pelo uso dos outros recursos.

No Brasil, as taxas de juros em vigor nos últimos anos têm sido a níveis negativos em termos reais, habituando os empresários a utilizarem-se amplamente de recursos de terceiros. Uma reestruturação na forma em que operam, em vista dos custos financeiros passarem a representar relativamente mais, se processaria gradativamente e exigiria grande esforço por parte dos empresários, quando motivada pela desinflação. Se pretendida subitamente, como no caso da aplicação da correção monetária aos débitos,

exigirá esforço substancialmente maior e porá em risco a vida das próprias empresas.

Cumpra, portanto, concluir que ao se estudar a implementação da correção monetária para os depósitos e empréstimos bancários, chega-se a um verdadeiro impasse. As empresas, acostumadas às distorções inflacionárias, sentem dificuldades efetivas em pagar juros reais da ordem de até 12% ao ano. Os intermediários financeiros, notadamente os bancos comerciais, hoje responsáveis por mais de 80% do financiamento concedido ao setor privado, estruturados conforme a inflação, vêem-se impedidos, a curto prazo, de reduzir a quase 1/3 sua parcela de intermediação. Os poupadores, conhecedores da inflação, não canalizam somas adicionais significantes para os depósitos a prazo, a não ser que se os remunerem adequadamente. Forma-se assim um ciclo que só poderá ser quebrado com um ajustamento gradual dos três tipos de agentes envolvidos. A cláusula da correção monetária, que se mostra satisfatória somente para um dos tipos de agentes, os fornecedores de recursos, é, portanto, de aplicabilidade limitada. Pouco poderá antecipar, a nosso ver, o ajustamento do processo causado simplesmente pela desinflação persistente, que é, sem dúvida alguma, a melhor fórmula de recuperar-se o mercado financeiro e de capitais no Brasil.

VIII.2 — Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

VIII.2.1 — Histórico

A cláusula de correção monetária nas transações financeiras de prazos superiores a um ano, benefício que foi posteriormente estendido às operações de prazos mais curtos, foi um grande passo no sentido de admitir uma verdadeira economia de mercado para as transações financeiras. Passou-se a encarar com realismo os efeitos da inflação sobre o mercado de capitais. Admitiu-se explicitamente que o limite estabelecido pela Lei de Usura às taxas de juros deve ser aplicado aos juros reais e não aos nominais, quando estes se diferem pela variação no poder de compra da moeda ao longo do tempo.

A institucionalização da correção monetária para as transações financeiras criou a possibilidade de emprestadores e tomadores de dinheiro transacionarem em condições de igualdade, evitando o ganho dos mutuantes em prejuízo dos mutuários, já tão conhecido dos períodos de inflação. Tornou possível o início de uma campanha de captação de poupanças através de títulos com prazos mais longos de vencimento, o que veio beneficiar, de pronto, os setores público e privado da economia.

Em vista disto, o Governô decidiu-se a restaurar o prestígio dos seus títulos e a utilizar-se da Dívida Pública como forma de captação de fundos não inflacionários para seu financiamento. Para tanto, criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional com o sério propósito de remunerar adequadamente os supridores de recursos que, além de verem defendidos contra as variações no nível de preços, deveriam receber juros anuais de 6%, no primeiro lançamento e 8%, nos últimos. O sucesso alcançado por essa alternativa de investimento financeiro à disposição dos poupadores foi significativa, mostrando inclusive um mercado potencial amplo para tal tipo de Obrigações.

A posição da Dívida Pública em 30 de junho de 1966, que passaremos a relatar, mostra o impulso tomado por esta ação do mercado de capitais, que abriu novas perspectivas aos investidores e também aos tomadores de empréstimos. O Governô, havendo sido o pioneiro no lançamento dos títulos com a cláusula de reajuste conforme índices de variações nos preços, absorveu parcela considerável dos recursos a prazos maiores. Mas esforçou-se para introduzir o método nas áreas do setor privado da economia, através da Resolução 21, do Banco Central. Infelizmente, a tentativa foi frustrada. A Resolução 21 possibilitava às firmas se comprometerem ao pagamento de juros acrescidos da correção monetária aos tomadores de seus títulos, com a vantagem de que a correção monetária seria efetivamente desembolsada pela firma até determinado limite e o restante seria coberto pelo Tesouro Nacional. Tudo isto se fazia através do complicado mecanismo (envolvia as Sociedades de Crédito e Financiamento, o Tesouro, a Firma Beneficiária, Letras de Câmbio, Duplicatas, Obrigações do Tesouro e Bôlsa de Valôres), dando origem a inúmeras distorções,

que se tornaram conhecidas por «boneco» ou «buda». Estas distorções terminaram por impedir que se continuasse permitindo tais operações que, em 3 meses de vigência, acarretaram considerável prejuízo aos cofres do Tesouro.

Terminada a interferência do Govêrno na tentativa de implementar o sistema da correção monetária para as transações do setor privado, as próprias emprêsas, lentamente, foram se introduzindo no mercado. Há boa aceitação do tipo de papel reajustável pelos poupadores e espera-se que a regulamentação das debêntures reajustáveis e conversíveis em ação da qual falaremos mais adiante traga boa ajuda ao financiamento das emprêsas nacionais.

Como mencionamos, as Obrigações Reajustáveis vêm-se revelando como um instrumento eficaz para o financiamento não inflacionário dos desequilíbrios de Caixa do Tesouro Nacional. Conforme assinala a mensagem presidencial que encaminhou a proposta orçamentária para 1967, a colocação de Obrigações do Tesouro cobriu 53% do *deficit* de caixa. As previsões para 1966 indicam que provávelmente serão colocados Cr\$ 250 bilhões em Obrigações. Este montante deverá corresponder a 60% do *deficit* programado de caixa, o que terá considerável diminuição das pressões inflacionárias originadas no setor público.

VIII.2.2 — Posição da Dívida Pública em 30-6-1966

A Dívida Pública interna atingia, a preço corrente, Cr\$ 1.546,8 bilhões a 30 de junho de 1966, dos quais 96,5% representavam o volume total de títulos públicos emitidos e o restante os juros desta dívida. A composição da Dívida era a seguinte:

NATUREZA DAS OBRIGAÇÕES	VALOR (*) Cr\$	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
1 — Obrigações do Tesouro.....	1.229.198.888.577	79,5
2 — Recuperação Financeira.....	9.618.455.000	0,6
3 — Adicional Reajustável.....	178.017.704.266	11,5
4 — Previdência Social.....	130.134.851.328	8,4
TOTAL.....	1.546.869.899.171	100,0

(*) Títulos, juros e correção monetária a contar da data da emissão até junho de 1966.

fornece uma indicação do total dos fundos para o resgate da Dívida Interna no período de janeiro a junho do próximo ano, medidos a preços dos títulos em junho de 1966. O débito deverá ser da ordem de aproximadamente 295,1 bilhões de cruzeiros, a preços de junho de 1966, não se incluindo neste total os juros devidos até aquela data.

QUADRO 17

ESTIMATIVA DOS ENCARGOS COM O RESGATE DAS OBRIGAÇÕES DO
TESOURO (*) NO PERÍODO DE JANEIRO A JUNHO, 1967
A PREÇOS DE JUNHO DE 1966

M Ê S	QUANTIDADE EMITIDA DE JANEIRO/JUNHO DE 1966 (**)	PREÇOS DE JUNHO DE 1966	VALOR (Cr\$)
Janeiro.....	1.158.657	19.090	22.116.853.130
Fevereiro.....	1.197.615	19.090	22.862.470.257
Março.....	1.124.923	19.090	21.474.780.070
Abril.....	2.439.087	19.090	46.562.170.850
Maió.....	9.480.681	19.090	180.969.200.290
Junho.....	60.265	19.090	1.150.488.850
TOTAL.....			295.134.963.620

(*) A este total deve-se acrescentar 6.850.000 Obrigações (Estados e Municípios, Lei 4770/65), que constituem uma emissão especial com 6 meses de prazo, sem correção monetária e percepção de juros. Resgate: fevereiro de 1967.

(**) Somente estão incluídas as Obrigações Voluntárias com prazo de resgate de um ano. As demais somente começarão a ser liquidadas posteriormente.

No entanto, a responsabilidade efetiva do Tesouro Nacional é inferior a este montante, no qual se inclui uma parcela ponderável que é débito do setor privado. A razão disto é que, pelo mecanismo posto em prática pela Resolução 21, do Banco Central, o Tesouro foi autorizado a emitir Obrigações Reajustáveis e aplicar o produto de venda destes títulos no financiamento às empresas.

É óbvio que, nestas condições, o Tesouro agiu somente como intermediário no processo de captação de recursos destinados ao setor privado. No período de 4 de abril a 31 de maio de 1966, foram colocadas junto ao público 11.637.385 Obrigações Reajustáveis, de acordo com os objetivos da Resolução 21. A preços de junho de 1966, aquele montante representa um total de Cr\$ 222.157.679.650, que constitui responsabilidade direta das emprê-

i) As Obrigações do Tesouro

Englobam os vários títulos públicos emitidos com correção monetária e cujos prazos de resgate variam de um a vinte anos. Como tais Obrigações representam a parcela mais importante do total da Dívida Interna (aproximadamente 80% do total do débito em 30/6/1966), uma análise mais específica de sua estrutura é necessária

Do total da Dívida originada destas Obrigações, Cr\$ 1.201,1 bilhões, ou seja 97,7% equivalem à emissão de títulos e os 2,3% restantes representam os juros sobre aquele total.

De acordo com o prazo de resgate, os dados disponíveis possibilitam a separação entre os títulos com prazo de liquidação de um ano e os com prazo variando entre dois a cinco anos, cinco a oito anos e vinte anos, sendo que os de vinte anos equivalem a mais ou menos 42% do total dos títulos de prazo de resgate superior a um ano emitidos até 30 de junho de 1966.

ii) Títulos com resgate dentro de um ano

Estes representaram 33% do total das Obrigações naquela data, o que significa que 67% das Obrigações são devidas em prazo superior a um ano, a partir do período em foco. O total da Dívida vinculada às Obrigações vencíveis em um ano assim se distribui:

	VALOR Cr\$	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
Subscrição	344.629.902.880	84,8
Correção monetária (até junho de 1966) .	54.344.164.940	13,4
Juros.....	7.750.461.742	1,8
TOTAL.....	406.642.509.662	100,0

Devido à proximidade do prazo de resgate, é útil tentar-se uma quantificação dos recursos necessários à liquidação de tais débitos. De janeiro a junho de 1967, os únicos títulos sujeitos a resgate deverão ser as Obrigações Voluntárias de um ano, que foram emitidas de janeiro a junho de 1966. O quadro a seguir

i) *As Obrigações do Tesouro*

Englobam os vários títulos públicos emitidos com correção monetária e cujos prazos de resgate variam de um a vinte anos. Como tais Obrigações representam a parcela mais importante do total da Dívida Interna (aproximadamente 80% do total do débito em 30/6/1966), uma análise mais específica de sua estrutura é necessária.

Do total da Dívida originada destas Obrigações, Cr\$ 1.201,1 bilhões, ou seja 97,7% equivalem à emissão de títulos e os 2,3% restantes representam os juros sobre aquele total.

De acordo com o prazo de resgate, os dados disponíveis possibilitam a separação entre os títulos com prazo de liquidação de um ano e os com prazo variando entre dois a cinco anos, cinco a oito anos e vinte anos, sendo que os de vinte anos equivalem a mais ou menos 42% do total dos títulos de prazo de resgate superior a um ano emitidos até 30 de junho de 1966.

ii) *Titulos com resgate dentro de um ano*

Estes representaram 33% do total das Obrigações naquela data, o que significa que 67% das Obrigações são devidas em prazo superior a um ano, a partir do período em foco. O total da Dívida vinculada às Obrigações vencíveis em um ano assim se distribui:

	VALOR Cr\$	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
Subscrição	344.629.902.880	84,8
Correção monetária (até junho de 1966) ..	54.344.164.940	13,4
Juros	7.750.461.742	1,8
TOTAL	406.642.609.662	100,0

Devido à proximidade do prazo de resgate, é útil tentar-se uma quantificação dos recursos necessários à liquidação de tais débitos. De janeiro a junho de 1967, os únicos títulos sujeitos a resgate deverão ser as Obrigações Voluntárias de um ano, que foram emitidas de janeiro a junho de 1966. O quadro a seguir

fornece uma indicação do total dos fundos para o resgate da Dívida Interna no período de janeiro a junho do próximo ano, medidos a preços dos títulos em junho de 1966. O débito deverá ser da ordem de aproximadamente 295,1 bilhões de cruzeiros, a preços de junho de 1966, não se incluindo neste total os juros devidos até aquela data.

QUADRO 17

ESTIMATIVA DOS ENCARGOS COM O RESGATE DAS OBRIGAÇÕES DO
TESOURO (*) NO PERÍODO DE JANEIRO A JUNHO, 1967
A PREÇOS DE JUNHO DE 1966

M Ê S	QUANTIDADE EMITIDA DE JANEIRO/JUNHO DE 1966 (**)	PREÇOS DE JUNHO DE 1966	VALOR (Cr\$)
Janeiro	1.158.557	19.090	22.116.855.130
Fevereiro	1.197.615	19.090	22.862.470.350
Março	1.124.923	19.090	21.474.780.070
Abril	2.439.087	19.090	46.562.170.800
Maior	9.480.681	19.090	180.968.200.290
Junho	60.265	19.090	1.150.488.850
TOTAL			295.134.963.520

(*) A este total deve-se acrescentar 6.850.000 Obrigações (Estados e Municípios, Lei 4770/65), que constituem uma emissão especial com 6 meses de prazo, sem correção monetária e percepção de juros. Resgate: fevereiro de 1967.

(**) Somente estão incluídas as Obrigações Voluntárias com prazo de resgate de um ano. As demais somente começarão a ser liquidadas posteriormente.

No entanto, a responsabilidade efetiva do Tesouro Nacional é inferior a este montante, no qual se inclui uma parcela ponderável que é débito do setor privado. A razão disto é que, pelo mecanismo posto em prática pela Resolução 21, do Banco Central, o Tesouro foi autorizado a emitir Obrigações Reajustáveis e aplicar o produto de venda destes títulos no financiamento às empresas.

É óbvio que, nestas condições, o Tesouro agiu somente como intermediário no processo de captação de recursos destinados ao setor privado. No período de 4 de abril a 31 de maio de 1966, foram colocadas junto ao público 11.637.385 Obrigações Reajustáveis, de acordo com os objetivos da Resolução 21. A preços de junho de 1966, aquele montante representa um total de Cr\$ 222.157.679.650, que constitui responsabilidade direta das emprê-

sas. Se deduzirmos êste montante da estimativa apresentada anteriormente, teremos o encargo efetivo do Tesouro para o resgate das Obrigações Reajustáveis no período janeiro a junho de 1967, que deverá reduzir-se a Cr\$ 72.977.283.870.

iii) *Titulos com resgate superior a um ano*

A 30/6/1966, os encargos provenientes das Obrigações com prazo de resgate entre 2 e 20 anos foram assim distribuídos:

	VALOR (Cr\$)	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
Doações.....	250.000.017.200	30,4
Subscrição.....	461.927.678.200	55,0
Correção monetária (até junho de 1966).....	100.328.106.200	12,2
Juros.....	20.318.577.415	2,4
TOTAL.....	822.574.379.015	100,0

Se excluirmos o Fundo de Indenização Trabalhista (que, pela sua própria natureza, deverá ser refinanciado através de colocação de novos títulos), poderemos ter uma idéia da distribuição das emissões, de acordo com o prazo de resgate:

NATUREZA	QUANTIDADE EMITIDA ATÉ JUNHO DE 1966	PRAZO DE RESGATE	PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL
1 — Correção Ativo.....	5.597.057	5 anos	15,9
2 — Empréstimo Compulsório.....	61.735	3 anos	0,32
3 — Lucro Imobiliário.....	10.806	5 anos	0,18
4 — Abatimento Renda Bruta.....	449.798	2 anos	1,3
5 — Voluntárias.....	14.605.801	2 a 5 anos	40,0
6 — Doações.....	15.060.242	20 anos	42,3
TOTAL.....	35.885.439		100,0

Pode-se verificar que 42,3% destas emissões até junho de 1966 somente deverão ser liquidadas daí a 20 anos, 16% serão liquidadas em 5 anos e 1,6% entre 2 a 3 anos. No entanto, para

os 40% do total emitido, correspondendo às Voluntárias cujo prazo de resgate varia entre 2 e 5 anos, não foi possível um desdobramento mais minucioso.

A posição da Dívida Interna em 30/6/66 pode ser assim sintetizada: as Obrigações Reajustáveis do Tesouro mantêm indiscutível ascendência na composição da Dívida Pública, quando comparadas aos títulos não reajustáveis. Com relação aos primeiros, nota-se que a maior parte dos encargos (subscrição, juros e correção monetária) distribui-se entre 2 e 20 anos, ao passo que 33% do total são devidos no prazo de 1 ano.

O vencimento dos títulos da Dívida Pública nos diversos períodos apontados não implica necessariamente no seu resgate em forma líquida por parte do Governo. Há sempre a possibilidade, conforme já apontamos anteriormente, de um reescalonamento da saída de Caixa das Autoridades, através da colocação de novos títulos junto ao público, de modo a fazer face ao pagamento integral ou parcial daquele que se venceu.

Evidentemente, no caso especial da substituição integral das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, os valores absolutos das novas emissões deverão ser acrescidos da parcela correspondente à correção monetária dos títulos originais, em vista do desgaste sofrido pelo valor da moeda durante o período de maturação da dívida inicial. Todavia, se expressas em poder de compra (moeda constante), as emissões serão tão somente acrescidas do montante relativo aos juros já vencidos sobre a Dívida. Desta forma, a substituição das Obrigações vencidas por novas Obrigações implica a existência de um mercado adequado para a absorção dos títulos oferecidos pelo Governo. Tudo indica que o combate à inflação, por si só, seja bastante eficiente para o desenvolvimento deste mercado de capitais.

Por outro lado, a opção ou necessidade (pela eventual dificuldade na colocação de novos títulos) do efetivo resgate da Dívida seria acompanhada de uma programação de pagamentos distribuída por período suficientemente longo para não causar impactos expansionistas indesejáveis que viessem a comprometer a política de contenção inflacionária objetivada pelo Governo.

VIII.2.3 — Rendimento real das obrigações voluntárias

Passamos a considerar o rendimento real das Obrigações Reajustáveis do Tesouro, de subscrição voluntária e com prazo de maturidade de 1 ano. As emissões deste tipo de Obrigações ocorreram inicialmente em setembro de 1965 e daí por diante se vêm fazendo em escala crescente. Prova disto é o fato de que, em 1965, as Obrigações Voluntárias representavam 28,9% do total da subscrição das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, e atingiram em agosto de 1966 a percentagem de 55%. O quadro abaixo indica a quantidade emitida e o valor da emissão.

QUADRO 18
OBRIGAÇÕES REAJUSTÁVEIS — SUBSCRIÇÃO VOLUNTÁRIA
— PRAZO DE 1 ANO —

	QUANTIDADE EMITIDA	VALOR (BILHÕES DE CRUZEIROS)
1965 (set. até dez.).....	5.455.270	87.2
1966		
Janeiro.....	1.159.577	19.2
Fevereiro.....	1.197.615	20.4
Março.....	1.124.923	19.4
Abril.....	2.459.087	42.9
Maio.....	9.480.681	173.3
Junho.....	60.265	1.1
TOTAL.....	20.894.398	363.6

Fonte: Banco Central

O valor total das emissões vem crescendo a cada período em virtude do próprio aumento na quantidade das Obrigações emitidas e dos reajustamentos concedidos ao valor de cada Obrigação. De fato, o valor nominal das Obrigações vem sendo reajustado mensalmente conforme as variações no Índice Geral de Preços, através de portarias do Ministro da Fazenda (Lei 4.357 de 16/7/64).

No cômputo da taxa de retorno do investimento financeiro na compra de Obrigações Reajustáveis, procurou-se atentar para as características peculiares do papel envolvido na transação. O fluxo de renda nominal proveniente de sua aquisição compõe-se de duas partes: o montante anual de pagamentos de juros sobre o valor ao

par do título e o reajustamento periódico no valor nominal da Obrigação que acompanha as oscilações no poder aquisitivo da moeda em que é expressa. O total do fluxo de renda nominal originado neste tipo de aplicação é que deve ser relacionado ao valor do principal investido para o cálculo da taxa de rendimento.

Duas hipóteses serão feitas que tornarão mais simples as operações envolvidas na computação das taxas de rendimento. A primeira supõe que o aplicador adquira o título pelo seu valor ao par; a segunda considera que o aplicador detém o título até o seu prazo de resgate. Ambas as hipóteses são bastante realistas.

O quadro abaixo contém as informações a serem utilizadas em nossa análise:

QUADRO 13
OBRIGAÇÕES REAJUSTÁVEIS DO TESOUREIRO NACIONAL
PRAZO DE MATUREZAÇÃO DE 1 ANO

DATA	SUBSCRIÇÃO VALOR UNITÁRIO	DATA	RESGATE VALOR UNITÁRIO	RENDA TOTAL ANUAL (Correção + Juros)
1965		1965		
Setembro.....	15.700	Setembro.....	21.010	6.357
Outubro.....	15.600	Outubro.....	21.010	6.730
Novembro.....	16.050	Novembro.....	22.130	7.213
Dezembro.....	16.300	Dezembro.....	22.690	7.555
1966		1966		
Janeiro.....	10.600	Janeiro.....	23.230	7.927
Fevereiro.....	17.050	Fevereiro.....	(*) 23.510	(*) 7.651
Março.....	17.330	Março.....	(*) 21.020	(*) 7.915
Abril.....	17.600	Abril.....	(*) 21.510	(*) 8.200
Maió.....	18.290	Maió.....	(*) 23.050	(*) 8.064
Junho.....	19.000	Junho.....	(*) 25.500	(*) 7.797

Fonte: Banco Central.

(*) Dados Provisórios.

Verificamos que para os títulos lançados em setembro, outubro, novembro e dezembro de 1965 e janeiro de 1966, para os quais dispomos de dados definitivos, obtém-se uma média razoável de rendimento.

O quadro a seguir evidencia este fato, acusando para o período setembro 1965 a janeiro 1966, uma média das taxas de rendimentos reais de 1,19%.

Desta forma, parece-nos que as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional traduziram-se em uma experiência bastante pro-

missora, trazendo ao mercado brasileiro de capitais a possibilidade de oferecer aos aplicadores um título com rendimento real assegurado.

QUADRO 20
OBRIGAÇÕES REAJUSTÁVEIS — SUBSCRIÇÃO VOLUNTÁRIA
TAXAS MÉDIAS POR MÊS DE RENDIMENTO ATÉ A MATURIDADE

EMIÇÃO EM	NOMINAL (%)	REAL (%)
1965:		
Setembro.....	3,67	0,25
Outubro.....	3,56	1,94
Novembro.....	3,75	2,72
Dezembro.....	3,85	2,12
1966:		
Janeiro.....	3,92	— 1,02
Fevereiro (*).....	3,73	— 0,45
Março (*).....	3,82	— 0,07
Abril (*).....	3,87	— 0,88
Maior (*).....	3,67	1,43
Junho (*).....	3,40	1,57

(*) Dados Provisórios.

VIII.2.4 — Os riscos da aplicação

A emissão das Obrigações Reajustáveis certamente elimina a possibilidade de variações no valor real do investimento em virtude de modificações no nível geral dos preços. Desde que o montante da renda proveniente da aplicação e o valor do principal acompanham o crescimento dos preços internos, esta cláusula de correção monetária assegura completa proteção (11) contra os riscos de mudanças no poder de compra do cruzeiro. Compreende-se, desta forma, que estes títulos devem exercer considerável atração para os investidores.

Parece que, no caso dos títulos reajustáveis, o maior risco que influencia as decisões dos poupadores, é o do «default», isto é, a avaliação por parte do aplicador da capacidade do Tesouro em poder fazer frente a uma dívida pública em constante expansão. Neste respeito, a breve revisão da experiência brasileira passada, feita nos itens anteriores, parece justificar o receio dos investidores

(11) Na hipótese de que o valor nominal iguale o valor de mercado do título.

em aplicar suas poupanças em títulos públicos até o surgimento das Reajustáveis.

O ponto essencial agora é manter a confiança que se vem conquistando do aplicador. Isto — já se disse páginas atrás — só é conseguido mediante uma tradição de pontualidade no reembolso do capital e juros quando devidos, que contribua para o prestígio dos títulos do Governo junto ao público. O Governo está firmemente empenhado na reabilitação do seu crédito e, para tanto, esforçou-se para resgatar as Obrigações já vencidas no correr do presente ano. Cabe ao novo Governo a tarefa de consolidação da confiança dos investidores nos títulos públicos, oferecendo-lhes uma remuneração que lhes permita competir com os títulos da dívida privada, assegurando aos seus tomadores um fluxo de rendimentos contínuo e liquidando suas obrigações nos prazos devidos.

Quanto ao risco proveniente de mudanças na taxa de juros as flutuações assumem um duplo aspecto: modificação no valor do principal investido e modificações no montante de rendimentos mensais provenientes de um dado volume de títulos públicos. Se aceitarmos a hipótese de que o investidor conserva o título em seu poder até o prazo de maturidade, eliminamos, conseqüentemente, o risco de alteração no valor do principal devido a mudança na taxa de juros, já que os títulos deverão ser liquidados ao par. Além do mais mesmo abstraindo-nos daquela hipótese, pode-se dizer que tal tipo de risco será diminuto, tendo-se em conta que estamos analisando os títulos públicos com prazos de maturidade relativamente curtos. Quanto ao segundo tipo de risco proveniente de flutuações na taxa de juros, a sua quantificação exigirá um conhecimento do preço destes títulos negociados em bolsa, desde as primeiras emissões. Na ausência destas informações de natureza empírica, algumas generalizações teóricas podem ser aceitas como válidas. Entre elas, a maior instabilidade das taxas de juros a curto prazo em comparação às taxas prevalentes para títulos com maior prazo de resgate. No caso brasileiro, a verificação deste fato é prejudicada pela inexistência de um mercado de títulos a longo prazo. De fato, data de pouco o esforço governamental para estabelecimento de um mercado de capitais onde títulos com diversos prazos de maturidade pudessem ser transacionados.

IX. A Moeda Estrangeira como Investimento

IX.1 — O Dólar Como Alternativa Para o Investidor

Uma ocorrência já assinalada por estudiosos da inflação em vários países é a tendência dos investidores nacionais à aquisição de moeda estrangeira, à medida que os preços internos aumentam. Poderíamos enumerar duas razões preponderantes pelas quais há procura de moeda estrangeira como forma de aplicação de poupanças.

a) defesa do poder aquisitivo dos haveres monetários, face à elevação contínua dos preços domésticos (moeda forte);

b) defesa do uso imediato da reserva monetária, na vigência de qualquer perturbação de ordem político-social (moeda internacional).

Uma terceira razão, de caráter menos duradouro do que as duas acima enunciadas, diz respeito à possibilidade de se perceber um ganho real em termos de moeda nacional, quando a situação do balanço de pagamentos e a crescente disparidade entre preços internos e externos fazem prever uma depreciação da taxa cambial. Tais fatos requerem uma maior elaboração.

Numa economia que transaciona com o resto do mundo, os preços internos guardam uma relação com os preços externos. Se estes permanecem constantes ou aumentam pouco durante certo

período, ao passo que os preços internos sobem continuamente, a variação na taxa cambial deveria refletir a alteração no poder aquisitivo da moeda nacional. No entanto, isto exigiria a manutenção de uma taxa cambial completamente flexível, o que não constitui uma medida de fácil aceitação entre as autoridades governamentais. De fato, modificações na taxa de câmbio têm repercussões internas muito importantes sobre o nível de preços, renda, emprego e produção, que conduzem as autoridades a intervenções no mercado cambial para evitar flutuações violentas ou conservar a taxa cambial nos limites julgados razoáveis.

No Brasil, a intervenção do governo na determinação da taxa cambial tem sido uma constante, principalmente desde os anos de pós-guerra. Esta intervenção tornou-se mais freqüente à medida que a inflação interna ganhava «momentum», originando mesmo um processo cumulativo, segundo o qual, a alta dos preços internos e a tendência à manutenção de *deficit* no Balanço de Pagamentos forçavam a uma desvalorização cambial; esta, por sua vez, contribuiu para a elevação dos preços, que acarretava a necessidade de posterior depreciação do cruzeiro, e assim por diante. (12)

Um relato muito breve da política cambial brasileira mostra uma série de interferências na determinação da taxa de câmbio. Desde 1947, experimentamos diversas modificações do sistema cambial. Até 1953, predominou o sistema de controle quantitativo sob a égide da CEXIM, a qual permitiu a manutenção de uma taxa cambial fixa e supervalorizada. De 1953 a 1957, adotou-se o sistema de taxas múltiplas, eliminando-se as restrições quantitativas e criando-se um sistema de leilão de divisas. Novas modificações foram introduzidas durante o período entre 1957 e 1961, especialmente nas categorias para importação, mas sem inovações básicas na orientação da política cambial.

A partir de 1961, com a Instrução nº 204 da SUMOC, dá-se os primeiros passos para uma progressiva liberalização do comércio

(12) Para uma tentativa de quantificação das interrelações entre nível de preços e taxa cambial, ver: A. Delfim Netto, A. Celso Pastore, Pedro Cipollari e Eduardo P. Carvalho: «Alguns aspectos da Inflação Brasileira» — Estudo Anpes n.º 1, S. Paulo, 1965, Cap. 6.

exterior. As cambiais podem ser negociadas no mercado livre (com excessão das provenientes da exportação de café e cacau), eliminando, conseqüentemente, o sistema de licitação de divisas. As posteriores instruções da SUMOC continuam esta tendência à simplificação do comércio exterior. A crise política de agosto de 1961 ensejou um ligeiro retrocesso nesta tendência, porém, de curta duração. Já em inícios de 1962, retorna-se à orientação de liberalização de mercado cambial. No entanto, ao fim do primeiro semestre daquele ano, o agravamento das tensões políticas determina que as autoridades voltem a interferir no mercado de câmbio. Daí em diante as intervenções se tornam mais freqüentes e o irrealismo da taxa cambial é atestado pelo surgimento de artifícios destinados a contornar as distorções do sistema. Para fazer frente à grave crise cambial no início de 1964, o govêrno intenta de novo uma simplificação no mercado de câmbio, simplificação esta que se torna mais efetiva após a mudança de orientação na política econômica em abril de 1964. O retôrno à taxa única de cambio é intentado pela Instrução nº 270, de 9 de maio de 1964. Procurou-se, ao mesmo tempo, fixar níveis realistas para a taxa cambial a fim de estimular as exportações. O cruzeiro foi desvalorizado em fins de 1965 e comêço de 1967, e se procurou estabelecer uma política cambial mais realista.

O aparecimento de artifícios destinados a contornar o irrealismo da taxa cambial, principalmente nos primeiros anos da década de sessenta, constitui um indicador da situação de desequilíbrio no mercado de câmbio. Esta situação não podia ser mantida por muito tempo, dado que existe um limite ao aumento do endividamento interno. O reajustamento torna-se, portanto, inevitável e, com êle, a possibilidade para o investidor de realizar um ganho de capitais em moeda nacional no momento da desvalorização do cruzeiro. Para o investidor a curto prazo, que não se interessava de maneira preponderante pela defesa do valor de seus ativos monetários, a compra de dólares representava a obtenção de um rendimento sôbre o capital investido que deveria ser superior aos rendimentos de qualquer outra alternativa existente no mercado de capitais. Poderemos estabelecer a condição para que o aplicador, neste caso, aufira um rendimento real positivo, decorrente de uma troca de cruzeiros

por dólares e subsequente venda de dólares por cruzeiros. O investidor financeiro prevê que uma depreciação cambial deverá ocorrer no tempo t , adquire dólares no tempo $(t - n)$ e vende-os após a desvalorização, no período $(t \div m)$. Seu rendimento real será positivo somente se:

$r_d > p + s$, onde

- r_d rendimento em moeda nacional, em percentagem proveniente de uma compra de dólares no período $(t - n)$ e subsequente venda no período $(t \div m)$
- p taxa de inflação entre os períodos $(t - n)$ e $(t \div m)$
- s sobrevalorização ou subvalorização da taxa cambial entre período $(t - n)$ e período t , expressa em termos de taxa percentual. O montante do desajuste deve ser indicado pela diferença entre a taxa de câmbio no período $(t - n)$ e a taxa de câmbio de equilíbrio.

Este será, em linhas gerais, o método usado para o cálculo do rendimento real dos aplicadores em dólares, durante o período 1961/66. No entanto, devido às dificuldades em se definir uma taxa de câmbio de equilíbrio, a percentagem de sobrevalorização ou subvalorização da moeda nacional não será estimada, o que nos deixa com um cálculo do rendimento real da aplicação em dólares um tanto ou quanto aproximado.

IX. 2 — Taxa Cambial e Inflação

O Gráfico 9 mostra a evolução mensal do índice geral de preços por atacado e a do índice das cotações médias mensais do dólar americano, para o período jan. 1960/fev. 1966. Pode-se verificar que o índice de preços por atacado apresenta uma tendência crescente mais ou menos contínua durante todo o período. De outro lado, não se nota o mesmo fato para o índice da cotação do dólar, cuja curva apresenta altos e baixos pronunciados. Isto é mais evidente pela inspeção do Gráfico 10 onde os dados do gráfico anterior foram ajustados pela média móvel no período de seis meses.

GRÁFICO 10

ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO E ÍNDICE DO VALOR DO DÓLAR

MÉDIAS MÓVEIS

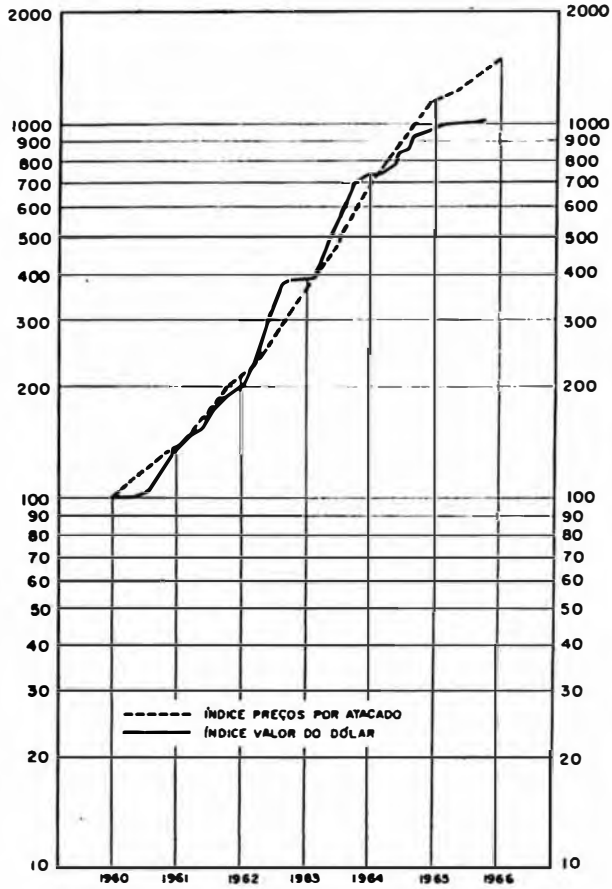
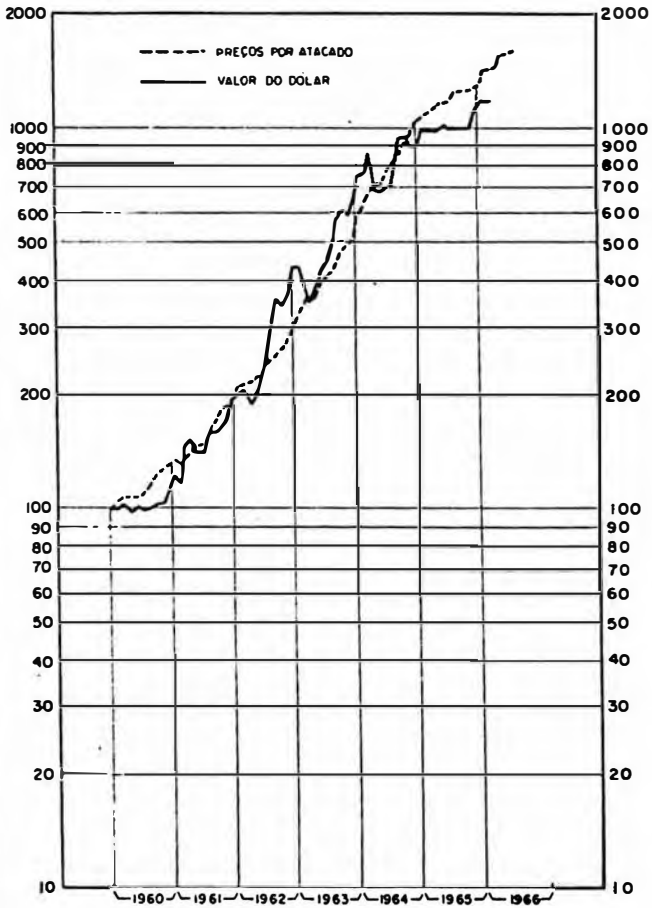


GRÁFICO 9

ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO E ÍNDICE DO VALOR DO DÓLAR

1953 = 100



Conseguiu-se, desta maneira, uma atenuação de ambas as curvas. O índice de cotação do dólar apresenta um nítido avanço por sucessivos patamares, o que contrasta sobremaneira com a contínua evolução do índice de preços por atacado.

Verifica-se pelo gráfico que não houve um exato paralelismo entre o crescimento dos preços por atacado e a desvalorização do cruzeiro. Embora, em alguns períodos, a taxa cambial tenha sido congelada, apesar da contínua inflação interna, em outras épocas, a perda de valor do cruzeiro em relação ao dólar foi mais acentuada do que o crescimento dos preços por atacado. A comparação da taxa cambial com o índice de custo de vida na Guanabara dá uma melhor indicação do poder aquisitivo do cruzeiro no mercado interno comparado à sua cotação em termos de moeda forte. O Gráfico 11 mostra a relação entre o índice das cotações de venda do dólar e o índice de custo de vida na Guanabara, no período 1960/66. Se tomarmos tal relação como indicativa do valor deflacionado da taxa cambial, nota-se que o valor do dólar em termos de moeda nacional de poder aquisitivo constante vem sofrendo oscilações. No período abril de 1962 a abril de 1964, por exemplo, a desvalorização do cruzeiro no mercado externo foi mais elevada do que a perda de poder aquisitivo no mercado doméstico. Tendência inversa vem sendo observada desde o início do segundo semestre de 1964 (13).

As flutuações nesta relação devem refletir duas séries de fenômenos: as oscilações do valor da taxa cambial decorrentes das operações do balanço de pagamento e flutuações não-associadas àquelas transações, mas que denotam o funcionamento de outras variáveis para determinar a taxa cambial existente. Entre estas outras variáveis está a demanda de dólares como uma forma de conservar intato o valor de um ativo monetário e mesmo propiciar ganhos de capital para o investidor financeiro. À primeira vista, a observação do Gráfico 11 parece sugerir que os rendimentos oferecidos por este tipo de transação variaram consideravelmente

(13) Obviamente, estas conclusões à base de números-índices refletem de maneira primordial o comportamento das séries em relação ao período base. No presente trabalho, tomou-se como período-base o mês de janeiro de 1960.

no período em análise. De maneira aproximada, o gráfico permite indicar as épocas em que a compra de dólares resultou em ganhos líquidos, como comprador do 3º caso, se este pudesse antecipar com certeza a data da próxima desvalorização cambial. Como o conhecimento prévio da data de desvalorização do cruzeiro variava de acordo com as suposições que cada aplicador em potencial mantinha a respeito de como o Governo iria manipular a política cambial, isto favorecia a especulação em torno da compra de dólares.

IX.3 — Custos e Riscos da Aplicação

Para os investidores a curto prazo, uma aplicação em dólares parecia, ao mesmo tempo, livre de riscos e o mínimo capaz de garanti-los contra a desvalorização interna do cruzeiro. Neste item, pretendemos analisar de maneira mais ampla os custos e riscos envolvidos na operação de compra de dólares. O segundo ponto, o do rendimento real desta aplicação, será considerado nos próximos itens.

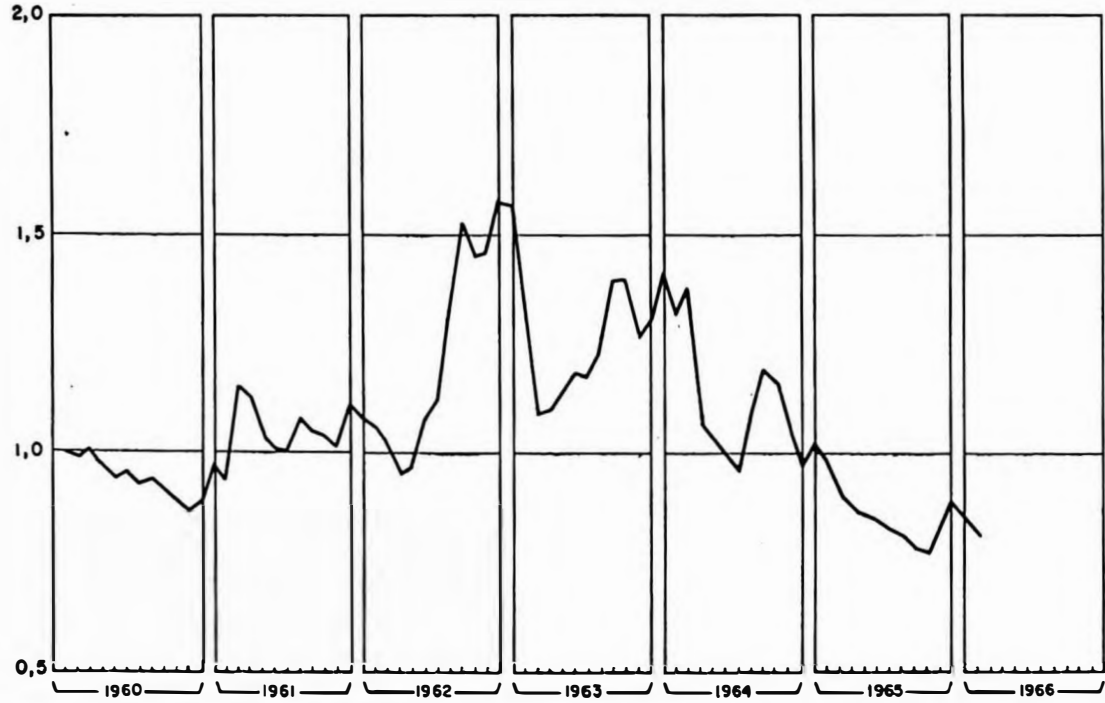
O aplicador que decide incluir a compra de dólares como uma das componentes de seu patrimônio deve ter procedido a comparação entre a série de rendimento provável futuro e os custos e riscos envolvidos na operação. Os custos, neste caso, compreendem os rendimentos que seriam obtidos pela aplicação dos mesmos recursos em outros ativos à disposição do investidor.

Qualquer comparação entre os rendimentos de um ativo com o proveniente da aquisição de dólares e subsequente depreciação cambial, é dificultada pelo fato de que as desvalorizações do cruzeiro não ocorreram de maneira sistemática e entre espaços de tempo mais ou menos uniformes.

Em conseqüência, os rendimentos deste tipo de aplicação aparecem descontinuamente. Para compará-los com os fluxos de renda mais ou menos regulares, provenientes de outras formas de ativo, teríamos que especificar a taxa de juros relevante para o nosso caso e isso, de nenhuma maneira, constitui um problema de fácil solução.

RAZÃO ENTRE O ÍNDICE DAS COTAÇÕES MÉDIAS MENSAIS DE VENDA DO DÓLAR AMERICANO E O ÍNDICE DO CUSTO DE VIDA NA GUANABARA

GRÁFICO II



Para os efeitos dêste trabalho, vamos nos basear em algumas hipóteses extremas. A primeira diz que o possível investidor financeiro é perfeitamente capaz de prever com certeza a data exata da desvalorização cambial. A segunda hipótese estabelece que o aplicador procura tornar mínimo o período em que êle detém o dólar, reduzindo, desta maneira, o tempo em que êle deixa de perceber os rendimentos que seriam auferidos pela alocação dos recursos em moeda nacional, para outros haveres à sua escolha.

Como alternativa à aplicação em dólares, escolheram-se as letras do Banco do Brasil com prazos de resgate de 150 e 210 dias, como cotadas na bolsa de São Paulo. A seleção dêste título, como base de comparação, deveu-se principalmente à disponibilidade de informações estatísticas sobre o seu rendimento mensal para os anos de 1961, 1962, 1964 e 1965. Existem somente 3 observações esparsas para 1963, o que nos obrigou a excluir aquele ano da presente análise (14).

Para os mesmos 4 anos, procedeu-se ao cálculo do rendimento percentual em cruzeiros de compra do dólar, após as desvalorizações cambiais ocorridas no período. Para isto, utilizou-se a seguinte fórmula:

$$r = \frac{C_t}{C_{t-1}} - 1, \text{ onde:}$$

r = saldo líquido da operação, em termos percentuais

C_t = cotação da compra do dólar pelo intermediário

C_{t-1} = cotação da venda do dólar pelo intermediário

t = tempo, em meses.

Estas informações foram sumarizadas no Gráfico 12.

Os rendimentos das letras do Banco do Brasil (i) foram marcados nas abscissas: na figura A, letras com prazo de resgate

(14) Em agosto de 1962, pela Instrução 229 da então SUMOC, as Letras do Banco do Brasil foram substituídas pelas Obrigações do Tesouro Nacional (série B), como contrapartida dos depósitos prévios exigidos dos importadores. No entanto, em outubro de 1963, a Instrução 254 determinou que se voltasse a emitir as Letras do Banco do Brasil. A resolução nº 9 do Banco Central, em 13-11-1965 eliminou os depósitos prévios incidentes sobre importações e transferências financeiras.

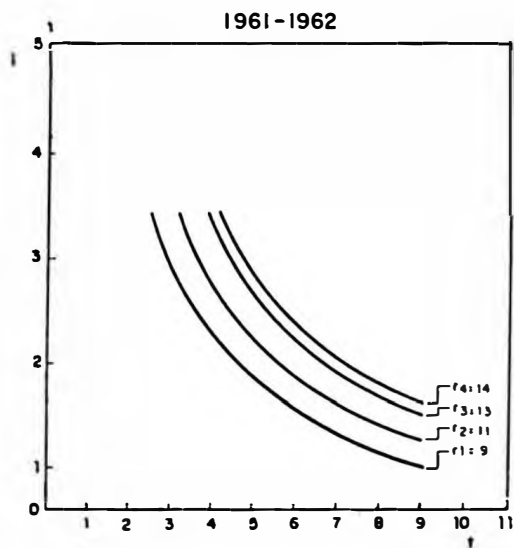
de 150 dias, na figura B, o prazo de maturidade é de 210 dias. Nas ordenadas, marcou-se o tempo, em meses. A série de hipérbolas equiláteras indica a combinação de rendimentos e prazos que possibilitaria ao poupador igualar o rendimento derivado da detenção das letras do Banco do Brasil ao obtido pela compra de dólares no mercado manual. Assim, por exemplo, a depreciação do cruzeiro entre os meses de maio e junho de 1962 foi de 13%; em maio, o rendimento obtido pela detenção de letras do Banco do Brasil foi de 2,27%. O gráfico mostra-nos que, para obter o mesmo rendimento da compra de dólares, o poupador teria que conservar a letra do Banco do Brasil por um prazo de aproximadamente 6 meses. Todos os demais pontos foram encontrados da mesma maneira: pela identificação dos rendimentos mensais dos títulos do Banco do Brasil à época das desvalorizações do cruzeiro. Os prazos que igualam os dois montantes são dados no eixo das ordenadas.

O gráfico apresenta uma situação estática e *a posteriori* e não se pode inferir d'ele uma taxa de substituição entre duas formas de aplicação de um montante dado de recursos, à disposição do investidor financeiro. Se, em prazos curtos, pode-se considerar a taxa cambial como invariável, de outro lado, o rendimento das letras do Banco do Brasil varia mensalmente de acôrdo com a cotação d'estes títulos em bolsa. Uma análise mais completa teria que levar em conta a evolução d'estes rendimentos, bem como a freqüência com que as desvalorizações cambiais foram realizadas.

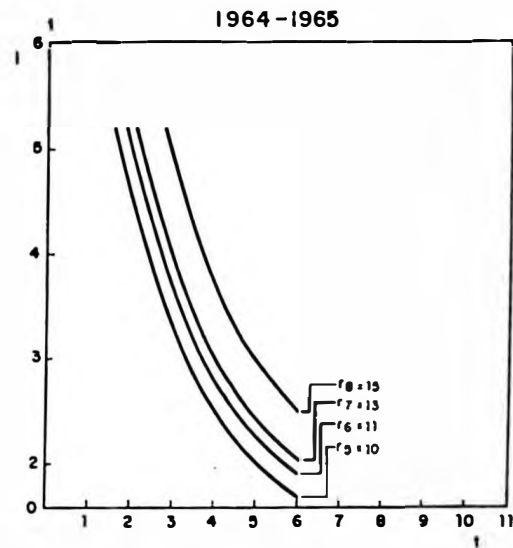
Um estudo de alternativa entre 2 tipos de investimento financeiro deve conter algumas indicações sôbre o risco relativo das duas opções. No nosso caso, podemos de início deixar de considerar o tipo de risco associado à possibilidade de «default», já que o Tesouro americano e o Banco do Brasil parecem gozar de capacidade financeira insuspeita para saldar seus compromissos.

O outro tipo de risco que deve ser considerado é o proveniente de alteração na taxa de juros, devido à modificação nos preços dos títulos em bolsa. No caso das letras do Banco do Brasil, a variação dos rendimentos pode ser utilizada para se estimular esta modalidade de risco. No caso do dólar, o mesmo procedimento será tentado, já que modificações no preço do dólar determinam, da mesma maneira, mudança no valor de mercado do investimento.

GRÁFICO 12



A



B

Utilizando-se o coeficiente de variações da série de rendimentos das duas alternativas como uma aproximação do risco decorrente das aplicações, teremos os seguintes resultados:

a) coeficiente de variação dos rendimentos da aplicação em dólar, resultado para 23 observações: 0,222 (período 1961/1965);

b) coeficiente de variação dos rendimentos das letras do Banco do Brasil, para 46 observações: 0,157 (período 1961/1965).

O maior coeficiente de variação dos rendimentos do dólar, em comparação aos rendimentos das letras do Banco do Brasil, indicaria que os riscos associados à primeira alternativa foram significativamente mais elevados do que os decorrentes da compra de letras do Banco do Brasil.

As variações descontínuas na taxa cambial devem explicar o maior risco envolvido na compra de dólares. No entanto, a sua maior lucratividade constituiu-se em um atrativo importante para o poupador que procurou maximizar o valor esperado futuro de seu patrimônio, pela inclusão de um ativo cujos rendimentos não se distribuíam de maneira bastante uniforme no decorrer do tempo.

IX.4 — A Rentabilidade Real

O quadro adiante indica o rendimento mensal em termos reais dos 2 tipos de opções de que estamos tratando. Para a compra de dólar, julgou-se útil estabelecer 3 hipóteses de comportamento:

Hipótese 1 — o investidor adquire o dólar no início de 1961 e conserva-o durante todo o período analisado. A segurança derivada de se conservar o principal em moeda que não se deprecia é o atrativo preponderante para este tipo de investidor.

Hipótese 2 — neste caso, o investidor financeiro é capaz de prever com relativa certeza a data da próxima desvalorização cambial. Supôs-se que ele comprasse dólares no período de 2 meses anterior à depreciação do cruzeiro e os vendesse tão logo pudesse obter o rendimento esperado em moeda nacional. Para o cálculo destes rendimentos, foram selecionadas no período de janeiro de 1961 a fevereiro de 1966, 14 modificações na taxa

cambial, cuja magnitude foi de tal ordem que é razoável admitir a suposição de que a desvalorização pudesse ter sido antecipada pelo aplicador.

Hipótese 3 — aplica-se aqui o mesmo raciocínio da hipótese anterior, porém, supõe-se um investidor relativamente mais sofisticado e que se dispunha a manter moeda estrangeira no seu «port-folio» por um período de 1 mês, anteriormente a cada reajustamento cambial esperado. O cálculo foi idêntico ao executado para a hipótese 2.

As duas últimas hipóteses baseiam-se no fato de que este tipo de aplicador financeiro percebe que a compra de dólares lhe pode proporcionar um rendimento real positivo em termos de cruzeiros.

Estes dados nos fornecem algumas conclusões interessantes. O aplicador que canalizou parte de seus recursos para a compra de letras do Banco do Brasil percebeu um rendimento real médio de — 0,77% por mês, pois esta é a média dos rendimentos reais para aquele período. Desta maneira, parece lícito afirmar que o aplicador em letras do Banco do Brasil percebeu, no período em foco, um rendimento real, em termos mensais, que foi negativo.

Para o caso da compra de dólares, deveremos distinguir as três hipóteses já enunciadas:

a) o investidor avêso à tomada de riscos e que apenas manteve os dólares em seu poder, pôde obter um rendimento médio real de — 1,25% por mês. Apesar deste resultado ser negativo, um teste estatístico aplicado aos dados disponíveis, permite-nos aceitar a hipótese de que aquela média é igual a zero, tomando-se um limite de confiança de 95%. Pode-se, então, concluir que este investidor financeiro obteve um rendimento real nulo para os seus recursos aplicados em dólares.

b) a segunda hipótese admite que o poupador convertesse seus cruzeiros em dólares em um período de dois meses, anteriormente a cada desvalorização esperada. Tão logo a taxa cambial seja alterada, ele dispõe dos dólares em troca da moeda nacional. Este aplicador conseguiu auferir um rendimento real médio positivo, igual a 4,73% por mês.

Quadro 21

RENDIMENTO DA COMPRA DE DÓLARES E/OU DA COMPRA DE LETRAS
DO BANCO DO BRASIL, EM TÊRMO PERCENTUAIS

ANOS		MESES											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1961.....	<i>d</i> ₁	6,8	-7,4	20,6	-4,7	1,1	0,7	-0,7	-1,4	-1,9	-1,2	-1,5	3,1
	<i>d</i> ₂			6,4		-1,0	-5,3	-4,0	6,2	-7,1	-5,7	-5,5	7,8
	<i>d</i> ₃			13,2					-3,1				-1,4
1962.....	<i>d</i> ₁	-2,3	-0,6	-0,6	-0,3	-1,5	-2,2	-1,2	-3,6	-2,4	-1,1	-3,7	
	<i>d</i> ₂	-5,7	-2,5	-5,3	-8,1	0,4	9,2	3,8	-17,4	10,3	-6,3	-0,8	6,1
	<i>d</i> ₃						0,7	30,4	31,4				-1,0
1963.....	<i>d</i> ₁	0,9	-16,7	-1,0	-0,5	2,5	3,3	2,0	4,1	11,8	-1,3	0,2	-0,2
	<i>d</i> ₂			-21,1						13,9		-10,8	3,6
	<i>d</i> ₃									15,9			8,5
1964.....	1	-1,2	-1,1	-1,9	3,0	2,4	-3,9	-5,0	0,4	0,2	-1,4	-2,3	0,6
	<i>d</i> ₁	7,1	-8,1	4,8	-29,3	-5,0	-4,7	-3,1	12,9	8,7	-3,6	11,4	-8,1
	<i>d</i> ₂	-0,1			3,8					5,1			
1965.....	<i>d</i> ₁	-2,0	-0,7	-1,7	-0,3	-0,9	-1,0	-1,3	0,8	-1,2	0,5	0,5	-0,6
	<i>d</i> ₂	5,7	-6,0	-7,5	-3,9	-3,4	-2,4	-3,0	1,2	-3,9	2,0	8,3	5,2
	<i>d</i> ₃	-13,8										2,4	
1966.....	1												
	<i>d</i> ₁	-4,4	-4,4										
	<i>d</i> ₂												
	<i>d</i> ₃												

Fonte: Banco Central e Bolsas de Valores.

1: Rendimento mensal em termos reais proveniente da compra de Letras do Banco do Brasil.

*d*₁: Rendimento mensal, em termos reais, proveniente da compra de dólares, Hipótese 1.

*d*₂: Idem, Hipótese 2.

*d*₃: Idem, Hipótese 3.

c) o último caso supõe um aplicador que pudesse prever com maior grau de certeza as desvalorizações do cruzeiro. Interessado em maximizar o valor futuro esperado de seu *portfólio*, êle reduz o período de aquisição de dólares para um mês antes da esperada alteração na taxa cambial. O rendimento médio real para êste tipo de aplicação foi de 7,30%, em têrmos mensais, sendo, portanto, 54,3% maior do que o obtido de acôrdo com a hipótese anterior.

IX.5 — Considerações Finais

Os dados estatísticos disponíveis permitem algumas conclusões sôbre a rentabilidade de uma aplicação em dólares. Seja devido à segurança ensejada por tal tipo de investimento, em têrmos de permitir a manutenção dos recursos em uma moeda forte, seja pela possibilidade de permitir um ganho real em cruzeiros nos períodos que antecediam possíveis desvalorizações cambiais, a compra de dólares exerceu um considerável atrativo para o poupador nacional. Isto tornou-se mais verdadeiro à medida que a taxa de inflação alcançava níveis elevados de modo a tornar irrisórios ou mesmo negativos os rendimentos reais de outros haveres, para onde o aplicador pudesse dirigir suas poupanças.

Nesta análise, procurou-se comparar as taxas de retôrno para o capital proveniente da compra de dólares e alternativamente originado de aquisição de letras do Banco do Brasil, cotadas na bolsa de valores de São Paulo. No período 1961-1965, as letras do Banco do Brasil propiciaram uma taxa de retôrno, em têrmos reais, que foi negativa. De outro lado, uma aplicação em dólares garantiu, no mínimo, uma taxa de retôrno nula, em têrmos reais, e esta soma atingiu valores positivos crescentes, à medida em que o investidor fôsse capaz de prever as datas das possíveis alterações cambiais e agisse no sentido de maximizar o valor esperado futuro de seu patrimônio em cruzeiros.

Nestas condições, a maior preferência pelo dólar, em detrimento de outros ativos, é racionalmente explicável e constitui sinal da crescente diferença entre as taxas reais de retôrno de muitos investimentos financeiros em moeda nacional e em dólares. A ação

governamental, ao permitir o reajustamento da taxa de câmbio por patamares, acentuava este desequilíbrio entre taxas de retorno, ao invés de procurar corrigi-lo. A demanda por dólares apresentava, então, características peculiares, à medida que o nível interno de preços se elevava. Em primeiro lugar, há a demanda do dólar como meio de pagamento internacional. Em segundo lugar, em virtude do processo inflacionário interno, há uma demanda de dólares como investimento financeiro, que depende, dentre outras variáveis, das taxas de retorno de uma aplicação em dólares, comparado à aplicação em outros ativos monetários.

Estes dois fatos agem no sentido de maior demanda por dólares, o que se traduz em preços maiores do dólar em termos de moeda nacional. Isto pode ser verificado pelo Gráfico 13, onde o índice geral de preços é comparado com um índice de cotação de venda do dólar americano na bolsa de valores do Rio de Janeiro (taxa livre). Observa-se que, a grosso modo, as duas curvas apresentam taxas de crescimento possivelmente não muito dissimilares.

A análise procurou salientar a rentabilidade da aquisição de dólares para um investidor de curto prazo, cujo objetivo fôsse a obtenção de ganhos de capital decorrentes da desvalorização do cruzeiro. Neste sentido, a inclusão do dólar no *portfolio* constitui um comportamento racional para o investidor desejoso de maximizar o valor esperado futuro de seu patrimônio. As conseqüências deste fato são importantes para a economia, uma vez que esta procura adicional de dólares tende a elevar a taxa cambial a níveis que não seriam justificados apenas pela situação do balanço de pagamentos.

A existência de melhores opções no mercado interno de capitais, seria a única alternativa que poderia atrair os recursos deste tipo de investidor. Isto necessitaria um investimento financeiro que pudesse oferecer rendimentos competitivos com os provenientes da compra de dólares. Pode-se esperar que o próprio processo de eliminação das distorções do mercado de capitais dê lugar ao aparecimento deste tipo de ativo monetário. Há algumas razões para se supor que as Obrigações Reajustáveis do Tesouro,

a curto prazo, podem substituir a componente moeda estrangeira no *portfolio* daqueles investidores de curto período.

Devido à natureza deste trabalho, não se deu a necessária ênfase ao problema da aquisição de dólares em razão dos dois primeiros motivos expostos no início do estudo: defesa do poder aquisitivo dos haveres monetários e defesa do uso imediato da reserva monetária face às perturbações de ordem político-social. Em termos quantitativos, não se pode pensar em distinguir o montante de dólares adquiridos em razão de cada um dos dois motivos assinalados.

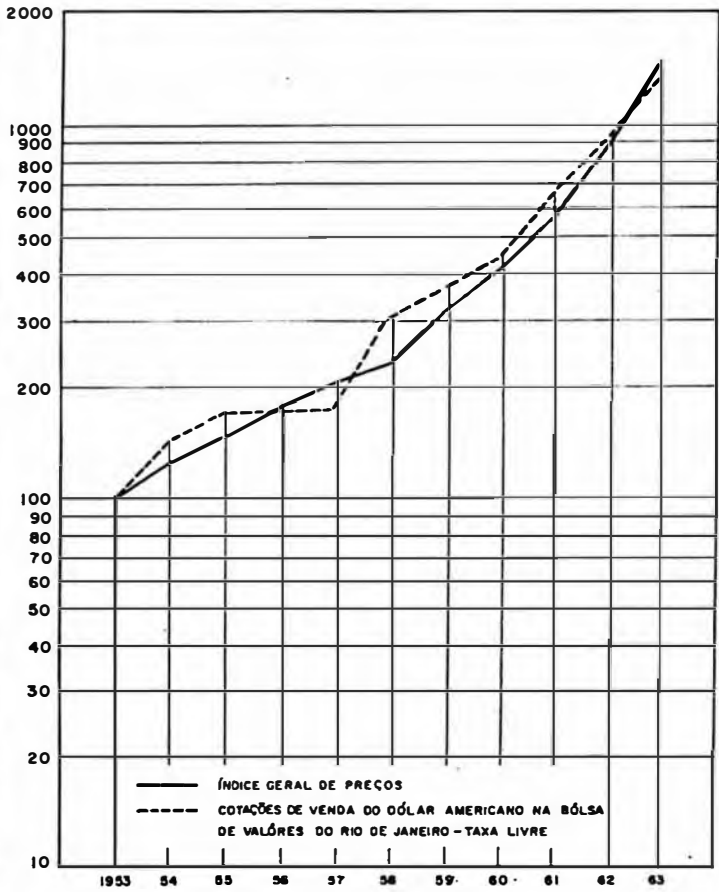
O fato de o dólar ser amplamente utilizado como meio de troca nas transações internacionais, explica por que os indivíduos desejam manter parte de seus haveres naquela moeda. Também os bancos centrais de vários países, e mesmo bancos comerciais, preferem conservar suas reservas internacionais parcial ou totalmente em forma de dólares, para o ajuste de pagamentos entre países ou entre estes e os Estados Unidos. Como comprovação desta tendência, pode-se apontar o aumento no montante de ativos monetários retidos em forma de dólares por não-residentes nos Estados Unidos: em 1948, o valor destes haveres era de \$ 6.1 bilhões de dólares; em 1963 esta cifra se elevava a mais de \$ 24 bilhões (15). Assim, a aquisição de dólares em razão dos motivos mencionados é um problema de âmbito internacional, que tem ultimamente recebido a atenção das autoridades monetárias de vários países, dentro da série de problemas que se convencionou chamar de liquidez internacional, vale dizer, uma possível insuficiência do volume de reservas internacionais para o financiamento das transações comerciais entre os diversos países. É possível que o dólar já não desfrute da posição de hegemonia como meio de pagamento internacional, como o prova a ênfase com que certos governantes se referem à necessidade do restabelecimento do padrão-ouro. No entanto, o problema de se encontrar uma moeda internacional adequada às necessidades do comércio entre países, ainda constitui um desafio para todos aqueles que se preocupam com as questões monetárias internacionais.

(15) DUESENBERY, J.: *«Money and Credits impact and control»*. Prentice Hall Inc., New Jersey, 1964, p. 104.

GRÁFICO 13

TAXA CAMBIAL E ÍNDICE GERAL DE PREÇOS

1953 = 100



PARTE III

O Financiamento das Empresas

X. O Problema do Capital de Giro

X.1 — A Política de Crédito e o Sistema Bancário

Uma análise histórica indica-nos que as dificuldades de financiamento das empresas brasileiras se vêm agravando através dos anos, pela influência de vários fatores. Mostra, também, que o comportamento do crédito tem estado sujeito a variações bruscas, mesmo no período posterior a março de 1964.

O Quadro 22 revela o saldo real dos empréstimos bancários ao Setor Privado ao final de cada ano, a partir de 1960, acusando as variações percentuais de cada período.

Mostra, outrossim, o comportamento dos empréstimos reais ao Setor Privado, concedidos pelos Bancos Comerciais e pelo Banco do Brasil. Nota-se sobretudo a movimentação descoordenada das expansões do 1º e 2º grupos, denotando uma despreocupação ou a impossibilidade de compensar o aumento ou a diminuição dos empréstimos gerados a cada período nos Bancos Comerciais, pela atuação do banco do governo.

Das informações apresentadas, vê-se que a política de expansão creditícia pretendida pelo PAEG teve sua origem na observação do comportamento dos anos precedentes. Reconheceu êle a arbitrariedade das oscilações da oferta de empréstimos pelo setor bancário e preconizou uma forma disciplinada de efetuar-la, pretendendo inclusive atender à necessidade de financiamento proveniente do

aumento real do Produto. Basta que se tenha em mente o crescimento efetivo do PNB em mais de um período de 10 anos até 1964, para que se perceba o descaso até então, em considerar êste último objetivo, pois nesse período houve uma redução do crédito, em termos reais.

QUADRO 22
SISTEMA BANCÁRIO — EMPRÉSTIMOS REAIS (1) AO SETOR PRIVADO
SALDOS E VARIAÇÕES ANUAIS — (1951/1966)

A N O S	BANCO DO BRASIL		BANCOS COMERCIAIS		SISTEMA BANCÁRIO	
	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO ANUAL (%)	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO ANUAL (%)	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO ANUAL (%)
1951	30,0	—	73,9	—	104,0	—
1952	38,0	+ 26,7	75,3	+ 1,9	113,3	+ 8,9
1953	35,8	— 5,8	70,9	— 5,9	106,7	— 5,8
1954	41,0	+ 14,6	67,8	— 4,4	108,7	+ 1,9
1955	42,4	+ 3,4	69,5	+ 2,6	111,9	+ 2,9
1956	39,3	— 8,1	67,7	— 2,6	106,7	— 4,7
1957	48,0	+ 18,2	81,6	+ 20,5	127,7	+ 19,7
1958	45,5	— 1,1	78,3	— 6,5	121,7	— 4,7
1959	38,7	— 15,0	70,8	+ 0,6	115,1	— 5,2
1960	39,0	+ 2,3	83,0	+ 8,1	122,5	+ 6,2
1961	40,5	+ 2,0	72,7	— 12,4	113,3	— 7,5
1962	46,2	+ 14,3	74,5	+ 2,7	121,0	+ 6,8
1963	39,0	— 11,3	64,1	— 14,2	103,1	— 14,8
1964	35,0	— 10,3	61,1	— 4,7	96,2	— 6,7
1965	34,1	— 2,6	84,9	+ 38,9	110,0	+ 23,7
1966 (*)	37,7	+ 10,6	78,0	— 8,1	115,7	— 2,8

Fonte: Banco Central.

(1) Obtido pelo índice geral de preços por atacado base 1953 = 100

(*) Estimativa para dezembro.

Reconhece-se que tais distorções foram fundamentalmente originadas no processo inflacionário que, por outro lado, afetou drasticamente o comportamento das empresas, quanto às suas necessidades de financiamento. De forma sucinta, assim poderíamos caracterizar a situação na área empresarial:

1º) Descapitalização contínua do Setor Privado nacional, através dos anos de inflação:

- a) pela ilusão monetária;
- b) pela tributação sobre lucros puramente nominais;
- c) pela despreocupação dos homens de empresa quanto aos problemas do custo e da organização, enquanto viveram numa economia de mercado comprador.

2º) Desvio da maior parcela possível do capital de giro das empresas para a forma de imobilizado, como defesa natural contra a inflação.

3º) Utilização de capital de terceiros em volume crescente pelas empresas, ofertados a prazo cada vez menores pelas Instituições Financeiras, com o correr da inflação.

4º) Níveis inadequados de juros vigorando por longo período, comprovando aos homens de negócio as vantagens da manutenção de dívidas em épocas de inflação.

O advento do PAEG trouxe alterações, talvez ainda tímidas, da situação vigente nos períodos anteriores à sua implantação, no que se refere ao financiamento das empresas. De fato, iniciou-se a execução do Plano com um aumento do crédito concedido pelo Sistema Bancário suficientemente grande para compensar, ainda no ano de 1964, parte do aumento no nível de preços, que já iniciava uma fase de crescimento a taxas decrescentes. Considerando-se basicamente os anos em que se verificou a atuação do novo governo durante todo o exercício e, portanto, com maiores possibilidades de execução da política desejada, nos anos de 1965 e 1966 houve certo afastamento do programa traçado. Não cabe aqui avaliar os benefícios trazidos pela acumulação de reservas internacionais e manutenção de preços mínimos para a Agricultura, causas apontadas como origem daquele afastamento. Eals promoveram, uma grande expansão do crédito em 1965, acarretando a necessidade de uma movimentação em sentido contrário no ano seguinte. Com efeito, enquanto o Produto Real se elevou de até 5% em 1965, a *expansão real* de crédito ao Setor Privado pelo Sistema Bancário foi considerável (16). Por outro lado, para o ano de 1966 estima-se um crescimento positivo do Produto, enquanto que o crédito concedido ao Setor Privado pelo Sistema Bancário foi reduzido.

O Quadro 23 nos mostra a evolução mensal, nos últimos anos, dos empréstimos dos Bancos Comerciais e Banco do Brasil.

(16) Tomando-se como deflator o índice de preços por atacado, Dado o comportamento fora do comum daquele indicador naquele ano, talvez conviesse considerar outros indicadores, como índice geral de preços e o índice do custo de vida. Nesse caso a expansão real do crédito teria sido mais moderada.

Quadro 23
SISTEMA BANCÁRIO — EMPRÉSTIMOS REAIS (1) AO SETOR PRIVADO
SALDOS E VARIAÇÕES MENSAL
(1961 — 1964)

(Base: 1953 = 100)

A N O S	BANCO DO BRASIL		BANCOS COMERCIAIS		SISTEMA BANCÁRIO	
	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO MENSAL (%)	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO MENSAL (%)	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO MENSAL (%)
1961						
Janeiro.....	37,7	—	83,0	—	120,8	—
Fevereiro.....	37,2	— 1,3	82,9	— 0,1	120,1	— 0,6
Março.....	36,9	— 1,6	83,4	+ 0,6	120,2	+ 0,1
Abril.....	35,6	— 2,2	81,4	— 2,4	117,2	— 2,5
Maió.....	35,7	— 0,3	80,0	— 1,7	115,8	— 1,2
Junho.....	37,1	+ 3,9	78,9	— 1,4	116,3	+ 0,1
Julho.....	37,8	+ 1,9	80,3	+ 1,8	118,1	+ 1,5
Agosto.....	37,0	+ 0,3	79,2	— 1,4	117,2	— 0,8
Setembro.....	38,9	+ 2,6	75,8	— 4,3	114,8	— 2,0
Outubro.....	37,9	— 2,6	72,7	— 4,1	110,5	— 3,7
Novembro.....	38,7	+ 2,1	72,1	— 0,8	110,7	+ 0,2
Dezembro.....	40,5	+ 4,7	72,7	+ 0,8	113,3	+ 2,3
1962						
Janeiro.....	39,7	— 3,7	71,3	— 1,9	110,2	— 2,7
Fevereiro.....	38,9	— 0,3	73,3	+ 2,8	112,2	+ 1,8
Março.....	39,0	+ 2,6	74,6	+ 1,6	114,6	+ 2,0
Abril.....	40,0	+ 0,3	76,0	+ 2,0	116,0	+ 1,3
Maió.....	38,6	+ 3,6	74,1	— 2,6	112,6	— 2,9
Junho.....	38,9	+ 0,8	73,1	— 1,3	112,1	— 0,4
Julho.....	38,6	— 0,8	71,8	— 1,8	110,6	— 1,3
Agosto.....	40,2	+ 4,1	75,4	+ 5,0	115,6	+ 4,6
Setembro.....	42,1	+ 4,7	76,2	+ 1,1	118,3	+ 2,3
Outubro.....	43,3	+ 2,9	77,4	+ 1,6	120,7	+ 2,0
Novembro.....	42,3	— 2,3	75,7	— 2,2	118,0	— 2,2
Dezembro.....	46,2	+ 9,2	74,7	— 1,3	121,0	+ 2,6
1963						
Janeiro.....	43,0	— 6,9	71,2	— 4,7	114,4	— 6,5
Fevereiro.....	41,0	— 4,7	69,2	— 4,2	109,2	— 4,6
Março.....	38,0	— 6,1	63,1	— 7,6	102,1	— 6,6
Abril.....	39,4	+ 1,3	63,4	+ 0,5	102,9	+ 0,8
Maió.....	39,1	— 0,8	61,1	— 3,6	100,4	— 2,4
Junho.....	39,1	— 2,6	69,9	— 2,0	98,1	— 2,3
Julho.....	38,1	—	60,8	+ 1,6	99,0	+ 0,9
Agosto.....	38,1	—	61,8	+ 1,6	100,0	+ 1,0
Setembro.....	37,9	— 0,6	60,2	— 2,6	98,1	— 1,9
Outubro.....	37,9	—	60,0	— 0,3	97,9	— 0,2
Novembro.....	38,9	+ 2,1	63,3	+ 5,6	101,8	+ 4,0
Dezembro.....	39,0	+ 0,8	61,2	+ 1,4	103,1	+ 1,3
1964						
Janeiro.....	35,2	— 9,7	60,6	— 6,6	96,8	— 7,1
Fevereiro.....	33,9	— 3,7	58,4	— 3,6	92,3	— 3,7
Março.....	33,2	— 2,1	56,6	— 3,1	89,8	— 2,8
Abril.....	33,3	+ 0,3	65,6	— 1,8	88,9	— 0,9
Maió.....	33,6	+ 0,6	68,1	+ 4,5	91,6	+ 3,1
Junho.....	34,4	+ 2,7	69,6	+ 2,4	94,0	+ 2,6
Julho.....	31,6	+ 0,3	68,7	— 1,6	93,2	— 1,0
Agosto.....	35,0	+ 1,4	61,3	+ 4,4	96,4	+ 3,4
Setembro.....	36,6	+ 1,7	63,6	+ 3,8	99,2	+ 3,0
Outubro.....	36,7	+ 3,1	64,2	+ 0,9	100,9	+ 1,7
Novembro.....	35,1	— 4,4	62,3	— 3,0	97,4	— 3,6
Dezembro.....	35,0	— 0,3	61,1	— 1,9	96,1	— 1,2

(Continua)

QUADRO 23
SISTEMA BANCÁRIO — EMPRÉSTIMOS REAIS (1) AO SETOR PRIVADO

SALDOS E VARIAÇÕES MENSAIS

(1965 — 1966)

(Continuação)

A N O S	BANCO DO BRASIL		BANCOS COMERCIAIS		SISTEMA BANCÁRIO	
	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO MENSAL (%)	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO MENSAL (%)	EM Cr\$ (BILHÕES)	VARIAÇÃO MENSAL (%)
1965						
Janeiro.....	33,3	— 4,9	59,3	— 2,9	92,6	— 3,7
Fevereiro.....	32,8	— 1,6	60,1	+ 1,3	92,9	+ 0,3
Março.....	31,2	— 4,9	59,1	— 1,7	90,3	— 2,7
Abril.....	31,1	— 0,3	60,7	+ 2,7	91,8	+ 1,7
Maió.....	30,8	— 1,0	63,2	+ 4,1	94,0	+ 2,4
Junho.....	30,9	+ 0,3	68,1	+ 7,6	99,0	+ 5,2
Julho.....	30,2	— 2,3	69,4	+ 2,1	98,6	+ 0,6
Agosto.....	31,0	+ 2,6	74,3	+ 7,1	105,3	+ 5,8
Setembro.....	32,5	+ 4,8	77,9	+ 4,8	110,1	+ 4,7
Outubro.....	33,1	+ 1,8	80,0	+ 2,7	113,1	+ 2,6
Novembro.....	33,9	+ 2,4	83,3	+ 4,1	117,2	+ 3,6
Dezembro.....	34,1	+ 0,6	81,9	+ 1,9	119,0	+ 1,4
1966						
Janeiro.....	30,8	— 9,7	79,5	— 6,4	110,3	— 7,2
Fevereiro.....	29,6	— 3,9	77,2	— 2,9	106,8	— 2,3
Março.....	29,5	— 0,3	75,6	— 2,1	105,1	— 1,6
Abril.....	30,7	+ 4,1	73,0	— 3,4	103,7	— 1,4
Maió.....	31,3	+ 2,0	74,2	+ 1,6	105,5	+ 1,8
Junho.....	33,2	+ 5,8	74,8	— 0,8	108,0	+ 2,4
Julho.....	33,7	+ 1,8	72,6	— 2,9	113,3	+ 5,0
Agosto.....	35,5	+ 5,3	73,7	+ 1,5	109,2	— 3,3
Setembro.....	35,5	—	(*) 73,7	—	(*) 109,2	—
Outubro.....	35,0	+ 1,1	(*) 72,1	— 2,2	(*) 108,0	— 1,1
Novembro.....	30,0	+ 1,0	(*) 75,4	+ 4,6	(*) 112,0	+ 3,7
Dezembro.....	37,7	+ 3,0	(*) 78,0	+ 3,4	(*) 115,7	+ 3,3

Fonte. Banco Central.

(1) Obtido pelo Índice de Preços por Atacado Base: 1953 = 100

(*) Estimativa

Pode-se argumentar que para o período do PAEG como um todo, manteve-se, de alguma forma, a expansão próxima à programada. Ou seja, decréscimo em 1964, considerável acréscimo em 1965 e algum decréscimo em 1966.

De um lado, porém, é preciso considerar que em 1964 e 1966 a expansão de crédito não apenas não acompanhou o esquema do PAEG como também não acompanhou a expansão dos preços. O ano de 1965 deve ser examinado com cuidado, pelo fato de que o sistema bancário foi chamado a cobrir a ausência de uma fonte de recursos que, no segundo semestre daquele ano, praticamente deixou de funcionar — o mercado paralelo.

Por outro lado, cabe notar que as variações violentas ocorridas no período são tão importantes quanto o próprio volume de crédito.

E não menos importantes são os deslocamentos setoriais, também bruscos, como se verá adiante.

Três aspectos, portanto, são de grande relevância: a evolução quantitativa; o ritmo de variação, no tempo; a distribuição setorial.

Sem dúvida, é conveniente lembrar que com o advento do conjunto de medidas adotadas pelo Governo atual e que afetaram de perto o Setor Privado da economia, houve a necessidade de uma reestruturação na política empresarial, proveniente principalmente de:

1º) Desinflação progressiva tornando o custo do capital emprestado cada vez mais expressivo em termos reais.

2º) Solicitação de uma melhor organização empresarial para enfrentar um mercado de menor euforia.

3º) Controle da expansão de crédito pelas Autoridades Monetárias, em bases quantitativas.

4º) Resposta do Setor Privado ao apêlo de baixa de preços (custos) muitas vezes baseada simplesmente em expansões de prazos nas negociações, com o conseqüente aumento da solicitação por empréstimos.

Uma análise setorial pode ser extraída do Quadro 24, que apresenta os empréstimos concedidos pelo Sistema Bancário ao Setor Privado, por atividades econômicas. Verifica-se, desde logo, que as oscilações havidas nos totais emprestados a cada ramo de atividade nos diversos períodos não seguiram uma tendência definida.

Da mesma forma, a distribuição setorial do crédito concedido variou consideravelmente. No período apresentado no Quadro 25 de 1953 a 1966, seria de esperar uma variação em resposta ao processo dinâmico de evolução de cada um dos setores, cuja importância relativa no total da economia se modificou. Contudo, as variações percentuais ocorridas foram mais freqüentes e com tendências menos definidas do que aquelas que se pudessem justificar pelo processo evolutivo da economia.

QUADRO 24

SISTEMA BANCÁRIO — EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO POR
ATIVIDADES ECONÔMICAS — VARIAÇÃO ANUAL — (1953 — 1966)

A N O S	COMÉRCIO	INDÚSTRIA	LAVOURA	PECUÁRIA	PAR- TICULARES	TOTAL
1953	—	—	—	—	—	—
1954	— 3,5	+ 7,0	+ 20,0	— 4,5	— 7,7	+ 1,9
1955	+ 2,4	+ 4,3	+ 0,2	— 6,3	— 2,1	+ 2,9
1956	— 8,1	+ 1,7	— 5,3	— 16,9	— 8,5	— 4,6
1957	+ 17,5	+ 18,8	+ 31,5	+ 18,4	+ 17,4	+ 19,7
1958	— 6,8	— 2,8	— 3,1	— 8,6	— 5,0	— 4,7
1959	— 6,4	— 4,5	—	— 13,2	— 7,3	— 5,2
1960	+ 10,3	+ 2,6	+ 2,5	+ 17,4	+ 0,7	+ 6,2
1961	— 12,1	— 6,3	+ 6,2	— 13,0	— 12,0	— 7,5
1962	— 2,3	+ 10,6	+ 5,8	+ 53,2	+ 4,8	+ 0,8
1963	— 20,4	— 13,4	+ 7,1	— 33,3	— 28,7	— 14,8
1964	— 15,7	— 8,0	+ 8,7	+ 2,1	— 3,2	— 6,7
1965	+ 25,7	+ 27,1	+ 19,8	— 16,3	+ 40,0	+ 23,7
1966 (*)	+ 19,0	+ 27,1	+ 24,8	+ 133,4	+ 46,3	+ 20,6

Fonte: Banco Central.

(*) Estimativa para novembro.

QUADRO 25

SISTEMA BANCÁRIO — EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO POR ATIVIDADES
ECONÔMICAS — COMPOSIÇÃO PERCENTUAL — 1953/1966

A N O S	COMÉRCIO	INDÚSTRIA	LAVOURA	PECUÁRIA	PAR- TICULARES	TOTAL
1953	40,0	34,7	9,4	6,2	9,7	100,0
1954	37,9	36,4	11,1	5,8	8,8	100,0
1955	37,7	36,9	11,7	5,3	8,4	100,0
1956	36,4	39,4	11,6	4,6	8,0	100,0
1957	35,7	39,1	12,8	4,5	7,9	100,0
1958	34,9	31,9	13,0	4,3	7,9	100,0
1959	34,5	40,1	13,7	4,0	7,7	100,0
1960	35,8	38,8	13,2	4,4	7,8	100,0
1961	34,1	39,3	15,2	4,1	7,3	100,0
1962	31,1	40,7	15,0	0,0	7,2	100,0
1963	20,1	41,3	18,0	4,7	6,0	100,0
1964	26,3	40,3	22,0	5,2	6,2	100,0
1965	26,7	41,4	21,3	3,4	7,2	100,0
1966 (1)	24,6	40,5	20,6	6,3	8,0	100,0

Fonte: Banco Central.

(1) Estimativa para novembro.

A análise efetuada deu idéia das dificuldades encontradas na execução da política de crédito definida pelo PAEG, de expansão na base dos aumentos de preços e dos aumentos do produto. Tal definição, como se sabe, foi parte integrante do esquema gradualista de combate à inflação.

Os últimos dois anos foram, certamente, extremamente difíceis para as Autoridades Monetárias, que tiveram de disciplinar o crédito numa fase de *superavit* de balanço de pagamentos e de expansão da política de preços mínimos.

Sem embargo do relativo sucesso obtido nessa área tão delicada, cabe analisar detidamente a experiência, com o objetivo de evitar mudanças bruscas no sistema. Necessário seria, para que não houvesse tais crises periódicas de liquidez, seguidas de fases de afrouxamento creditício, que houvesse o disciplinamento pretendido da oferta do crédito, contrabalançado por uma demanda ajustada por parte do Setor Privado, como um todo e em cada um de seus ramos. É evidente que as empresas, saindo de um período em que, como já dissemos, se acostumaram ao baixo custo do dinheiro emprestado e à elevação de seus débitos ao máximo possível como fonte adicional de rendimento, sendo consideravelmente atendidas em suas solicitações pela criação inflacionária de meios de financiamento, encontraram dificuldades em ajustar-se ao processo de desinflação. Embora o custo do dinheiro paulatinamente venha se aproximando de um custo real positivo, havendo ultrapassado o ponto de custo nulo ou negativo já neste ano de 1966, o racionamento de crédito, em termos do volume ofertado, ainda não tem sido acompanhado por um comportamento atualizado das empresas tentando minimizar os custos financeiros. Primeiro por uma questão de hábito; segundo, porque a mudança na estrutura das firmas é processo lento e demora mais quando seguida simultaneamente por grande parte de todo o Setor Privado. O remédio da desimobilização, por exemplo, torna-se muito amargo quando pretendido ao mesmo tempo por um sem-número de empresas.

Impõe-se, em suma, melhor consideração dos aspectos concernentes à demanda de crédito e a critérios operacionais para implementação da política do PAEG.

X.2 — As Sociedades Financeiras e os Fundos de Desenvolvimento

Como fontes adicionais de financiamento a médio prazo para o Setor Privado, vale a pena mencionar as sociedades de crédito, financiamento e investimento e os fundos de financiamento.

As primeiras surgiram da necessidade de se prover crédito a médio prazo ao sistema econômico, numa conjuntura inflacionária que tendia a desestimular a concessão de crédito a prazos mais longos. As sociedades de financiamento operam através do aceite das letras de câmbio, as quais, a partir de 1960, começaram a representar papel importante no mercado brasileiro de capitais. Assim é que, de janeiro a outubro de 1966, o volume de recursos a médio prazo canalizados para o Setor Privado através das companhias financeiras alcançou aproximadamente 834,0 bilhões de cruzeiros. O Quadro 26 mostra a evolução em termos nominais e reais, dos financiamentos a médio prazo através dos intermediários financeiros não-bancários.

QUADRO 26
EMPRÉSTIMOS A MÉDIO PRAZO AO SETOR PRIVADO PELAS
SOCIEDADES DE CRÉDITO E FINANCIAMENTO

A N O S	Cr\$ BILHÕES	VARIAÇÃO ANUAL	Cr\$ BILHÕES (*)	VARIAÇÃO ANUAL
1962.....	47,9	—	5,7	—
1963.....	81,4	71,4	5,5	— 3,5
1964.....	237,6	191,9	8,4	52,7
1965.....	612,2	157,7	14,4	71,4
1966 (**).....	834,0	36,2	13,2	— 8,3

(*) Deflacionado pelo índice de preços por atacado.

(**) Até outubro de 1966.

A constituição dos fundos de financiamento obedeceu às necessidades de se aumentar as fontes de crédito ao setor privado da economia e de instituir um mecanismo que dispusesse de maior flexibilidade operacional tendo atribuições específicas de financiamento. Seus recursos são derivados de dotações orçamentárias, doações e fontes externas. O montante de aplicações acumuladas até novembro de 1966 por alguns dos fundos é apresentado no Quadro 27.

QUADRO 27
FUNDOS — APLICAÇÕES ACUMULADAS ATÉ 30-11-66

Cr\$ Milhões

FIPEME

	Operações Contratadas.....	36.536.	
	Operações Aprovadas...	26.347.	
FUNDECE			62.883
FINAME			68.896
FNRR			102.701
FUNFERTIL			77.973
			1.257
	TOTAL		313.170
FUNDEPRO (1.ª aplicação em dezembro).			75
FINEP (em 30/11/66).....			1.335

XI. O Mercado de Ações

Até fins de 1966 não se haviam confirmado as expectativas otimistas delineadas para o mercado de capitais. A predominância dos títulos a curto prazo de renda fixa continua evidente. As esperanças delineadas em 1965 com a publicação da Lei de Mercado de Capitais; o reaparecimento depois de longo período dos Consórcios para *underwriting* de aumento de capital de empresas tradicionais; a queda na taxa da inflação e da taxa de juros, fatores que justificariam resultados ainda mais positivos em 1966, não se materializaram. Poderíamos mesmo afirmar que em muitos aspectos, o ano de 1966, apresentou dificuldades a alguns setores do mercado de capitais. Senão vejamos:

1. Os índices de Bólsa acusaram uma involução em tórno de 20%;
2. O volume de transações em ações foi dos mais baixos do passado recente. (No segundo semestre oscilou entre Cr\$ 200/300 milhões diários na Bólsa Rio, enquanto em 1965 havia girado em tórno de Cr\$ 500 milhões);
3. O número de investidores em ações decresceu ao invés de aumentar, como seria necessário e desejável;
4. O desinterêsse pela aplicação em ações e o fato de a grande maioria das ações tradicionais passarem a maior parte do ano negociadas abaixo do valor nominal, impediram qualquer chamada de nôvo capital das companhias cujas ações são negociadas nas Bólsas de Valôres;

5. Foi desprezível no mercado o volume de novas ações colocadas em 1966. Sòmente 3 ou 4 lançamentos de novas ações foram registrados na Gerência do Mercado de Capitais do Banco Central, sendo que sòmente 1 deles envolveu ações de empresa que não eram anteriormente negociadas em Bòlsa. Os estímulos à abertura de empresas tendo em vista as condições do mercado, mostraram-se totalmente insuficientes e insatisfatórios;

6. A Lei de Mercado de Capitais foi regulamentada com muita lentidão, permanecendo até o momento alguns dos seus artigos básicos dependentes de disciplinamento. Além disso, a lei não foi implementada de forma a superar as dificuldades surgidas no mercado durante o exercício;

Por outro lado, registramos a presença de aspectos positivos de alguma relevância:

a) Em fevereiro de 1966, foi publicada a Resolução nº 16 regulamentando o funcionamento dos Bancos de Investimento. Até dezembro, oito organizações desse tipo haviam sido incorporadas, e no futuro, tão logo a situação do País se consolide, êsses organismos poderão desempenhar papel de grande importância para o crescimento do mercado de capitais, dada a magnitude e âmbito de suas operações;

b) A Bòlsa de Valores do Rio de Janeiro empreendeu diversas medidas para o seu melhor funcionamento e aprimoramento, enquanto outras estão em estudo acelerado, a fim de serem dotadas de uma estrutura perfeitamente condizente com o eventual crescimento do mercado;

c) Depois de muita delonga e debates foi regulamentada de forma satisfatória (Resolução 39) a parte da Lei do Mercado de Capitais que dizia respeito às Bòlsas de Valores e Corretores, estando muitas organizações em fase de se candidatarem a funcionar como Sociedades Corretoras;

d) Depois de um longo periodo de saldos negativos, os Fundos Mútuos de Investimento operaram durante a maior parte de 1966 com *superavit* de vendas em relação aos resgates, tendo sido durante o ano dois novos fundos incorporados aos já nove

existentes em 1965. Poderíamos mesmo afirmar que, graças à atuação positiva dos Fundos de Investimento, a queda do mercado não foi maior em 1966;

e) Entrou em franca discussão no findar do ano a regulamentação para emissão de Debêntures Reajustáveis e Conversíveis em ações que poderão desempenhar papel de grande importância na transformação da mentalidade de um investidor de prazos curtos em prazos progressivamente maiores. É a tão desejada «ponte» que irá ligar o mercado de prazos curtos ao mercado de prazos médios e longos;

f) As dificuldades por que passaram pela primeira vez algumas financeiras (devido em muitos casos à completa inexperiência operacional e às garantias precárias, inclusive duplicatas «frias»), obrigaram em alguns casos a intervenção do Banco Central para não colocar o sistema em risco. Esses fatos foram amplamente comentados pelos operadores no mercado, que passaram a recomendar a seus clientes maior seletividade nas suas aplicações, a qual, associada ao desaparecimento do mercado paralelo deverá representar a médio prazo fator positivo no fortalecimento do mercado.

Por seu turno, a exigência de capital mínimo a vigorar em 1967 e a maior rigidez disciplinar na concessão dos financiamentos, fazem prever a estabilidade ou uma razoável diminuição na quantidade de letras de câmbio em circulação no mercado, mesmo porque o anonimato só será permitido nas letras de câmbio com correção monetária;

g) A criação de um money-market para títulos de responsabilidade do Banco Central a prazos bancários, numa faixa de investidores especializados, cuja implantação está em fase de estudos bem adiantados, acreditamos irá representar mais um fator positivo para o mercado de capitais.

h) As investigações nas atividades da IOS tiveram a mais ampla repercussão no mercado de capitais, e durante algum tempo irão desincentivar tal tipo de aplicação, que carregava, como é sabido, largas poupanças para o exterior;

i) A existência de um orçamento equilibrado, uma expansão bem mais moderada nos meios de pagamento em 1966, a manutenção do saldo positivo no balanço de pagamentos e os efeitos psicológicos de mudança de Governo são fatores capazes de justificar maior otimismo para 1967.

No início de 1967, o mercado vem experimentando considerável reação, particularmente em razão do decreto-lei de estímulos fiscais.

Cifras sôbre o Mercado de Capitais em 1966

A apresentação de alguns números relativos à movimentação havida no mercado de capitais em 1966 fornecerá os elementos necessários à compreensão dos fatos anteriormente narrados:

I — Comportamento dos Índices de Valores verificado trimestralmente:

	IND		Índice	BV	Índice	SN
Janeiro	410,0	100	95,3	100	3.523	100
Abril	406,4	99,1	92,0	96	3.665	104
Julho	380,4	92,7	85,4	89	3.345	94
Outubro	355,2	86,6	77,8	81	3.183	90
Dezembro (17)	335,6	81,8	72,9	76	2.908	82

II — Evolução do Saldo em Circulação de Letras de Câmbio aceitas por companhias de financiamento:

	(Em milhões de Cr\$)
Janeiro	573.372
Fevereiro	611.945
Março	644.270
Abril	651.423
Maió	759.905
Junho	789.379
Julho	724.809
Agôsto	811.448
Setembro	775.085
Outubro	736.136

(17) Dia 23

III — Rendimento médio mensal proporcionado pelas Letras de Câmbio da Finasa durante o decorrer de 1965 e 1966 (o rendimento refere-se a aplicações de 360 dias) :

	1965	1966
Janeiro	47	28
Fevereiro	41	28
Março	41	28
Abril	37	28
Maiο	30	28
Junho	27	28
Julho	27	28
Agosto	24	28
Setembro (18)	22	32
Outubro	25	32
Novembro	28	30
Dezembro	28	30

IV — Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (totais emitidos em 1964, 1965 e 1966) :

(Em bilhões de cruzeiros)	1964	1965	1966	Total
Subscrição Voluntária	(Dez.)	(Jan./Dez.)	(Jan./Agô.)	
Abatimento renda bruta	0,6	3,2	2,6	6,4
Prazos 2/5 anos	10,1	97,2	131,4	238,7
Prazo 1 ano	—	87,2	277,6	364,8
<i>Compulsórias ou Alternativas</i>				
Fundo Indeniz. Trabalhistas	21,9	62,8	46,8	131,5
Correção Ativo	6,7	50,2	45,8	102,7
Empréstimo Compulsório ...	—	0,7	0,21	0,91
Total	39,3	301,3	504,41	845,01

(18) De setembro em diante, contém cláusula de correção monetária pré-fixada. (As Letras da Finasa oferecem as taxas mais conservadoras do mercado) .

V — Obrigações Reajustáveis de 1 ano — Em Cr\$ 1.000

Volume de Negócios nas Bolsas Rio e São Paulo — 1966

	São Paulo	Rio de Janeiro
Janeiro	16.600	427.195
Fevereiro	59.473	256.826
Março	177.783	749.613
Abril	478.668	69.667
Maiο	9.260.858	1.758.011
Junho	3.581.701	830.020
Julho	1.754.865	931.103
Agosto	2.638.791	914.120
Setembro	2.689.243	1.151.751
Outubro	1.932.838	1.699.362
Novembro	1.708.872	832.021
Dezembro	5.751.117	1.172.947
	<hr/>	<hr/>
Total	30.050.809	10.792.636

Total Rio e S. Paulo: 40.843.445

VI — Valor dos Fundos Mútuos de Investimento

	30/12/65	30/12/66
Crescinco	36.641.926	35.732.288
Condominio Deltec ..	3.116.254	3.337.911
Atlântico	1.116.446	907.203
Orcica	427.730	318.977
Nortec	53.909	43.380
Brasil	118.873	163.043
Halles	357.078	1.223.497
Vera Cruz	307.360	521.378
SBS (Sabá)	138.959	145.827
Federal		963.404
	<hr/>	<hr/>
Total	42.278.535	43.356.908

XII. Os Fundos de Financiamento

XII.1 — Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas — FINEP

XII.1.1 — Objetivos

O Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas — FINEP, criado pelo Decreto nº 55.820, de 8/3/1965, explora um campo virgem no sistema financeiro brasileiro. Veio abrir ao empresariado nacional novas perspectivas no que tange ao financiamento de estudos que tenham por finalidade a promoção de setores básicos de atividade. Devido à flexibilidade na escolha de zonas de prioridade para inversão, pode o Fundo atender pedidos de financiamento para projetos nos mais diversos campos de atividade.

O FINEP tem por finalidade financiar a elaboração de projetos de Fundo Econômico visando o desenvolvimento. O termo «projeto», tal como empregado no Decreto de criação do FINEP, pode ser definido como «o conjunto de medidas que antecedem o investimento propriamente dito». Restringe-se, portanto, à área de pré-investimento, compreendendo-se como tal o estudo da viabilidade inicial e o do projeto de viabilidade.

Os pedidos de financiamento são julgados segundo critérios de prioridade, por meio dos quais se pretende atender a pontos de

estrangulamento da economia nacional. Mas o Escritório Técnico do FINEP pode examinar outros pedidos que não os alinhados como primordiais.

XII.1.2 — Recursos

Para atender a estes objetivos, o FINEP deveria contar com recursos provenientes de empréstimos e doações de entidades internacionais ou estrangeiras; recursos de instituições financeiras nacionais; recursos orçamentários; e rendimentos provenientes de suas operações, tais como: reembolso de capitais, juros, comissões e outros.

Das fontes previstas o Fundo já obteve uma doação de Cr\$ bilhão, da AID, e os empréstimos de US\$ 5.000.000 e US\$ 11.000.000, obtidos do BID e AID, respectivamente.

Até o momento, portanto, o FINEP obteve recursos que montam a US\$ 16.000.000 e mais Cr\$ 1 bilhão. Estão sendo entabuladas conversações junto ao Banco Central no sentido de que sejam regulados os empréstimos acima referidos. A possibilidade de obter recursos de outras fontes está sendo estudada pelo Fundo.

XII.1.3 — Mecanismo Operacional

As operações de financiamento concedidas pelo FINEP envolvem a participação do Agente Financeiro, do Escritório de Consultoria e da Empresa Mutuária. Porque o FINEP não dispõe de organização bancária, compete ao Agente Financeiro desembolsar os recursos, e em nome daquele contratar as operações de crédito com a mutuária.

Segundo o decreto de criação, são Agentes Financeiros: o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, que é o gestor contábil e responsável pelos recursos do Fundo; o Banco do Brasil e outros Bancos de Desenvolvimento Econômico, tais como: o Banco do Nordeste do Brasil S/A, o Banco de Crédito da Amazônia S/A. e ainda outros que sejam indicados pelo Presidente da Junta que dirige o FINEP.

Segundo as condições gerais estabelecidas, a participação do FINEP no custo total da elaboração do estudo varia de 40% a 90%, mas verifica-se que o valor médio dos financiamentos concedidos pelo fundo tem girado em torno de 67%. A participação do Agente Financeiro varia de acordo com sua competência decisória. O BNDE, por exemplo, pode decidir sozinho operações de valor até Cr\$ 30.000.000; nesse caso, sua participação mínima deve ser de 20% do custo de elaboração do projeto. A parte do financiamento a cargo do mutuário oscila entre 10% e 40%. Em projetos de custo superior a Cr\$ 30.000.000, a participação do BNDE deverá ser, no mínimo, de 5% do custo.

O FINEP analisa o pedido de financiamento, fixa sua participação e o encaminha ao Agente Financeiro que contratará a operação. Quando o Agente possui competência para decidir a respeito da operação, cabe-lhe examinar tecnicamente a solicitação e também as condições das garantias de reembolso; caso contrário, cabe-lhe somente a verificação das garantias de reembolso.

O FINEP mantém uma conta no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, fluindo da mesma os recursos para os financiamentos. As condições gerais de operação não fixam os montantes de financiamentos a serem concedidos por intermédio de cada Agente. Os recursos são postos à disposição do Agente à medida que projetos lhes sejam apresentados.

O prazo do contrato de credenciamento dos Agentes tem duração indeterminada.

O Agente opera em nome do FINEP e aplica em projetos selecionados. Não há uma relação financeira de empréstimo ou adiantamento, razão por que o Agente não paga pelos recursos recebidos.

O BNDE, como Agente Financeiro, assume a responsabilidade como fiador e principal pagador, perante o FINEP, pela liquidez das operações de que participe e endosse perante o Fundo.

Os recursos serão postos à disposição do BNDE, como Agente Financeiro, na medida em que o FINEP lhe entregue os processos, ou ainda quando houver por parte do Banco pedido de recursos, no caso de ter competência decisória. O retorno é parcelado e se dá pelo simples crédito à conta do FINEP.

O montante de financiamento concedido a cada mutuário depende da complexidade dos estudos técnicos envolvidos na preparação do projeto. Ao Escritório Técnico compete apresentar o demonstrativo da composição do custo. Não existe teto pré-fixado. Em qualquer caso, porém, a mutuária deverá financiar, com recursos próprios, uma percentagem que oscila entre 10% e 40% do custo do projeto.

O prazo máximo de financiamento será de 10 anos, inclusive carência.

O custo do financiamento pode ser desdobrado em três partes: taxa de juros, correção monetária e remuneração do Agente Financeiro. A taxa de correção monetária será cobrada sobre o saldo devedor nominal, a partir da liberação dos recursos, e será fixada pelo Conselho Monetário Nacional. Os juros também serão contados a partir da liberação dos recursos.

Taxa de Juros do FINEP	12 % a.a.
Correção Monetária	14 % a.a.
Remuneração do Agente	2,5% a.a.
TOTAL	28,5% a.a.

As garantias são as tradicionalmente exigidas pelo BNDE, podendo ser caução de títulos, fiança de pessoas físicas ou jurídicas, penhor de máquinas e equipamentos, hipoteca de imóveis etc.

Existem dois esquemas de amortização possíveis conforme o projeto seja ou não acolhido pelas agências financiadoras. No primeiro caso a mutuária deve reembolsar o FINEP de uma só vez, 30 dias após a assinatura do contrato de empréstimo. No segundo caso a amortização será realizada no período de 10 anos, em parcelas trimestrais de valor nunca inferior a Cr\$ 300.000.

XII.1.4 — Desempenho do Fundo

O FINEP recebeu até a presente data cerca de 100 projetos de financiamento, dos quais 21 já foram contratados.

O quadro a seguir nos dá a dimensão exata das suas atividades até 31/12/66.

Operações Contratadas e Aprovadas	40
Custo do Estudo	Cr\$ 2.019 milhões
Participação do Fundo	Cr\$ 1.594 milhões
Pedidos em Análise	18
Custo do Estudo	Cr\$ 32.333 milhões
Participação do Fundo	Cr\$ 25.777 milhões

Essas operações, contratadas e a contratar, e os pedidos em análise, possibilitarão uma inversão da ordem de Cr\$ 4.620.500 milhões, como pode ser visto de forma especificada a seguir:

INVERSAO PREVISTA	CR\$ MILHÕES
Operações já Contratadas	233.627
Operações Aprovadas	65.968
Pedidos em Análise	4.320.905
TOTAL DA INVERSAO	4.620.500

Entre os ramos de atividade que receberam maior apoio do FINEP em operações contratadas destacam-se os setores de Alimentação, Metalurgia e Indústria Química. O Quadro 28 nos apresenta a distribuição do financiamento por setores.

QUADRO 28

DISTRIBUIÇÃO DO FINANCIAMENTO SEGUNDO AS ÁREAS DE INCIDÊNCIA

RAMO DE ATIVIDADE	OPERÇÕES CONTRATADAS	PEDIDOS EM FASE DE CONTRATAÇÃO	PEDIDOS EM ANÁLISE	TOTAL
Transportes.....	—	—	4	4
Telecomunicações.....	1	—	1	2
Meteorologia.....	—	1	1	2
Estudos Setoriais.....	2	1	5	8
Indústria Química.....	3	3	2	8
Habitacão e Urbanizacão.....	1	—	1	2
Alimentacão.....	7	2	—	9
Metalurgia.....	3	3	—	6
Mineracão.....	—	1	1	2
Abastecimento.....	—	1	—	1
Papel e Celulose.....	—	1	—	1
Educacão Superior.....	1	1	1	3
Indústria Naval.....	—	2	—	2
Indústria Têxtil.....	2	—	—	2
Indústria Mecânica.....	1	—	—	1
Indústria Gráfica.....	—	2	1	3
Indústria Madeira.....	—	1	1	2
Agropecuária.....	—	1	—	1
TOTAL.....	21	19	18	58

XII.2 — Fundo de Desenvolvimento da Produtividade — FUNDEPRO

Foi criado por Resolução do Conselho de Administração do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico em 17-5-1966, com o objetivo de financiar a elaboração de projetos que visem à elevação da produtividade das empresas industriais. O fundo define projeto de produtividade como o «conjunto de estudos, pesquisas e ações necessárias a configurar e corrigir pontos de estrangulamento no regime operacional das empresas industriais do País, compreendendo o diagnóstico das falhas de organização e/ou reorganização global ou parcial».

Para atender a estes objetivos o Fundo deverá contar com 1,5% das dotações anuais do Fundo de Reparelhamento Econômico e recursos de outras fontes, internas e externas.

A exemplo dos demais Fundos, o FUNDEPRO funciona por intermédio de Agentes Financeiros credenciados pela Junta Administrativa e escolhidos entre os Bancos Estaduais e Regionais de Fomento. Por sua participação no processo de financiamento, os Agentes Financeiros recebem uma remuneração.

O montante de financiamento concedido não poderá ultrapassar a 80% do custo do projeto de produtividade. A rigor, não existe um teto para o valor do empréstimo; o que se define no regulamento do Fundo são as alçadas dos diferentes poderes de decisão. Assim, projetos de valor até Cr\$ 150 milhões podem ser aprovados pela própria Junta Administrativa do FUNDEPRO; projetos de valor superior a Cr\$ 150 milhões serão aprovados pela Diretoria, quando de valor até Cr\$ 250 milhões, e pelo Conselho de Administração quando de valor superior a Cr\$ 250 milhões.

Os prazos dos financiamentos se estendem até 5 anos, inclusive carência.

O custo do financiamento concedido pelo FUNDEBRO se compõe de parcelas de juros, correção monetária, comissão de fiscalização e comissão de abertura. Cobra-se juros à taxa de 60% a.a., calculados sobre saldos devedores e pagos semestralmente. A correção monetária corresponde à taxa de 14% a.a também calculada sobre saldos devedores e paga semestralmente.

A comissão de fiscalização monta a 0,5% a.a., é calculada sobre saldos devedores e paga semestralmente. A comissão de abertura corresponde a 1% do valor do financiamento e é paga de uma só vez no ato de assinatura do contrato.

São exigidas as várias modalidades de garantias comumente admitidas pelo BNDE, quais sejam: Caução de ações, Penhor Industrial, Hipoteca e Fiança.

Os esquemas de desembolso e retorno são fixados em cada caso particular.

Motivos de várias ordens retardaram o início de funcionamento do Fundo, de tal forma que a despeito de ter conseguido os recursos correspondentes a 1,5 % do Fundo de Reparelhamento a primeira operação, no valor de 75 milhões de cruzeiros, só foi realizada em dezembro de 1966. Outras operações estão em estudo para serem concretizadas ainda no mês de dezembro. A experiência operacional do FUNDEPRO é, ainda, muito restrita para que seu desempenho possa ser aferido. De qualquer forma, as perspectivas para o futuro são animadoras, dada a importância do campo coberto pelo FUNDEPRO.

XII.3 — FINAME (Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Industriais)

XII.3.1 — Introdução

O FINAME, criado pelo Decreto nº 55.275, de 22/12/1964, é uma das mais importantes inovações no mercado financeiro nacional. Destinado a cobrir a área do financiamento de médio prazo que havia praticamente desaparecido com o aceleração da inflação, foi concebido de forma a dispor de grande maleabilidade operacional, seja permitindo o ajuste das condições de financiamento às peculiaridades de cada operação, seja prevendo a possibilidade de ampliação de sua esfera de ação na medida da disponibilidade de recursos.

O dinamismo do Fundo pode ser apreendido das Instruções e Circulares de sua Junta Coordenadora, inclusive pelo fato de,

19 meses após a sua criação, novo Decreto redefinir (19) suas funções, transformando-o na Agência Especial de Financiamento Industrial.

A análise que ora iniciamos não procurará mostrar os ajustes gradativos produzidos pelas deliberações contidas em cada Instrução ou Circular. Julgamos, contudo, conveniente separar a análise do funcionamento do Fundo sob a vigência de cada Decreto que o regulamentou.

XII.3.2 — Objetivos

Originalmente, pretendia-se que o FINAME financiasse: 1) o comprador ou vendedor de máquinas e equipamentos de produção nacional; 2) projetos de implantação de novas indústrias de pequeno porte; e 3) expansão de empresas já existentes. Sucessivas instruções precisaram e ampliaram o campo a ser atendido pelo Fundo. Fixou-se, assim, que das máquinas e equipamentos dever-se-ia financiar, preferencialmente, as máquinas-ferramentas, equipamentos industriais e veículos pesados; e permitiu-se o financiamento das operações de vendas realizadas por distribuidores autorizados quando o financiamento fôsse o usuário. Em contrapartida, as operações de financiamento de implantação de indústrias de pequeno porte e a expansão das já existentes não foram realizadas senão em pequena escala. A criação de um Fundo especialmente aparelhado para êste tipo de operação pode ser apontada como a causa dêste desvio. Dentre as várias alterações, agora é também objetivo do FINAME o financiamento de importação e exportação de máquinas.

XII.3.3 — Recursos

O FINAME deveria contar com recursos provenientes de 4 fontes: a) empréstimos e doações de entidades internacionais, nacionais e estrangeiras; b) recursos colocados à sua disposição pelo Banco do Brasil S/A. e outras agências financeiras da União ou dos Estados; c) recursos mobilizados pelo Banco Nacional de

(19) Decreto n.º 59.170, de 2/9/1966.

Desenvolvimento Econômico nos mercados internos e externos de capitais; d) rendimentos provenientes de suas operações, como reembolso de capital, juros, comissões, bonificações e outros.

Os balanços semestrais apresentam a seguinte composição dos recursos aplicados:

	Saldos em bilhões de Cr\$			
	Dez. 1965		Junho 1965	
Empréstimos de entidades internacionais .	27		27	
Empréstimos de entidades nacionais	10	37	32	59
Credores por devolução de Correção				
Monetária		0,2		0,6
Resultados operacionais		1,0		5,5
		<hr/>	<hr/>	
		38,2		65,1

Observa-se que em fins de 1966 os recursos obtidos de entidades nacionais desdobravam-se da seguinte maneira:

Banco Central	20 bilhões
BNDE	12 bilhões
TOTAL	32 bilhões

XII.3.4 — Mecanismo operacional

O Fundo opera através de seus agentes financeiros públicos e privados, basicamente os Bancos Regionais e Estaduais, os Bancos Comerciais e as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimentos.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, além de realizar tôdas as operações de refinanciamento aos demais agentes financeiros que operam diretamente com as empresas beneficiárias, efetua operações de financiamento de projetos industriais de pequeno porte, tanto para instalação quanto para ampliação de empresas.

O mecanismo do FINAME foi concebido de forma que do valor total da transação, 50% são financiados pelo Fundo, 20% pelo agente financeiro e os 30% restante pelo vendedor ou comprador dos bens financiados. Para apreender-se o mecanismo

operacional dos financiamentos é necessário, portanto, conhecer a forma segundo a qual se relaciona o Fundo, próprio dito, com seus agentes financeiros, e estes com as empresas beneficiárias.

As relações do FINAME com seus agentes financeiros são reguladas pelas «Condições Gerais Reguladoras das Operações», que estipulam as características das operações conforme abaixo descrevemos.

Cada agente poderá contratar operações de financiamento até o montante de 5 vezes o valor dos seus recursos não exigíveis ou, alternativamente, 10% dos fundos a serem aplicados pelo FINAME no período. O montante de financiamento a ser concedido a cada indústria foi fixado em Cr\$ 200.000.000.

O prazo para a liquidação dos empréstimos concedidos varia de 2 a 5 anos.

O custo do financiamento concedido pelo FINAME é desdobrado em 3 parcelas: taxa de juros, correção monetária e remuneração do agente. A taxa de juros e a correção monetária, somadas, são calculadas sobre os saldos devedores, pagos semestralmente, conforme a tabela abaixo:

	Até 11/8/65	A partir de 11/8/65	
Correção Monetária	25%	14%	
Taxa de juros do FINAME	8%	33%	22%
Remuneração do Agente Financeiro		4%	4%
TOTAL		37%	26%

A garantia exigida pelo FINAME é o Penhor Mercantil dos títulos recebidos das empresas beneficiadas pelos agentes e por estes endossados «em prêto». Os agentes respondem pela legitimidade dos títulos apenhados e pela autenticidade dos endossos envolvidos na transação. Aliás, uma das condições para o credenciamento do agente é que este assuma co-responsabilidade como garantidor financiador e/ou endossante.

A entrega do valor do financiamento é feita numa única vez e o retorno é parcelado. De maneira bastante genérica, poder-se-ia dizer que o esquema de amortização é o seguinte: seis meses de carência, pagamento de juros e correção monetária semestral e

amortização mensal a partir do 13º mês, a contar da data de fechamento da operação.

As relações entre os agentes financeiros e as empresas industriais não são fixadas no Regulamento do Fundo, mas, sim, livremente acertadas entre as partes. Há, pois, muitas alternativas para a fixação das condições da transação. Na prática, todavia, os Bancos e as Companhias de Crédito, Financiamento e Investimentos parecem ter conduzido parte substancial de suas operações por meio de contratos de abertura de crédito e desconto. No caso das Companhias de Crédito, Financiamento e Investimentos, a financeira fecha com a empresa beneficiada dois contratos de abertura de crédito: um correspondente a 50% do valor da operação e referente ao repasse do FINAME (Contrato de Abertura de Crédito Fixo) e outro, de 20%, correspondente à parcela financiada pelo agente.

A especificação das variáveis envolvidas na operação não difere, a não ser no que diz respeito às garantias, quer se trate de operação de financiamento ao comprador ou ao vendedor.

De uma maneira geral, poder-se-ia dizer que as operações são conduzidas da seguinte forma: o agente financia 20% do valor da transação; o prazo concedido é, normalmente, de 7 a 11 meses; o custo da transação correspondente ao deságio sobe à taxa de 23,5% em 6 meses, em 42% a.a.; e as garantias exigidas são: 1) nas operações de financiamento ao vendedor, o Contrato de Reserva de Domínio de 100% do valor das vendas, Duplicatas correspondentes a 20% do valor das vendas, Notas Promissórias avalizadas por dois diretores da firma e Letras de Câmbio também correspondentes a 20% do valor da transação. Os vencimentos destes títulos estão escalonados de tal forma que a liquidação das Duplicatas fornece os recursos para a liquidação das Promissórias e estas a liquidação da Letra de Câmbio; 2) nas operações de financiamento ao comprador, o Penhor Industrial ou Alienação Fiduciária do ativo financiado, mais Notas Promissórias correspondentes ao valor do financiamento e Letras de Câmbio. Evidentemente, como no caso anterior, o pagamento das Notas Promissórias fornece os recursos para a liquidação das Letras.

A entrega do financiamento é feita numa única vez e o retorno é parcelado. De maneira geral, o espaçamento obedece às condições de prazos fornecidos pelo vendedor ao comprador. O valor de cada Letra de Câmbio, todavia, é determinado pelas necessidades de sua colocação no mercado.

No caso de os Bancos serem o agente financeiro, há também, fechamento de dois contratos com a empresa financiada. O contrato relativo à participação do FINAME não difere do anteriormente descrito, mas o procedimento relativo à participação do agente é diverso. O financiamento dos 20% que corresponde à participação do Banco é efetuado mediante uma operação normal de desconto, por um prazo oscilando em torno de 120/150 dias e às taxas de juros de mercado. O montante de financiamento atinge o máximo de 20% do valor da transação, conforme previsto no Regulamento do Fundo. Alguns Bancos, todavia, têm oferecido percentagens menores do que esta.

O financiamento concedido pelos Bancos é efetuado mediante uma operação normal de desconto, num prazo que oscila entre 120/150 dias. O custo da parcela adiantada pelo Banco corresponde à taxa de mercado, ou seja, aproximadamente, 24% antecipados.

As garantias utilizadas no financiamento bancário são, no caso de operação contratada com o vendedor, as Duplicatas relativas à venda e à Reserva de Domínio sobre os bens, e nas operações contratadas com o comprador, Promissórias emitidas pela empresa beneficiária. A entrega e retorno são feitos numa única parcela, representados pela Duplicata ou Promissória, conforme se trate de financiamento da empresa vendedora ou compradora.

XII.3.5 — Desempenho

A elasticidade do FINAME no nível das relações entre Agente Financeiro e empresa beneficiada dificulta a fixação de padrões médios de comportamento do mercado.

Do ponto de vista empresarial, devemos observar que os 50% do valor da operação repassados pelos agentes do FINAME

foram financiados a um prazo médio de 33 meses. Dos 50% restantes, os 20% financiados pelos agentes foram conduzidos aos prazos de 3 a 4 meses, nas operações contratadas por bancos, e 7 a 11 nas operações contratadas por companhias financeiras. Comparados estes prazos com os disponíveis em momentos anteriores, devemos convir que o esquema representa um grande passo avante. Contudo, tendo-se em vista um esquema ideal de financiamento de bens de capital, percebe-se que há, ainda, um longo caminho a percorrer.

O Quadro 29 nos mostra os montantes de financiamento concedidos pelo FINAME classificados por setor industrial favorecido. A indústria de material de transporte, a indústria mecânica e de produtos alimentares têm sido os setores vendedores mais favorecidos.

QUADRO 29
OPERAÇÕES CONTRATADAS PELO FINAME E DISTRIBUIÇÃO
POR INDÚSTRIAS MAIS FAVORECIDAS

CLASSIFICAÇÃO INDUSTRIAL	1965		1.º SEMESTRE DE 1966	
	Cr\$ MILHÕES	% DO TOTAL	Cr\$ MILHÕES	% DO TOTAL
Material de Transporte.....	10.805	26,1	8.569	19,9
Indústria Mecânica.....	7.868	19,0	8.271	19,2
Produtos Alimentares.....	6.467	13,1	4.972	11,6
Material Rodoviário e para Pavimentação de Estradas.....	5.223	8,0	—	—
Material para Pavimentação de Estradas.....	—	—	3.523	8,2
Indústria Têxtil.....	2.699	6,5	3.325	7,7
Indústria Metalúrgica.....	2.102	5,0	1.841	4,5
Material para Construção Civil.....	1.843	4,0	1.692	3,9
SUBTOTAL.....	34.007	82,2	32.191	74,8
Outras Indústrias.....	7.671	17,8	10.807	25,2
TOTAL.....	41.678	100,0	42.998	100,0

Fonte: Relatório e Movimento Financeiro do FINAME.

Nota-se que o FINAME não se preocupa em exigir a apresentação de projetos das empresas adquirentes do bem de capital. Não há uma preocupação de conhecer o cálculo de viabilidade do investimento programado. Ao adotar tal procedimento, o Fundo

adquire, uma grande maleabilidade e rapidez operacional mas pode facilitar a realização de investimentos menos produtivos.

A composição dos financiamentos concedidos, por indústrias financiadas, era a seguinte, em 30 de junho de 1966.

(Milhões de Cruzeiros)

Total	Comprador	Vendedor	Não Classificado
42.998	10.263	32.591	144

É curioso notar que os financiamentos concedidos às empresas vendedoras foi 3 vezes maior do que o concedido às empresas compradoras. Os Agentes Financeiros explicam esta composição de financiamento pelo fato de os vendedores de seus capitais apresentarem garantias mais sólidas, razão por que preferem contratar as operações com estes. Tal composição pode revelar, todavia, um esforço de venda dos produtores de bens de capital. Responsabilizar-se pela contratação do financiamento pode ter sido um esforço de venda adicional.

Mantendo o raciocínio de comparar a situação atual com a que vigorava antes da instituição do FINAME, somos levados a concluir seu custo pelo qual a operação de financiamento é contratada perfeitamente aceitável. O custo dos 70% financiados pelo FINAME e seus agentes deve oscilar em torno de 25% a 30% a.a., o qual, comparado com os 43% a.a. da operação totalmente financiada por financeiras, representa uma redução efetiva de custos.

Um teste quantitativo do significado da oferta global de recursos do FINAME dificilmente pode ser realizado. De qualquer maneira, há suficientes indicações de que o Fundo tem apresentado bons resultados e de que a sua manutenção e a ampliação de sua escala de operações é muito importante para o desenvolvimento do parque produtor de bens de capital.

XII.3.6 — Situação atual

O Decreto nº 59.170, de 2/9/1966, reestruturou o FINAME, transformando-o na Agência Especial de Financiamento Industrial

— FINAME, para gerir, com autonomia administrativa e financeira, o Fundo criado pelo Decreto nº 55.275, de 22/12/1964. Mais recentemente, o Decreto-lei nº 45, de 18/11/66, transformou o FINAME em Sociedade por Ações, e incorporou as demais alterações introduzidas pelo Decreto nº 59.170, de 2/9/1966. As principais inovações introduzidas por aquele Decreto sobre o anterior se referem ao aumento de sua autonomia administrativa e financeira e às fontes de recursos.

Os objetivos do Fundo foram também redefinidos. Objetiva-se, agora, financiar:

a) operações de compra e venda de máquinas e equipamentos de produção nacional;

b) exportação e importação de máquinas e equipamentos;

c) suprimento de capital de giro às empresas instaladas em setores industriais básicos da economia, para financiamento das quais está a Agência autorizada a realizar operações de *acceptance*;

d) poderá, ainda, subscrever ações de empresas industriais para posterior repasse ao público, e, mediante convênios, aplicar recursos e valores mobiliários de outras Agências, públicas, federais ou estaduais.

QUADRO 30

DISTRIBUIÇÃO DE REFINANCIAMENTOS EFETUADOS PELO FINAME EM 31/12/65 E 6/6/66, DE ACÓRDO COM SEUS AGENTES FINANCEIROS

ESPECIFICAÇÃO	31/12/65		30/6/66	
	Cr\$ MILIÕES	% DO TOTAL	Cr\$ MILIÕES	% DO TOTAL
Bancos Estaduais e Regionais de Desenvolvimento.....	5.071	11,5	3.180	7,4
Bancos Comerciais.....	17.337	39,5	20.500	47,7
Companhias de Financiamento e Investimento.....	21.508	49,0	19.318	44,9
TOTAL	43.916	100,0	42.998	100,0

Fonte: Relatório e Movimento Financeiro do FINAME. Incluídas as Operações Canceladas.

XII.4 — Programa de Financiamento à Pequena e Média Empresas — FIPEME

XII.4.1 — Objetivos

O FIPEME é um programa especial do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, destinado ao financiamento de pequenas e médias empresas. Foi criado por ato do Conselho de Administração do BNDE, atendendo a um acórdão com o Banco Interamericano de Desenvolvimento, quando da concessão de um empréstimo de US\$ 27 milhões, no ano de 1964. Não tem as mesmas características jurídicas dos fundos criados por Decreto, por haver se originado de decisão interna do BNDE. Do ponto de vista financeiro, todavia, assemelha-se a qualquer dos demais fundos que discutimos neste estudo.

Destina-se a cobrir a área de financiamento de capital fixo para instalação e ampliação de pequenas e médias empresas (20), e também à de cooperação técnica, para a qual prevê uma aplicação de até 5% do valor global dos empréstimos, juntamente com o financiamento de pré-projetos de investimento.

XII.4.2 — Recursos

O FIPEME conta, basicamente, com recursos provenientes do BID e do Kredistantald. O primeiro concedeu um empréstimo de US\$ 27 milhões para utilização nos seguintes fins:

- a) 56%, ou seja, US\$ 15 milhões em gastos locais
- b) 22%, ou seja, US\$ 6 milhões importação de equipamentos
- c) 22%, ou seja, US\$ 6 milhões uso optativo.

O segundo, num momento posterior, concedeu um empréstimo de DM 27 milhões, a ser utilizado conforme o seguinte esquema:

- a) 60%, ou seja, DM 16,2 milhões em importação de equipamento; e,
- b) 40%, isto é, DM 10,8 milhões em gastos locais.

(20) O FIPEME considera como pequenas e médias as empresas que tenham investimento em capital fixo inferior a Cr\$ 8 bilhões.

Além destes recursos, o FIPEME contou com 15 bilhões de cruzeiros, adiantados pelo BNDE por conta de novos acordos a serem realizados com entidades internacionais.

O FIPEME foi estruturado como fundo rotativo, e esta forma de organização poderá permitir a consolidação deste programa de financiamento, a despeito da limitação dos recursos com que iniciou suas atividades.

XII.4.3 — Mecanismo operacional

O FIPEME, a exemplo dos demais fundos, funciona através de agentes financeiros, mas aplica, também, por intermédio do BNDE.

Uma vez que o financiamento por ele concedido se refere à criação ou ampliação de plantas, seus agentes são, necessariamente, instituições financeiras que contam experiência no setor de investimento em capital fixo. Este fato restringe o número de seus agentes financeiros ao campo dos Bancos de Desenvolvimento, Regionais e Estaduais, e às Agências Governamentais de objetivos semelhantes. Até setembro de 1966 o FIPEME contava 3 Agentes Financeiros: o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais; o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo-Sul e a Companhia Progresso da Guanabara — COPEG.

As condições das operações ao nível das relações do FIPEME com os Agentes Financeiros e destes com as empresas beneficiadas são fixadas pelas Resoluções do Conselho de Administração do BNDE.

As relações do FIPEME com seus agentes são definidas nas «Condições Gerais de Contrato de Financiamento, mediante Abertura de Crédito Fixo», que passamos a discutir.

O montante de recursos que cada agente recebe do FIPEME para repassar às empresas é calculado em função da capacidade de absorção de financiamento da região servida pelo órgão, num intervalo de tempo. A determinação deste montante envolve, pois, considerações de ordem quantitativa e qualitativa, de tal forma que não é possível expressá-lo em termos de coeficientes numéricos.

Está implícita neste critério uma preocupação de orientar-se pela pressão da demanda. O volume fixado representa uma solução intermediária entre dois extremos; de um lado o desejo do FIPEME de distribuir por todo o País os recursos de que dispõe, e de outro, o desejo de cada agente de atrair para si o maior volume possível de recursos. Tal critério de alocação de crédito parece estar produzindo resultados satisfatórios. O volume de repasse pretendido por cada agente não é muito superestimado devido à existência de uma comissão de 0.75%, incidente sobre a parte do crédito posta à sua disposição em moeda nacional e estrangeira e não utilizada; por outro lado, o FIPEME não se interessa em reduzir muito o montante à disposição de cada agente, devido ao desejo de bem distribuir o crédito entre as várias regiões.

O prazo do contrato celebrado entre o FIPEME e os Agentes Financeiros tem uma duração de 4 a 6 anos.

O custo do financiamento repassado monta a 21,75% a.a. e é composto de 4 parcelas: taxa de juros, taxa de correção monetária, comissão de abertura de crédito e comissão de compromisso. São os seguintes os quantitativos atualmente em vigor:

Taxa de juros	0,06
Taxa de Correção Monetária	0.14
	0,20
Comissão de abertura de crédito	0.01
Comissão de compromisso	0.0075
TOTAL	0,2175

O FIPEME exige garantias reais e fidejussórias. A garantia exigida dos Agentes Financeiros é o penhor das garantias que este recebe das empresas beneficiadas.

Duas formas alternativas estão previstas para o desembolso dos recursos do FIPEME para os Agentes Financeiros. Pela primeira alternativa, o desembolso se faz globalmente, passando a constituir um fundo rotativo movimentado pelo agente. Neste caso, ele dispõe de 90 dias para comprovar a aplicação dos fundos, após o que pode solicitar recomposição do fundo. A segunda alternativa consiste em efetuar-se o desembolso direto e parceladamente para

cada projeto específico. O retorno será parcelado, com devoluções efetuadas semestralmente, em 15 de junho e 15 de dezembro de cada ano, sendo o período de carência de 1 ano.

As relações dos agentes financeiros com as empresas beneficiadas são discutidas a seguir. As operações do FIPEME se baseiam em projetos apresentados pela empresa beneficiada. O grau de sofisticação técnica e o nível de detalhe exigidos pelo fundo variam conforme o valor do empreendimento e do financiamento pretendido. Nos pedidos de financiamento de valor até Cr\$ 250 milhões, dispensa-se a apresentação de projeto completo. O pedido é formulado num modelo impresso bastante simples. No pedido de valor superior a 250 milhões, exige-se um projeto bastante sucinto. O montante do financiamento é calculado com base nestes «projetos».

A rigor não existe um teto para o montante de financiamento a ser concedido a cada mutuário. A possibilidade de contratar empréstimo de valor mais elevado é uma questão de aprovação de poderes decisórios mais altos. Assim, todos os financiamentos de valor superior a US\$ 500.000 estão sujeitos à aprovação do BID, e devem ser necessariamente examinados e decididos pelo Grupo Executivo do FIPEME, enquanto que empréstimos de valor inferior a este montante podem ser aprovados *ad referendum* deste órgão. Não está fixada sequer a percentagem obrigatória de participação do agente no total do financiamento. Especifica-se, tão somente, que o FIPEME fornecerá, no máximo, 50%; que o mutuário fornecerá, no mínimo, 20% e que o agente e/ou mutuário e/ou fornecedor do equipamento fornecerá o restante. Em tese, tal esquema permite que o agente funcione até mesmo como simples intermediário na transação.

O prazo máximo das operações de financiamento realizadas pelos Agentes do FIPEME obedece às condições dos repasses por estes recebidos, variando, portanto, de 4 a 6 anos. O prazo de carência é fixado em cada caso particular.

Quando a operação envolve moeda nacional e estrangeira abre-se crédito específico na moeda estrangeira, que é utilizada por meio de *Carta de Crédito* concedida para cada utilização

XII.4 — Programa de Financiamento à Pequena e Média Empresas — FIPEME

XII.4.1 — Objetivos

O FIPEME é um programa especial do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, destinado ao financiamento de pequenas e médias empresas. Foi criado por ato do Conselho de Administração do BNDE, atendendo a um acordo com o Banco Interamericano de Desenvolvimento, quando da concessão de um empréstimo de US\$ 27 milhões, no ano de 1964. Não tem as mesmas características jurídicas dos fundos criados por Decreto, por haver se originado de decisão interna do BNDE. Do ponto de vista financeiro, todavia, assemelha-se a qualquer dos demais fundos que discutimos neste estudo.

Destina-se a cobrir a área de financiamento de capital fixo para instalação e ampliação de pequenas e médias empresas (20), e também à de cooperação técnica, para a qual prevê uma aplicação de até 5% do valor global dos empréstimos, juntamente com o financiamento de pré-projetos de investimento.

XII.4.2 — Recursos

O FIPEME conta, basicamente, com recursos provenientes do BID e do Kredistantald. O primeiro concedeu um empréstimo de US\$ 27 milhões para utilização nos seguintes fins:

- a) 56%, ou seja, US\$ 15 milhões em gastos locais
- b) 22%, ou seja, US\$ 6 milhões importação de equipamentos
- c) 22%, ou seja, US\$ 6 milhões uso optativo.

O segundo, num momento posterior, concedeu um empréstimo de DM 27 milhões, a ser utilizado conforme o seguinte esquema:

- a) 60%, ou seja, DM 16,2 milhões em importação de equipamento; e,
- b) 40%, isto é, DM 10,8 milhões em gastos locais.

(20) O FIPEME considera como pequenas e médias as empresas que tenham investimento em capital fixo inferior a Cr\$ 8 bilhões.

Além destes recursos, o FIPEME contou com 15 bilhões de cruzeiros, adiantados pelo BNDE por conta de novos acordos a serem realizados com entidades internacionais.

O FIPEME foi estruturado como fundo rotativo, e esta forma de organização poderá permitir a consolidação deste programa de financiamento, a despeito da limitação dos recursos com que iniciou suas atividades.

XII.4.3 — Mecanismo operacional

O FIPEME, a exemplo dos demais fundos, funciona através de agentes financeiros, mas aplica, também, por intermédio do BNDE.

Uma vez que o financiamento por êle concedido se refere à criação ou ampliação de plantas, seus agentes são, necessariamente, instituições financeiras que contam experiência no setor de investimento em capital fixo. Este fato restringe o número de seus agentes financeiros ao campo dos Bancos de Desenvolvimento, Regionais e Estaduais, e às Agências Governamentais de objetivos semelhantes. Até setembro de 1966 o FIPEME contava 3 Agentes Financeiros: o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais; o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo-Sul e a Companhia Progresso da Guanabara — COPEG.

As condições das operações ao nível das relações do FIPEME com os Agentes Financeiros e destes com as empresas beneficiadas são fixadas pelas Resoluções do Conselho de Administração do BNDE.

As relações do FIPEME com seus agentes são definidas nas «Condições Gerais de Contrato de Financiamento, mediante Abertura de Crédito Fixo», que passamos a discutir.

O montante de recursos que cada agente recebe do FIPEME para repassar às empresas é calculado em função da capacidade de absorção de financiamento da região servida pelo órgão, num intervalo de tempo. A determinação deste montante envolve, pois, considerações de ordem quantitativa e qualitativa, de tal forma que não é possível expressá-lo em termos de coeficientes numéricos.

efetiva. Os prazos desta operação são os descritos no parágrafo anterior.

As «condições gerais» do contrato do FIPEME com seus Agentes Financeiros especifica que o custo do financiamento para a empresa beneficiada não deverá ultrapassar de 27% a.a. Os componentes deste custo podem ser desdobrados da forma que se segue:

i) empréstimos em cruzeiros
juros s/saldo devedor 0,12 a.a. cobrados semestralmente
correção monetária 0,14 a.a.
taxa de fiscalização 0,0025 cobrado semestralmente.

ii) empréstimos em moeda estrangeira
juros s/saldo devedor 0,08 a.a. cobrados semestralmente
risco de câmbio transferido ao mutuário.

A correção monetária tem um limite máximo de 14% a.a. Seu cálculo se baseia em coeficientes trimestrais fixados pelo Conselho Nacional de Economia e incide sobre os valores nominais devidos pela empresa a qualquer título, no momento de seus pagamentos.

As garantias exigidas das empresas beneficiadas são garantias reais, na proporção de Cr\$ 1,67 para cada cruzeiro empregado. A firma financiada poderá propor, entre outras, as seguintes espécies de garantias: hipóteses de imóveis, penhor industrial de máquinas, aparelhos e outras instalações para fins industriais; alienação fiduciária e garantia de bens imóveis; fiança outorgada por diretores, sócios ou terceiros, pessoas naturais ou jurídicas; caução de ações de propriedade de acionistas da proponente, em outras sociedades ou de terceiros; emissões de debêntures, com vinculação hipotecária a favor do BNDE. Fica a critério do FIPEME a escolha de uma ou mais de uma delas.

Não são especificadas as condições de desembolso e retorno das operações realizadas pelos Agentes Financeiros. De maneira geral, porém, estas são fixadas de forma a acompanhar as condições do repasse do FIPEME ao agente, o que significa dizer que na maioria dos casos, o desembolso e retorno são parcelados.

Quando o financiamento é concedido diretamente pelo BNDE, há pelo menos uma alteração importante no mecanismo operacional: o FIPEME financia até um máximo de 60% do investimento, reduzindo em 10% a participação das demais partes intervenientes.

XII.4.4 — Desempenho do FIPEME

O FIPEME veio cobrir uma área de financiamento muito importante e anteriormente pouco atendida, motivo por que alocou parte substancial de seus recursos num prazo absolutamente imprevisível. Com efeito, o contrato de financiamento realizado com o BID previa que os recursos concedidos seriam aplicados num prazo nunca inferior a 3 anos, e o mercado os absorveu em cerca de 1 ano e meio de atividade do fundo. Os recursos provenientes do Kredistantald e do próprio BNDE estão, também, quase completamente esgotados.

O Quadro 31 mostra a posição dos recursos do fundo em 31 de outubro de 1966.

QUADRO 31
COMPROMETIMENTOS DE RECURSOS — (em 31 de outubro de 1966)

(Cr\$ Milhões)			
F O N T E S	R E C U R S O S	C O M P R O M E T I D O S	N ã O C O M P R O M E T I D O S
1 — BID.....	59.400	58.785	617
2 — KFW.....	14.850	6.358	8.492
3 — BNDE.....	15.000	5.758	9.242
TOTAL.....	89.250	70.899	18.351

Nota: Computados também os repasses a Agentes Financeiros.

Uma idéia do desempenho do fundo pode ser obtida pelos dados do Quadro 32, que nos mostra as operações de financiamentos contratados no período compreendido entre abril de 1965 e outubro de 1966. Foram feitas 126 operações no valor global de Cr\$ 32.296 milhões — o que resulta numa média mensal de 7 contratos no valor de Cr\$ 1.794 milhões por mês.

QUADRO 32
FINANCIAMENTOS CONTRATADOS

PERÍODOS DE OPERAÇÕES	NÚMERO DE CONTRATOS	MONTANTE (Milhões)	MÉDIA MENSAL	
			N.º	Montante (Milhões)
abril/65 a outubro/66.....	126	32.296	7	1.794

O FIPEME tem atendido somente a alguns setores considerados prioritários e abarcado apenas algumas regiões. A região Nordeste, por força das condições do empréstimo do BID não vinha sendo beneficiada com os recursos do Fundo. No momento atual, esta limitação de área já foi contornada, e o programa se estenderá também àquela região.

O Quadro 33 mostra a distribuição setorial e regional dos financiamentos contratados. Observa-se uma concentração de aplicações na região Centro-Sul. O desdobramento das regiões em seus Estados componentes revelaria que São Paulo tem absorvido parte substancial destes empréstimos. É óbvio que tal fato se deve à concentração de indústrias sediadas naquele Estado.

QUADRO 35
DISTRIBUIÇÃO SETORIAL E REGIONAL DOS FINANCIAMENTOS CONTRATADOS

SETORES DE ATIVIDADE	R E G I Õ E S						TOTAL	
	CENTRO-SUL		CENTRO-OESTE		EXTREMO-SUL		Número	Valor
	Número	Valor	Número	Valor	Número	Valor		
Mecânica	24	7.136	--	--	5	182	27	7.318
Têxtil	17	4.446	--	--	5	546	20	4.992
Metalúrgica	13	3.275	--	--	5	425	16	3.695
Alimentação	8	3.775	--	--	8	494	16	4.267
Química	8	2.009	1	180	1	350	10	2.539
Madeira	4	1.365	1	65	4	806	9	2.234
Artefatos de Bor. e Plást.	5	768	--	--	1	115	6	883
Gráfica	5	3.967	--	--	--	--	5	3.967
Couros e Peles	3	354	--	--	--	16	4	371
Mat. Elétrico e Comunic	3	374	--	--	--	--	3	374
Exploração de Minerais	2	149	1	95	1	15	4	258
Papel e Papelão	2	400	--	--	--	--	2	400
Calçados	--	--	--	--	2	44	2	44
Fibras Vegetais	1	880	--	--	--	--	1	880
Mobiliário	--	--	--	--	1	73	1	73
TOTAL	95	28.893	3	340	28	3.063	126	32.296

O impacto financeiro do FIPEME, para ser devidamente avaliado, deve considerar o investimento global que gerou. Com efeito, o FIPEME só concede parcela do investimento, cabendo aos agentes e mutuários sua complementação. O Quadro 34 mostra o investimento global permitido pelo sistema FIPEME, desdobrado em aplicações em capital fixo e circulante, e pela participação relativa dos diferentes intervenientes na operação. Como percentagem das aplicações fixas a participação dos agentes corresponde a 3,6%, e, em relação ao investimento global corresponde a 2,9%. É, aliás, surpreendente constatar tão diminuta contribuição dos agentes financeiros.

QUADRO 34

INVESTIMENTO FIXO E CAPITAL CIRCULANTE DOS FINANCIAMENTOS CONTRATADOS

(Cr\$ Milhões)

NÚMERO DE PROJETOS CONTRATADOS	APLICAÇÕES FIXAS				CAPITAL CIRCULANTE		INVESTIMENTO GLOBAL
	FIPEME	AGENTES FINAN- CEIROS	MUTUÁRIO FINAL	TOTAL	MUTUÁRIO	BANCOS E OUTROS	
126.....	31.636	2.298	29.737	64.331	13.584	1.667	79.582

Em documento apresentado no Congresso de Integração Nacional (21) realizado em Salvador no período de 12 a 17-9-1966, o Diretor Executivo do FIPEME analisa alguns problemas que o programa teve de enfrentar durante os primeiros meses de sua atividade. O primeiro e talvez mais importante problema diz respeito à inadequada organização contábil e administrativa da grande maioria das empresas de pequeno e médio porte. Este fato tornava difícil a apuração dos dados e informações requeridas para realizar os projetos (mesmo os mais rudimentares) exigidos pelo FIPEME, o que retardava a análise dos pedidos de financiamento. Grande número de empresas não possuía títulos de direito ou propriedade

(21) MAGRASSI DE SÁ, Jaime — Grupo Executivo do Programa de Financiamento à Pequena e Média Empresa. Setembro de 1966.

devidamente regularizados e o FIPEME exigia, exatamente, garantias de bens reais. Por outro lado, a ausência de organização contábil se reflete em balanços e balancetes incorretos e imperfeitos que, desta forma, não forneciam aos analistas os informes sobre os possíveis efeitos do novo investimento.

Este período de contacto permanente com grande número de pequenas e médias empresas parece revelar ser indiscutível que (1) a insuficiência de capital de giro, (2) a ausência de assistência técnica e (3) a carência de informações sobre a situação conjuntural e de mercado, é a nota característica da grande maioria dessas empresas.

Desta forma, o estudo conclui que a ação futura do FIPEME deverá ser dirigida para 3 problemas fundamentais: 1^o) o do fornecimento de acréscimo de capital de giro para atender às necessidades do aumento da capacidade produtiva que financia; 2^o) o da assistência técnica e 3^o) o da ampliação de suas atividades a todas as regiões e a todos os setores.

Parece-nos que o problema está muito bem equacionado. No que diz respeito ao capital de giro é muito fácil compreender que o acréscimo de capacidade produtiva exige um acréscimo de capital de giro que permita sua plena utilização. É assim porque há um nível de estoque maior (em valor absoluto), um volume maior de vendas a financiar etc. Fornecer recursos para ampliação de planta sem proporcionar recursos adicionais para financiamento do giro, pode implicar, no mínimo, numa subutilização do equipamento instalado.

O quadro anteriormente descrito pelo documento citado revelou que a grande maioria das pequenas e médias empresas funciona em condições jurídicas, administrativas e financeiras bastante precárias. Tal conjunto de limitações pode ser enfrentado por um programa amplo de enquadramento do empresário na economia de mercado. O estudo sugere — e nos parece, muito acertadamente — um programa de assistência técnica com as seguintes características:

1^a) assistência técnica propriamente dita, visando auxiliar o pequeno e médio empresário a melhorar a organização de sua produção;

2ª) assistência administrativa e contábil para oferecer ao empresário novos padrões de organização de seus negócios;

3ª) assistência gerencial, visando aprimorar as propensões naturais do empresário, concedendo-lhe habilitação para introduzir em seu negócio as práticas de gestão requeridas por um regime de competição de mercado;

4ª) assistência pedagógica, visando formar administradores e até mesmo corpo docente para a reprodução de cursos de habilitação.

A ampliação da área de ação do FIPEME ao campo de assistência, nos termos em que esta é conceituada, parece-nos desejável.

XII.5 — Fundo de Democratização do Capital das Empresas FUNDECE

XII.5.1 — Objetivos

O Fundo de Democratização do Capital das Empresas foi criado pelo Decreto nº 54.105, de 6-8-1964 com o objetivo de proporcionar recursos de capital de giro às empresas industriais que se proponham a elevar seus índices de produção e produtividade.

O Decreto prevê que o fundo dará prioridade às empresas que: a) aceitem fórmulas que envolvam a abertura de seu capital social; b) apliquem o empréstimo obtido no financiamento da produção de bens destinados à exportação; c) concorram para solucionar pontos de estrangulamento na rede industrial do País, ou atendam a peculiaridades regionais.

O Decreto prevê várias formas alternativas de abertura do capital das empresas: a) obrigação assumida pela empresa de proceder ao aumento de capital, em montante equivalente ao valor do crédito, concordando ainda em oferecer as ações resultantes do aumento à subscrição pública na forma estabelecida pela Lei nº 2.300, de 23-8-1954; b) prestação de caução de ações feita por acionistas, com poderes irrevogáveis para colocação em prazo

convencionado e através da Bôlsa de Valôres, em nome e por conta do caucionante ou caucionantes, das ações entregues em garantia da dívida, aplicando o produto da venda no pagamento total ou parcial do débito; c) cessão, pela maioria dos acionistas da Companhia, de direito à subscrição pelo Fundo de novas ações em aumento de seu capital pelo valor nominal, sendo pago ou amortizado o *débito* no montante equivalente ao valor da subscrição.

XII.5.2 — Recursos

Para atender a êstes objetivos o fundo deveria contar com recursos provenientes das fontes a seguir discriminadas: a) empréstimos ou doações de entidades nacionais ou estrangeiras e, dentre estas, as provenientes dos recursos da Aliança para o Progresso; b) recursos colocados à sua disposição pelo Banco do Brasil S/A e outras agências financeiras da União; c) rendimentos provenientes de suas operações como reembolso de capital, juros, comissões, dividendos, bonificações, produtos da venda de ações e outros; d) colocação de títulos e papéis no mercado, e quaisquer outros recursos que lhe venham a ser destinados.

XII.5.3 — Mecanismo operacional

O fundo opera através de agentes financeiros que, nos têrmos de seu regulamento, são a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil S/A (CREAI), os Bancos de Desenvolvimento Regional e os Bancos Estaduais. As relações entre o fundo e os agentes financeiros e entre êstes e as emprêsas financiadas estão definidas nos têrmos do convênio que credencia as instituições financeiras como agentes, nos têrmos do Decreto de criação do fundo e em seu regulamento.

Segundo os têrmos do convênio, as operações do fundo com seus agentes deverão ter as características que discriminamos abaixo.

O critério de determinação do montante de repasse a ser efetuado por intermédio de cada agente não está previsto no texto

do Decreto ou o seu regulamento. A prática revela, todavia, que este dado tem sido determinado por considerações de ordem qualitativa e quantitativa, de tal forma que é impraticável expressá-lo sob a forma de coeficientes financeiros simplesmente. Resultou, assim que a CREAM tem recebido, aproximadamente, 70% do volume dos recursos disponíveis. A concessão desta alta percentagem a um único agente tem sido explicada por dois argumentos principais: 1º) a carteira conta um grande número de agências (cêrca de 600) distribuídas por todo o território nacional; e 2º) pelo fato de ser esta a única carteira com experiência anterior suficientemente ampla na concessão de crédito industrial

O prazo do convênio está fixado em 10 anos.

Pelos recursos obtidos do FUNDECE o agente financeiro deve pagar juros e correção monetária. A taxa de juros paga por todos os agentes, exceto a CREAM, é de 4% ao ano, calculada sobre saldos devedores e paga semestralmente (em 31/5 e 30/11 de cada ano). A CREAM paga a taxa de juros de 3% ao ano. A taxa de correção monetária é fixada pelas autoridades competentes. No momento atual, monta a 14% a.a. e é calculada sobre os saldos devedores e paga semestralmente.

São exigidas as garantias reais tradicionais no mercado, conforme as anteriormente descritas no caso do FINAME.

O desembolso é realizado numa única parcela. O montante estipulado no convênio é creditado em conta aberta, em nome do agente, na agência local do Banco do Brasil e utilizado à medida que os financiamentos às empresas beneficiárias forem sendo contratados. O retorno é também feito numa única parcela, no fim do prazo do convênio.

O convênio celebrado entre o fundo e os agentes financeiros especifica que o montante máximo de financiamento a ser concedido a cada empresa será igual a 10.000 vezes o valor do maior salário mínimo vigente no País quando as operações forem contratadas pela CREAM, e 1.500 vezes quando contratada por qualquer outro dos demais agentes. Os critérios de análise das operações serão idênticos aos estabelecidos para suas operações normais, quando

não colidirem com o regulamento do fundo. Resulta, portanto, que cada agente poderia, em tese, ter um esquema particular de avaliação da proposta de financiamento. A prática revelou, todavia, que os procedimentos adotados pela maioria dos agentes financeiros não difere substancialmente dos princípios fixados e divulgados pela CREAI, num folheto de título *Normas para Financiamento do Capital de Trabalho das Empresas Industriais*. Nos termos deste documento, a CREAI define capital de trabalho como «o numerário destinado a cobrir os gastos correntes da empresa durante um ciclo produção/comercialização» (22). Reconhecendo que a duração deste ciclo varia de indústria para indústria, estipula-o, para fins deste financiamento, em 120 dias.

O montante máximo de financiamento a ser concedido pela CREAI corresponde a 60% dos desembolsos efetuados pela empresa, nos termos descritos no parágrafo anterior, sujeito às restrições: 1) não ser superior a 10.000 vezes o maior salário-mínimo; e 2) não ser superior a 60% das garantias reais constituídas.

As condições de prazo nas operações realizadas pelos agentes financeiros são especificadas no Decreto de criação e em seu regulamento. Estipula-se que os prazos serão variáveis de 6 a 36 meses, com prazos de carência adequados a cada operação.

O custo dos recursos obtidos pelo mutuário é composto de juros e correção monetária. Os juros montam a 12%, são calculados sobre saldos devedores e pagos semestralmente. A correção monetária corresponde à taxa de 14% e, como os juros, é calculada sobre saldos devedores e paga semestralmente. Resulta, pois, que o custo do financiamento monta à taxa de 26% ao ano.

As garantias principais exigidas por todos os agentes financeiros são as garantias reais tradicionalmente usadas no mercado. Pode constituir-se sob a forma de hipoteca, penhor industrial e/ou penhor mercantil. Subsidiariamente podem ser exigidas a fiança de diretores ou a caução de ações pelos acionistas. De maneira

(22) Banco do Brasil S/A — CREAI. Setor Industrial; *Normas para Financiamento do Capital de Trabalho das Empresas Industriais*, página 2.

geral a seleção e avaliação das garantias é rigorosamente observada pelos agentes financeiros, pois todo o risco da operação é corrido por êle. O risco não se transfere ao FUNDECE.

De maneira geral a entrega dos recursos do financiamento ao mutuário é feita numa única parcela. O retôrno é desdobrado em parcelas mensais de valores iguais ou diferenciados, conforme cada contrato particular.

XII.5.4 — Desempenho do fundo

Dos recursos previstos, para o FUNDECE, sômente foram realizados os que provieram dos empréstimos concedidos pela AID e que se tornaram disponíveis em parcelas conforme o esquema abaixo:

(Em Cr\$ Bilhões)

D A T A	VALOR DA PARCELA	VALOR ACUMULADO
1965		
Fevereiro...	20	20
Setembro...	3	23
Novembro...	5	28
Dezembro...	10	38
1966		
Março.....	10	48
Setembro....	20	68

Das demais fontes sômente foram realizados Cr\$ 10 bilhões fornecidos pelo Banco do Brasil, para financiamento da instalação e os rendimentos provenientes das operações do próprio fundo. Em novembro êstes rendimentos montavam a Cr\$ 4.4 bilhões de cruzeiros. Um conjunto de fatores de ordem institucional e um conjunto de características das empresas potencialmente clientes do Fundo tornam o mecanismo de difícil aplicação. Fundamentalmente, o principal obstáculo à democratização do capital das empresas, via financiamento do FUNDECE, prendeu-se à exigência de que os lançamentos fôssem registrados no Banco Central; e que a

distribuição fôsse efetuada por uma empresa distribuidora. A grande maioria das empresas que se socorre do FUNDECE não tem condições de atender muitas exigências e não consegue, dessa forma, obter seu registro. Por outro lado, o custo de lançamento efetuado por meio das distribuidoras é muito elevado, estimando-se que deva girar, no momento, em torno de 20% do valor do lançamento.

Por outro lado, o mercado de capitais manteve a preferência, já anteriormente demonstrada, de aplicações a curto prazo em títulos de renda fixa. Até mesmo empresas já tradicionais na Bolsa têm encontrado dificuldades na colocação de ações no mercado, como o provam as dificuldades enfrentadas pelo primeiro consórcio formado para garantir a subscrição de um lançamento de Cr\$ 8 bilhões em 1965. A solução prática encontrada foi obrigar a elevação do capital em montante igual ao valor do financiamento sendo a emissão de ações subscrita pelos atuais acionistas. A escala de prioridades fixadas permite, ainda, que se conceda financiamento a outros tipos de empresas que são Sociedades Anônimas. Eis porque o Fundo pode operar mesmo sem cumprir parte tão importante de sua tarefa.

Do ponto de vista operacional constata-se que os montantes dos financiamentos concedidos pelo CREAMI dificilmente se aproximam do teto fixado (10.000 vezes o valor do maior salário mínimo); observa-se ainda que o teto das operações para os demais agentes é muito reduzido. No que diz respeito aos prazos verifica-se que as operações da CREAMI quase nunca superam a marca dos 18 meses, e este é um período muito curto para geração do fluxo de rendimentos que permite a reposição do empréstimo e não as custas da redução da escola de operação ou a necessidade de recorrer a empréstimos de novas fontes.

As aplicações do fundo em 1965 e até setembro de 1966 são dadas no Quadro 35. Observa-se que a indústria têxtil, a de produtos alimentares e a metalúrgica têm absorvido parcelas significativas do total aplicado.

QUADRO 36

FUNDO DE DEMOCRATIZAÇÃO DO CAPITAL DAS EMPRESAS
 APLICAÇÕES ACUMULADAS ATÉ SETEMBRO DE 1966
 DISTRIBUIÇÃO SETORIAL

CLASSES DE INDÚSTRIA	VALOR: (Milhões)	PERCENTAGEM SÔBRE O TOTAL
Bebidas.....	65.000	0,1
Editorial e Gráfica.....	130.000	0,2
Material Plástico.....	219.500	0,3
Mobiliário.....	299.000	0,5
Perfumarias, Sabões e Velas.....	446.200	0,7
Produtos Farmacêuticos.....	462.000	0,7
Borracha.....	505.000	0,8
Ind. Extrativa de Produtos Minerais.....	940.000	1,5
Material Elétrico.....	1.000.000	1,6
Material de Transporte.....	1.000.000	1,6
Couros e Peles.....	1.485.800	2,3
Diversos.....	1.958.700	3,0
Minerais não Metálicos (Mat de Construção).....	2.026.900	3,2
Madeiras.....	2.248.500	3,5
Papel e Papelão.....	2.279.400	3,6
Vestuário.....	4.014.000	6,2
Química.....	4.582.400	7,1
Mecânica.....	4.788.600	7,5
Metalmúrgica.....	6.688.000	10,4
Editorial e Gráfica.....	12.018.530	18,7
Têxtil.....	17.025.000	26,5
TOTAL.....	64.182.530	100,0

XII.6 — Fundo Nacional de Refinanciamento Rural — FNRR

XII.6.1 — Objetivos

O Fundo Nacional de Refinanciamento Rural foi criado pelo Decreto nº 54.019, de 14/7/1964, com o objetivo de prestar assistência financeira à agricultura para aumentar sua produção e melhorar sua produtividade.

XII.6.2 — Recursos

Para o cumprimento destas finalidades, o Fundo deveria dispor de recursos de origem interna e externa.

São recursos de origem externa: a) parcela de Cr\$ 20 bilhões decorrentes do empréstimo de US\$ 50 milhões, celebrado entre o Brasil e os Estados Unidos; b) resultado da importação finan-

ciada, a longo prazo, de fertilizantes, fungicidas, inseticidas e aparelhos agrícolas dos Estados Unidos, ou de outros países; c) acôrdos sôbre a importação de excedentes agrícolas dos Estados Unidos, nos têrmos da PL 480; d) acôrdos ou convênios celebrados com quaisquer países ou entidades, desde que nêles sejam especificamente reservadas parcelas para aplicação em Crédito Rural; e) empréstimos e doações.

São recursos de origem interna: a) parcela que vier a ser fixada da diferença de preços de petróleo, trigo e seus derivados; b) dotações orçamentárias; c) resultado das operações do Fundo.

XII.6.3 — Mecanismo operacional

O Fundo opera exclusivamente através de agentes financeiros por êle credenciados. São agentes financeiros do FNRR: os estabelecimentos bancários dos quais os Estados detenham a maioria do Capital Social, as Caixas Econômicas Estaduais e os Bancos Privados. O credenciamento do agente se faz depois de estudos realizados pela Junta Diretora, e se formaliza em contratos onde se especificam os têrmos da relação entre o Fundo e os agentes financeiros. É condição essencial para ser agente financeiro que a entidade já opere em Crédito Rural através de Carteira ou Serviço especializado.

O Fundo deveria operar através de operações de contratos ou convênios, nas seguintes modalidades: a) refinanciamento de títulos ou contratos representativos de dívidas de produtores rurais e suas cooperativas, diretamente contraídas junto aos agentes financeiros, com a finalidade exclusiva de desenvolvimento de suas atividades produtivas; b) refinanciamento de títulos decorrentes da compra e venda de fertilizantes, fungicidas, inseticidas, sementes e mudas selecionadas, pequenas máquinas e implementos agrícolas, feitas por produtores rurais ou suas cooperativas, uma vez que se destinem os bens adquiridos ao uso nos imóveis rurais por êles explorados; c) abertura de crédito aos agentes financeiros, para exclusiva aplicação nos financiamentos acima caracterizados, contraídos igualmente por produtores rurais e suas cooperativas.

O contrato de credenciamento especifica que os agentes financeiros se obrigam a aplicar os recursos financeiros exclusivamente nos fins declarados; escriturar e contabilizar, separadamente, a aplicação dos recursos; cuidar que os produtores rurais ou as cooperativas assistidas bem administrem suas atividades, de modo a obter o incremento da produção e a melhoria da produtividade; permitir a fiscalização da aplicação, inclusive através de exames de escrita e outras vistorias. Mais especificamente, o contrato fixa que as operações de cada agente terão as características que a seguir discriminamos: o montante do contrato deve ser fixado tendo-se por base a análise que o Banco Central — GECRI — faz das condições do agente financeiro. O critério utilizado para determinação deste montante envolve considerações de ordem qualitativa e quantitativa, de forma tal que não é possível expressá-lo em termos puramente numéricos. De maneira geral, poder-se-ia dizer que o teto de repasse, por agente, varia de 3 a 7 vezes o seu capital e reservas livres ou, alternativamente, 5% a 10% dos depósitos de qualquer natureza de que o Banco dispõe. Em qualquer dos casos, todavia, o valor determinado é ajustado em função de considerações relativas à adequação da estrutura de sua Carteira Agrícola, número de agências, corpo técnico, assistência técnica etc.

O contrato celebrado com o agente financeiro, constitui um crédito rotativo de prazo indeterminado. O prazo é indeterminado porque se pretendeu assegurar ao banqueiro privado que o programa teria continuidade, e que deste fato adviriam vantagens adicionais para êle. O peso deste argumento fica claro quando compreendemos que a organização burocrática de uma Carteira Agrícola e o treinamento do pessoal especializado para operá-la tem um elevado custo para o candidato a agente financeiro do Fundo. Além disso, deve-se acrescer serem muito diversos os prazos das operações de financiamento de custeio dos diferentes produtos e das diferentes operações de financiamento de investimento. Existem operações de investimento com período longo de maturação e operações de custeio a prazos muito curtos. A existência de um prazo no contrato com o agente força-lo-ia a condicionar os prazos de suas últimas operações ou, alternativamente, a manter recursos disponíveis ociosos à espera da liquidação de seus

contratos com o Banco Central. A instituição do crédito rotativo e de prazo indeterminado permite, pois, um aumento do giro dos recursos de aplicação.

O Fundo Nacional de Refinanciamento Rural cobra de seus agentes financeiros uma taxa de juros de 5% a.a., calculados sobre saldos devedores e pagos semestralmente. Cobra, ainda, uma comissão de fiscalização de 2% a.a. sobre o valor do crédito aberto, pago em 4 prestações trimestrais.

As garantias exigidas pelo Fundo podem ser constituídas de:

- a) caução dos direitos creditórios representativos dos contratos e cédulas rurais firmados ou emitidos pelos produtores rurais e suas cooperativas;
- b) penhor mercantil dos títulos decorrentes da compra e venda de fertilizantes, fungicidas, inseticidas, sementes e mudas selecionadas, pequenas máquinas e implementos agrícolas devidamente endossados ao Banco Central pelos agentes financeiros;
- c) fiança idônea limitada às disponibilidades cadastrais.

De maneira geral, utiliza-se o penhor mercantil dos papéis refinanciados, endossados em prêto. O procedimento adotado pelo Fundo dispensa a tradição efetiva dos títulos — o agente é fiel depositário destes e mandatário para cobrança — conforme os termos do contrato.

O desembolso e retôrno são parcelados. O desembolso é efetuado na medida e nos termos em que o agente contrata as operações com os agricultores. O retôrno se efetiva nos dias 10 e 25 de cada mês, datas em que o agente recolhe ao Banco Central a importância correspondente aos contratos liquidados neste intervalo.

As condições segundo as quais devem ser conduzidas as operações realizadas com os recursos do Fundo Nacional de Refinanciamento Rural são ditadas por suas instruções aos agentes, e estes se obrigam a cumpri-las.

O montante do crédito concedido pelo agente a cada agricultor ou cooperativa baseia-se no orçamento de aplicação, mas não pode exceder 60% do valor da produção estimada. O valor da produção estimada é obtido multiplicando-se a produção física pelo preço do produto. Se representarmos a produção física por (r) e o preço

por (p), o montante de financiamento será: $M = (r.p) 0.6$. Valoriza-se a produção aos «preços mínimos» ou correntes (quando o produto não tiver preço mínimo fixado pelo Governo Federal). Não há tetos de produtividade fixados e compete ao agente e às suas agências julgar a produtividade declarada no orçamento. Qualquer que seja o valor da produção estimada, porém, o crédito concedido a cada agricultor isolado não poderá exceder o teto de Cr\$ 7.000.000, quer se trate de custeio ou investimento.

No caso de custeio, o prazo é fixado a contar da data dos tratos culturais até 45 dias após a época da colheita. No investimento o prazo varia de acordo com o tipo de operação financiada, respeitadas as épocas de obtenção do rendimento da exploração. De uma maneira geral os prazos das diferentes operações obedecem aos esquemas que abaixo se seguem:

Financiamentos Agrícolas

i) Prazo de até um ano:

custeio da extração, colheita e preparo do côco-babaçu.

ii) Prazo de até dois anos:

a) custeio de lavouras de gêneros alimentícios de primeira necessidade, inclusive as da horticultura e fruticultura em geral, conceituados como tal os produtos amparados pela política de preços mínimos traçada pelo Governo Federal, custeio êsse extensivo à formação, colheita, preparo e transporte dos produtos para os mercados;

b) formação de campos para a produção de sementes e mudas selecionadas;

c) compra de adubos, sementes e mudas selecionadas, inseticidas, fungicidas, utensílios, ferramentas, arame farpado, pequenas máquinas e implementos agrícolas;

d) construção de depósitos, paióis, tulhas, galpões e silos na propriedade financiada, capazes de abrigar parcela razoável da

produção de gêneros alimentícios de primeira necessidade, bem como aquisição de câmaras e equipamento para expurgo;

e) adubação «verde» de terras em «descanso» ou de terras ocupadas por culturas periódicas ou permanentes, mediante plantio de leguminosas anuais adequadas àquele fim, para posterior incorporação ao solo;

f) outras inversões similares, não mencionadas acima.

Financiamentos Pecuários

i) Prazo de até um ano:

a) custeio da criação ou engorda de suínos para produção de carne e banha;

b) custeio de explorações avícolas para produção de ovos e carne; aquisição de reprodutores selecionados, matrizes e pintos de um dia;

c) aquisição de rações, sal, arames farpados e lisos, medicamentos veterinários e outros bens destinados ao custeio das explorações pastoris de bovinos.

ii) Prazo de até dois anos:

a) ampliação, aquisição ou montagem inicial de aparelhagens para a criação ou engorda de suínos destinados à produção de carne e banha;

b) ampliação, aquisição ou montagem inicial de granjas avícolas para a produção de ovos, carne, pintos de um dia e/ou matrizes;

c) aquisição de centrifugas, chapas de cêra alveoladas, caixilhas e outros petrechos necessários à implantação ou desenvolvimento da exploração racional da apicultura;

d) outras inversões similares não mencionadas acima.

Financiamentos Agropecuários

Operações destinadas a financiar em conjunto atividades e/ou empreendimentos «Agrícolas» e «Pecuários», observadas as pres-

crições estabelecidas para cada exploração, e desde que se possa fixar um único vencimento.

Financiamentos Para Melhoria das Condições de Vida da Família Rural

Operações deferidas a prazo de até dois anos e que se destinam à aquisição de bens para o lar do agricultor ou execução de pequenas obras na sua residência, situada na propriedade rural, de que resultem melhores condições de vida para a família. Inclui-se nesta modalidade a compra de até duas vacas para produção de leite.

Nas operações de crédito realizadas com recursos do Fundo Nacional de Refinanciamento Rural, o custo do dinheiro para o agricultor é diferenciado conforme o valor da operação.

As operações de valor inferior a 50 vezes o maior salário mínimo vigente no País pagam juros de 12% a.a., mais comissão de 2% a.a., perfazendo, portanto, 14% a.a. As operações de valor superior a 50 vezes o maior salário mínimo estão sujeitas à mesma taxa de juros e comissão, acrescidas de *correção monetária* de 7% a.a., perfazendo, asism, 18% a.a. Não há diferenciação de custo em função do uso dos recursos: custeio e investimento são financiados a taxas iguais.

As garantias utilizadas são o Penhor Agrícola, Penhor Pecuário, Hipoteca, Fiança, etc. Os instrumentos de crédito utilizados são o Contrato de Penhor Rural e as Cédulas de Crédito Rural instituídas pela Lei 492 e 3.253, de 30/8/1937 e 27/8/1957, respectivamente. Atualmente, o documento mais usado tem sido a Cédula Rural Pignoratícia..

O desembolso se realiza com base no orçamento de aplicação e, exceto quando se refere a financiamento de compra de itens específicos de investimento, é sempre parcelado. O retorno coincide com as épocas de obtenção dos rendimentos da exploração. No financiamento de custeio, o retorno se efetiva em uma única parcela e, no investimento, é parcelado.

XII.6.4 — Desempenho do fundo

A essência do mecanismo operacional do FNRR é bastante simples: depois de inscritos como agentes financeiros, os Bancos e Caixas Econômicas têm aberto um crédito rotativo de prazo indeterminado, que utilizam mediante refinanciamento dos títulos negociados com agricultores, suas cooperativas ou seus fornecedores.

O Fundo refina 95% do valor dos títulos negociados pelo agente. Os 5% restantes são retidos para cobertura das despesas de expediente e formação de reserva.

O FNRR tem financiado as despesas de operação de custeio de maneira geral, mas dispõe de um programa especial (inclusive com recursos próprios) para financiamento de fertilizantes.

Uma apreciação quantitativa detalhada do que tem sido o desempenho do FNRR é dificilmente realizada: o Fundo não tem publicado relatórios que forneçam as informações requeridas por tal análise. Apesar deste fato, todavia, algumas considerações podem ser feitas a respeito do seu desempenho.

A inexistência de um planejamento levou o Fundo a operar conforme a solicitação da demanda, restrição feita simplesmente a alguns produtos que reconhecidamente apresentam superprodução. Apesar de estar previsto que os recursos do Fundo não deveriam substituir os recursos próprios que vinham sendo aplicados em Crédito Rural pelos agentes financeiros, o mecanismo atual não especifica a percentagem de participação obrigatória dos agentes sobre o montante concedido a cada agricultor.

O teto de Cr\$ 7.000.000 por operação com cada agricultor é muito reduzido e limita bastante a importância do Fundo para as propriedades maiores. Dos recursos previstos no decreto de criação do Fundo, foram realizados os apontados no Quadro 36.

QUADRO 36

GERÊNCIA DE COORDENAÇÃO DO CRÉDITO RURAL E INDUSTRIAL
SUBGERÊNCIA DO CRÉDITO RURAL

RECURSOS JÁ REGISTRADOS	31/12/65	31/08/66
Convênio AID 512-K-024.....	20.000.000.000	20.000.000.000
Idem AID 512-1-028.....	14.894.811.833	22.996.376.803
Dif. trigo, petróleo e seus derivados, conf. Dec. n.º 55.913, de 11-5-64, total creditado.....	1.090.000.000	1.090.000.000
Idem, idem, ref. Dec. n.º 54.969, de 11-1-64, parte creditada.....	1.140.000.000	1.190.000.000
Resultado operacionais.....	727.654.288	1.512.525.159
Bônus Agrícolas, tomados pela rede bancária privada: Adiantamento proposto pela Diretoria do Banco Central, por conta dos recursos específicos internos e externos, do crédito rural, e aprovado pelo Conselho Monetário Nacional em sessão de 30-7-1966.....	—	817.769.300
TOTAL.....	37.852.466.121	50.000.000.000
		97.606.670.262

XII.7 — Fundo de Estímulo Financeiro ao Uso de Fertilizantes e Suplementos Minerais — FUNFERTIL

O FUNFERTIL foi criado pelo Decreto nº 58.193, de 14/4/66, (23) com o objetivo de conceder estímulos financeiros diretamente aos produtores rurais que apliquem adubos na formação de suas pastagens e lavouras de gêneros alimentícios essenciais (incluindo atividades hortigranjeiras e a fruticultura em geral) e que utilizem suplementos minerais na alimentação de seus rebanhos leiteiros de corte.

Para atender a estes objetivos, o Fundo deveria contar com recursos provenientes de: a) parte da receita proveniente da venda, no mercado interior ou exterior, de produtos adquiridos pela Comissão de Financiamento da Produção; b) parcela de recursos para diversificação agropecuária, concedidos ou que venham a ser atribuídos ao Grupo Executivo de Racionalização de Cafeicultura (GERCA); c) parcela da contrapartida, em cruzeiros, de acordo de empréstimos firmados pelo Governo Brasileiro com a Agência para o Desenvolvimento Internacional; d) parcela de contrapar-

(23) Alterado pelos Decs. ns. 58.250, e 58.664, de 25/4/66 e 16/6/66, respectivamente.

tida, em cruzeiros, de acôrdos para a importação de fertilizantes e produtos fitossanitários dos Estados Unidos da América; e) dotações consignadas no Orçamento da União; e f) recursos de outra natureza, receitas eventuais e doações.

As operações do FUNFERTIL deveriam ser realizadas por intermédio de seus Agentes Financeiros da rede bancária oficial e privada, e poderiam assumir qualquer das seguintes modalidades: a) indenizações de quaisquer despesas bancárias de financiamento da compra de fertilizantes, corretivos e suplementos minerais; b) auxílio correspondente a percentuais do valor da venda dos produtos; c) valor fixo em cruzeiros por quilo de elemento nutriente efetivamente aplicado nas atividades acima previstas.

O mecanismo do sistema é bastante simples. As firmas vendedoras negociam suas duplicatas com o Agente ou, quando se tratar de cooperativas, estas entregam ao Agente uma promissória de valor equivalente à compra de adubo ajustado; em seguida, a firma vendedora colhe o aceite da cooperativa e o apresenta ao Banco para dêle receber o valor correspondente. O Agente calculará, então, as despesas bancárias do financiamento que lhe serão indenizadas pelo FUNFERTIL.

Não existe limite para o valor da transação e, conseqüentemente, para o correspondente subsídio. O prazo da operação deverá ser igual ao prazo da colheita mais 45 dias.

O custo do financiamento que, nesse caso, corresponde ao valor do subsídio pago, é composto dos itens abaixo discriminados: juros = 1% ao mês; comissão = 2% sobre o valor da operação, para atender às despesas de expediente e fiscalização e de eventual pagamento de comissão aos seus correspondentes, bem assim pelo fato de não receber antecipadamente, como de praxe, as taxas de desconto; comissão = 3% sobre o valor da venda ou fornecimento de fertilizantes concedida ao título de *del credere* às firmas vendedoras ou às cooperativas fornecedoras, sempre que houver suas responsabilidades de pagamento.

Para fazer jus ao subsídio das despesas bancárias, deverão as operações de financiamento da compra de adubos ser realizadas através dos seguintes instrumentos:

- a) duplicatas — emitidas por fornecedores de adubos;
- b) promissórias — emitidas pelas cooperativas;
- c) promissórias, notas de crédito rural, cédulas rurais pignoratícias e contratos da Lei 492, emitidos ou firmados por produtores rurais cooperados com coobrigação da cooperativa;
- d) notas de crédito rural e cédulas rurais pignoratícias — emitidas por quaisquer produtores rurais.

Nas duplicatas há a coobrigação de pagamento por parte das empresas vendedoras. A Nota de Crédito Rural e as Cédulas Rurais Pignoratícias serão utilizadas nos fornecimentos de adubos realizados por cooperativas, e para sua negociação deverão contar com o aval destas.

Não há retorno, uma vez que o Fundo se destina a subsidiar as despesas de financiamento bancário relativas ao desconto dos papéis da venda de adubos a prazo.

O FUNFERTIL terá duração de quatro anos.

O Fundo objetiva contribuir para o aumento da utilização de adubos e suplementos minerais pelos agricultores e pecuaristas brasileiros, através de várias formas de estímulo. A forma efetiva de estímulo adotada no momento pelo FUNFERTIL consiste na absorção das despesas bancárias relativas ao custo do financiamento das vendas dos distribuidores de adubos. Estima-se que tal procedimento possa reduzir o preço do adubo para o agricultor em cerca de 30 a 35%. Com efeito, os distribuidores de adubos, quando realizavam vendas a prazo, acresciam o custo do financiamento ao preço à vista, tomando por base o custo do dinheiro nos Bancos Comerciais e até mesmo no mercado parcelado.

Os recursos efetivamente disponíveis pelo Fundo, até o momento, montam a Cr\$ 10 bilhões fornecidos pelo GERCA.

Prevê-se agora que o FUNFERTIL se entrose com o FNRR e garanta a cobertura das despesas bancárias nos financiamentos e fertilizantes concedidos por aquele Fundo.

XIII. Crédito à Agricultura

XIII.1 — As Fontes de Fundos

As características da agricultura dão ao seu contexto financeiro, principalmente ao seu financiamento, aspectos bastante peculiares.

Quando comparado com outras atividades econômicas, o mercado de produtos agrícolas apresenta flutuações mais amplas; o processo de produção é longo e restrito ao controle que sobre ele pode exercer o empresário. Resulta, pois, que os rendimentos da empresa agrícola são descontínuos e mais incertos; o momento de aplicação dos fatores é rigidamente determinado; e a extensão do período que separa o momento de aplicação dos fatores do momento de apuração dos rendimentos é longo.

Tais características tornam a agricultura inapta para obter recursos por meio da colocação de ações no mercado, motivo por que esta se financia, principalmente, por meio do autofinanciamento e crédito.

Sabe-se que o agricultor tem uma propensão a poupar maior do que os indivíduos de igual nível de renda dos outros setores da atividade econômica, e que parcela significativa desta poupança é reinvestida na propriedade agrícola. O autofinanciamento representa, portanto, um papel relevante. Sabe-se, por outro lado, que a Agricultura recebe crédito de fontes institucionais e não institucionais. A análise das fontes de fundos na agricultura brasileira,

porém, por força de limitações de várias ordens, cobrirá apenas as fontes de crédito.

a) *As Fontes de Crédito*

O Quadro 37 apresenta a distribuição percentual das fontes institucionais e não institucionais de crédito em alguns países e anos selecionados.

Verifica-se que em todos os países, exceção feita ao México (80,0%) e Japão (71,7%), a maior parcela de crédito foi concedida por fontes não institucionais, variando a percentagem representada por esta fonte de um mínimo de 52,3% nos Estados Unidos e um máximo de 92,7% na Índia. Verifica-se, também, que a participação dos Bancos Privados no financiamento à agricultura, exceção feita ao México (53%) e Estados Unidos (27%), tem sido diminuta, variando de um mínimo de 0,9% na Índia a um máximo de 5% na Venezuela; resultando, portanto, que a maior parcela do crédito obtido pelos agricultores das fontes institucionais tem sido concedida por bancos governamentais.

A razão de ser de tal composição de fontes de crédito deve ser buscada nas acima descritas características da agricultura. Aquelas características condicionam os esquemas de financiamento de tal forma que: 1) os prazos das operações são relativamente maiores do que os de outras alternativas de financiamento com que se defronta o banqueiro privado; 2) a estimativa do risco envolvido é difícil de ser realizada. Para se cobrir contra o risco, o banqueiro preocupa-se em: a) controlar a aplicação dos fundos, do que resulta custos administrativos elevados; b) limitar o montante do crédito que concede a cada agricultor.

Estes argumentos levar-nos-iam à conclusão de que o financiamento à agricultura só se colocaria como alternativa para o banqueiro privado a uma taxa de juros superior às demais alternativas de aplicação. Pelos mesmos motivos, todavia, os agricultores sempre reivindicaram (e quase sempre conseguiram) taxas de juros inferiores às taxas de mercado. Há, portanto, um conflito evidente entre os interesses e desejos de financiadores e financiados.

QUADRO 37

DISTRIBUIÇÃO PERCENTUAL DAS FONTES INSTITUCIONAIS E NÃO INSTITUCIONAIS
DE CRÉDITO PARA ALGUNS PAÍSES E ANOS

PAÍSES	ANOS	INSTITUCIONAL	NÃO INSTITUCIONAL	FONTES INSTITUCIONAIS DE CRÉDITO			FONTES NÃO INSTITUCIONAIS DE CRÉDITO					TOTAL
				Instituições Oficiais e Semi-Oficiais	Bancos Comerciais	Cooperativas	Particulares	Comerciantes	Parentes e Amigos	Proprietários de Terras	Outros	
México	1959	80,0	20,0	27,0	63,0	(27,0)	(20,0)	20,0	(20,0)	—	—	100,0
Japão	1961	71,7	28,3	18,1	2,3	81,3	(16,7)	16,7	(16,7)	(16,7)	11,0	100,0
Venezuela	1960	45,0	55,0	40,0	5,0	—	(55,0)	55,0	(55,0)	(55,0)	—	100,0
Paquistão (Oeste)	1955	27,7	72,3	13,4	—	14,3	1,1	5,1	62,8	0,2	3,1	100,0
Formosa	1953/57	12,6	87,4	—	—	12,6	16,1	34,5	34,8	1,0	1,0	100,0
Filipinas	1957	12,0	88,0	11,0	1,0	(11,0)	42,0	1,0	6,0	39,0	—	100,0
Irã	1963	10,0	90,0	10,0	—	(10,0)	90,0	(90,0)	(90,0)	(90,0)	—	100,0
Índia	1952	7,3	92,7	3,3	0,9	3,1	69,7	5,5	14,2	1,5	1,8	100,0
	1961	23,1	76,9	23,1	—	(23,1)	(70,9)	(70,9)	(70,9)	(70,9)	(70,9)	100,0
EEUU	1960	47,7	52,3	17,3	24,7	5,7	—	(26,7)	25,0	(25,6)	26,7	100,0

Fonte: Foreign Agricultural Economic Report n.º 27
Economic Research Service — U.S. Department of Agriculture.

(*) O dado entre parênteses é um dado total combinando o crédito de várias fontes: ex: no México, 27% do crédito total à Lavoura é feito por intermédio das Cooperativas e Instituições oficiais e semi-oficiais, enquanto que nas Filipinas a proporção correspondente é de 11%.

Êstes argumentos explicam a diminuta participação dos Bancos Privados no financiamento à agricultura.

A alta participação das fontes *não institucionais* pode ser explicada pelo fato de que: 1) muitos agricultores não oferecem as condições de segurança exigidas pelos padrões bancários; 2) a dispersão das propriedades dificulta o contacto dos agricultores com os bancos, e 3) o contacto e o conhecimento pessoais tornam mais fácil a avaliação do risco corrido.

Esta fonte, muitas vezes, concede crédito sob a forma de bens e instrumentos de trabalho de pequeno porte. Na maioria das vezes a operação não se efetiva com a condição expressa de pagamento de uma taxa de juros, mas há evidência de que os acréscimos de preços (nos casos de venda a prazo) e as opções de compra (no caso de adiantamento de dinheiro por maquinistas e atacadistas) resultam em juros significativamente mais altos do que os que seriam cobrados por instituições financeiras.

Em grande número de países, a existência destes problemas levou à constituição de instituições governamentais especializadas no financiamento à agricultura e contando com estrutura financeira e administrativa que os habilitasse a montar esquemas de financiamento adequados às necessidades da agricultura.

O crédito agrícola oficial, como modalidade especializada de crédito, foi introduzido no Brasil em 1937, com a criação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil S/A — CREA I — que deveria realizar empréstimos à agricultura e indústria.

Pre tendia-se, originalmente, realizar o crédito agrícola exclusivamente por intermédio desta Carteira. Com efeito, o sistema federal de crédito agrícola somente foi ampliado em 1950 com a transformação do Banco de Crédito da Borracha no atual Banco de Crédito da Amazônia, em 1951 com a criação do Banco Nacional de Crédito Cooperativo e em 1952 com a criação do Banco do Nordeste do Brasil S/A, os quais, como a CREA I, deveriam manter carteira especializada em crédito agrícola.

Tanto a CREAM como os demais órgãos contariam, para este fim, com fontes de recursos específicos.

A Carteira de Crédito Agrícola e Industrial deveria contar com os recursos provenientes da colocação de Bônus e Letras Hipotecárias pelo Banco do Brasil e com os recursos provenientes dos Depósitos Judiciais e dos Depósitos das Autarquias. Em momento algum, porém, estes recursos chegaram a constituir parcela ponderável dos seus recursos de aplicação. No período de 1960/1964 estes recursos específicos respondiam por menos de 10% das aplicações da Carteira. A grande fonte de recursos de aplicação sempre foi o Redesconto, fonte a curto prazo por definição (Quadro 38).

O Banco do Nordeste do Brasil S/A e o Banco de Crédito da Amazônia contam com recursos do Orçamento Federal. O Banco do Nordeste recebe anualmente uma dotação correspondente a 1% da receita tributária prevista (Lei 1.649, de 19/7/1951). Dêste montante, 80%, no mínimo, devem ser destinados ao financiamento da agricultura e indústria. Não está explicitado o critério de rateio entre os dois usos.

Em 1960 e 1961 o Depósito Obrigatório do Tesouro foi a principal fonte de recursos do Banco do Nordeste e representava 63% do total. Nos anos de 1962, 1963 e 1964 a participação desta fonte caiu para os níveis de 41,4%, 33,9% e 16,5%, respectivamente, devido ao crescimento acelerado dos Depósitos Vinculados.

O Banco de Crédito da Amazônia conta com os recursos do «Fundo de Fomento à Produção», que dispõe de uma dotação anual de 0,003 da renda tributária da União (10% da dotação anual do SPVEA) e se destina, também, ao financiamento da agricultura e indústria.

O Banco Nacional do Crédito Cooperativo não dispõe de outros recursos além de seu capital.

QUADRO 38
 FONTES E USOS DE FUNDOS DA CREA1
 1 — FONTES DE FUNDOS

(BILHÕES DE CR\$)

E S P E C I F I C A Ç Ã O	A N O S									
	1960		1961		1962		1963		1964	
	Valor	% do Total	Valor	% do Total	Valor	% do Total	Valor	% do Total	Valor	% do Total
<i>A — ESPECÍFICOS</i>										
1 — Depósitos Judiciais e de Autarquias.....	5,3	7	6,5	7	9,5	4	10,2	3	10,3	2
2 — Bônus da CREA1 e Letras Hipotecárias...	0,7	0	0,7	0	0,7	0	0,9	0	0,9	0
3 — Fundo para Desenvolvimento Industrial ..									15,8	2
4 — Fundo de Nacionalização da Agricultura ..									24,0	4
5 — Mobilização de Crédito em Moratórios ...	2,0	3	3,2	1	2,0	2	2,0	1		
<i>B — REDESCONTO.....</i>	69,8	90	105,8	92	208,0	94	325,5	96	614,0	92
TOTAL.....	77,8	100	115,0	100	220,2	100	338,6	100	665,0	100

Fonte: Relatórios do Banco do Brasil S/A

2 — USO DOS FUNDOS

(BILHÕES DE CR\$)

ESPECIFICAÇÃO	A N O S									
	1960		1961		1962		1963		1964	
	Valor	% do Total	Valor	% do Total	Valor	% do Total	Valor	% do Total	Valor	% do Total
A — AGRICULTURA.....	39,6	61	66,7	49	111,6	61	168,3	60	418,3	63
B — PECUÁRIA.....	11,4	16	11,7	10	30,3	14	25,9	8	62,0	9
C — OUTROS RURAIS										
1 — Cooperativas.....	3,2	4	6,8	6	10,2	6	11,6	3	38,1	6
2 — Garantia de preços mínimos.....	2,1	3	2,9	3	8,1	4	24,6	7	27,0	4
Aplicação na Indústria e Saldo.....	21,6	27	37,9	33	60,0	26	108,2	32	120,0	18
TOTAL DE RECURSOS.....	77,8	100	115,0	100	220,2	100	338,6	100	665,4	100

Fonte: Relatórios do Banco do Brasil S/A.

Quanto aos Bancos Privados, os recursos mobilizados para este tipo de aplicação derivavam dos recursos globais de aplicação.

Isolar os recursos específicos destinados à aplicação na agricultura continua, porém, sendo tarefa difícil. Os recursos da CREAM, do Banco do Nordeste e do Banco da Amazônia destinam-se à aplicação na agricultura e indústria e não está explicitado o critério de rateio entre os dois usos. Os recursos do Banco Nacional de Crédito Cooperativo destinam-se à aplicação em todos os tipos de cooperativa. Percebe-se, todavia, que os recursos específicos com que contavam as carteiras especializadas destas instituições eram reduzidos.

Tentou-se, pois, em várias oportunidades, a mobilização de novos recursos com a constituição de «Fundos Especiais» e com estímulo ao aumento da aplicação dos recursos globais de aplicação destas instituições e também dos bancos privados.

A primeira tentativa, realizada em 1954, resultou na criação do Fundo de Modernização e Recuperação da Lavoura, constituído com recursos dos ágios cambiais. Parcela substancial dos recursos arrecadados, que deveriam ter sido aplicados pela CREAM, foram desviados para outros usos, e o próprio Fundo se extinguiu.

Em 1964 criou-se o Fundo Nacional de Refinanciamento Rural, constituído com recursos de origem interna e externa e administrado pela Coordenação Nacional do Crédito Rural — CNCR. Em 1965 a CNCR foi incorporada pelo Banco Central e o Fundo que administrava foi absorvido pelo Fundo Geral para Agricultura e Indústria — FUNAGRI.

Este fundo centraliza, no Banco Central, a administração do conjunto de fundos destinados ao financiamento da indústria e agricultura. Compete-lhe distribuir os recursos que obtiver entre todas as unidades do sistema bancário nacional, credenciados como seus agentes financeiros, proporcionalmente aos recursos próprios aplicados no exercício anterior. Estes Fundos são estudados, detalhadamente, numa parte seguinte deste documento.

A Lei 4.829, de 5/11/65, institucionalizou o crédito rural no Brasil. Estabelece que o sistema nacional de crédito rural contará

com os recursos próprios das instituições financiadoras e com os recursos provenientes dos vários fundos já existentes ou que vierem a ser criados com o fim de financiar a agricultura. Os Bancos Privados, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimentos estão obrigados a aplicar, na agricultura, 10% dos seus recursos. Tais aplicações poderão ser efetuadas diretamente ou recolhidas ao Banco Central para serem por êle redistribuídas conforme o mecanismo que anteriormente descrevemos. Recursos para o crédito rural poderão também ser obtidos com o produto da colocação de Bônus de Crédito Rural, Bônus Hipotecários ou títulos de natureza semelhante colocados por entidades governamentais.

b) O Crédito Concedido

O crédito institucional concedido à Agricultura Brasileira é totalizado no Quadro 39. A avaliação do significado d'êste volume de crédito institucional pode ser realizada relacionando-se o crédito concedido com o «Produto Bruto da Agricultura». No período em análise a relação mostra que o crédito concedido cresceu de 14,8 para, apenas, 18,9% em 1965, do Produto Bruto da Agricultura.

Uma idéia mais exata do significado desta oferta de crédito é dada pelo Quadro 40, que mostra o montante de crédito institucional por tonelada de produto agrícola em alguns países e anos selecionados. Os montantes oferecidos pela réde institucional brasileira no ano de 1961 só superavam os oferecidos pelo Sudão, Índia e Espanha.

Um pouco mais de informação pode ser obtida se analisarmos a composição da oferta institucional de crédito apresentada no Quadro 41.

A participação dos Bancos Comerciais Privados no financiamento agrícola tem oscilado em tórno de 30% do total.

Quando comparada com os dados internacionais citados, a participação dos Bancos Privados Brasileiros no financiamento à Agricultura pode ser considerada razoável.

QUADRO 39

FONTES INSTITUCIONAIS DE CRÉDITO

EMPRÉSTIMOS À AGRICULTURA COMO PORCENTAGEM DO PRODUTO BRUTO — SALDOS EM FINS DE ANO

(Bilhões de cruzeiros)

A N O S	BANCOS FEDERAIS (*)		BANCOS COMERCIAIS		TOTAL (1)	PRODUTO BRUTO DA AGRICULTURA (2)	% (1)/(2)
	MONTANTE	% DO TOTAL	MONTANTE	% DO TOTAL			
1955.....	19,9	66,2	10,1	83,8	29,9	202,4	14,8
1956.....	22,0	63,8	12,5	36,2	34,6	236,1	14,7
1957.....	29,2	63,3	16,9	36,7	46,1	286,5	16,1
1958.....	38,2	67,9	18,1	32,1	56,3	320,0	17,6
1959.....	48,8	65,4	25,8	34,6	74,6	452,1	16,5
1960.....	68,5	65,6	36,0	34,4	104,5	631,3	16,6
1961.....	121,6	72,7	45,8	27,3	167,4	897,9	18,6
1962.....	199,1	73,1	73,2	26,9	272,3	1.641,9	16,6
1963.....	338,3	71,0	138,1	29,0	476,4	2.516,8	18,9
1964.....	667,5	67,4	322,5	32,6	990,0	5.243,1	18,9

Fontes: Relatório do Banco Central e Revista Brasileira de Economia

(*) Banco de Crédito da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil, Banco Nacional de Crédito Cooperativo, Instituto Central de Fomento Econômico da Bahia, Banco do Brasil S/A (CREAI/CREGE)

QUADRO 40

MONTANTE DE CRÉDITO INSTITUCIONAL, POR TONELADA DE PRODUTO
AGRÍCOLA EXPRESSO EM SEU EQUIVALENTE EM TRIGO
EM PAÍSES E ANOS SELECIONADOS

(Dólares Americanos)

PAÍSES	1953	1955	1957	1959	1961
GRUPO 1					
Israel.....	—	33,8	42,4	41,8	42,2
Sudão.....	—	—	—	3,4	3,2
México.....	16,6	12,7	13,8	17,6	21,5
Filipinas.....	13,6	14,1	17,6	30,7	34,7
Turquia.....	15,4	19,2	22,8	—	7,7
Venezuela.....	20,7	5,9	5,7	32,0	22,2
Tailândia.....	0,4	0,2	0,3	0,2	—
Brasil.....	4,7	4,8	5,8	5,1	7,4
Grécia.....	—	16,0	21,9	22,9	24,0
GRUPO 2					
Índia.....	1,4	1,5	2,9	3,4	3,7
Chile.....	14,5	9,8	16,0	19,7	39,0
Japão.....	—	15,8	21,7	27,2	42,0
Espanha.....	—	1,7	1,4	1,3	1,8
Colômbia.....	8,1	10,5	6,4	7,8	7,8
República Árabe Unida.....	4,6	2,7	3,7	5,1	7,7
Paquistão.....	1,7	1,5	1,9	1,8	—
Tunísia.....	6,1	12,6	—	—	8,4

Fonte: Foreign Agricultural Economic Report nº 27 — Economic Research Service — U. S. Department of Agriculture

No Brasil era de se esperar que os Bancos Privados realizassem volume significativo de operações de empréstimos a agricultores. A vasta rede de agências disseminada pelo interior tem, como condição básica ao seu sucesso na coleta de depósitos, a necessidade de conceder empréstimos a seus depositantes.

Os especialistas brasileiros em crédito agrícola argumentam, freqüentemente, que o crédito concedido à agricultura pelos Bancos Comerciais Brasileiros não deve ser considerado crédito agrícola, por não respeitar as especificidades deste. Afirmam que os Bancos Privados têm feito crédito pessoal por meio de descontos de promissórias de agricultores, sem se preocupar com a adequação dos termos do empréstimo e sua utilização efetiva.

Este argumento deve ser discutido de dois pontos de vista: primeiro, se o crédito concedido aos agricultores pelos Bancos Privados foi efetivamente aplicado no financiamento da produção

agrícola, e segundo, se havia outra alternativa para os banqueiros privados.

Quanto ao primeiro, podemos argumentar que qualquer que tenha sido o uso imediato dos recursos, no final a beneficiada teria sido a propriedade agrícola. Esta conclusão torna-se óbvia quando constatamos que na empresa agrícola, principalmente nas médias e pequenas, não há distinção entre as finanças da família e da empresa, daí resultando que há uma Caixa Comum para o financiamento das necessidades de uma e outra. O argumento, embora procedente de um ponto de vista formal, não nos parece relevante neste nível amplo de agregação.

Resta-nos investigar se haveria possibilidade de os banqueiros privados caracterizarem de outra forma suas operações com os agricultores. A legislação brasileira prevê a utilização de dois conjuntos de instrumentos de garantia nas operações de crédito agrícola: o contrato de Penhor Rural e as Cédulas de Crédito Rural; os custos operacionais nas operações conduzidos por meio destes instrumentos são reconhecidamente altos, e os prazos mínimos permitidos são longos. Se acrescentarmos que a taxa de juros máxima permitida nos empréstimos agrícolas era de 7% a. a. (Lei nº 2.611, de 20/9/1940), veremos que esta forma de conduzir a operação era incompatível com a atuação do banqueiro privado.

Não dispondo de fontes especiais que lhes reduzissem o custo dos recursos para o financiamento agrícola e não podendo, por outro lado, furtar-se a operar com agricultores, restou a solução de operar com promissórias, a curto prazo, o que além de apresentar baixo custo operacional permitia a cobrança de juros de mercado.

Uma idéia aproximada da importância que os Bancos Privados vêm dedicando à agricultura pode ser obtida quando se analisa a percentagem que o crédito à agricultura representa no total de suas aplicações. O Quadro 41 mostra que no período de 1952 a 1962 esta percentagem oscilou em torno de 9%, e a partir daí subiu para 11,4% em 1963, e 14,5% em 1964. Neste mesmo período o Banco do Brasil ofereceu à agricultura parcelas que variaram de 24% em 1952 até 38% do total de suas aplicações em 1964.

QUADRO 41

BANCOS COMERCIAIS — TOTAL DOS EMPRÉSTIMOS À AGRICULTURA
 COMO PORCENTAGEM DO TOTAL DOS DEPÓSITOS E DO TOTAL DOS
 EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO NO PERÍODO DE 1955/65

SALDOS EM FINS DE ANO

(Cr\$ Bilhões)

ANOS	TOTAL DOS DEPÓSITOS (1)	TOTAL DOS EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO (2)	TOTAL DOS EMPRÉSTIMOS À AGRICULTURA (3)	% (3)/(1)	% (3)/(2)
1955.....	122,2	106,4	10,1	8,3	9,5
1956.....	147,7	130,3	12,5	8,6	9,6
1957.....	200,4	162,7	16,7	8,3	10,2
1958.....	241,9	195,5	18,1	7,5	9,3
1959.....	352,4	266,5	25,8	7,3	9,7
1960.....	485,6	382,4	36,0	7,4	9,4
1961.....	666,0	501,7	45,8	6,9	9,1
1962.....	1.094,0	775,0	73,2	6,7	9,4
1963.....	1.793,3	1.209,9	138,1	7,7	11,4
1964.....	3.217,9	2.227,9	322,5	10,0	14,5
1965.....	6.041,4	3.939,1	606,3	10,0	15,4

Fonte. Relatório do Banco Central.

É curioso observar que o mínimo de aplicação em crédito agrícola que a lei fixa para os bancos privados já foi superado desde 1963. A preocupação manifestada pelos banqueiros privados quanto à repercussão do desvio de recursos do financiamento da indústria e comércio para a agricultura é, pois, infundada. No que diz respeito ao volume de aplicações, a Lei 4.829 não trará problema adicional. Alguma dificuldade poderá surgir no que diz respeito ao ajustamento, imposto pela lei, às condições de contratação do empréstimo. Tal dificuldade porém, poderá ser contornada facilmente, pois existe a possibilidade de recolher ao Banco Central o montante de recursos que deveria ser aplicado em crédito rural.

A composição de recursos das fontes institucionais tem condicionado de forma bastante peculiar a aplicação dos recursos de crédito à agricultura. Passamos, a seguir, a estudar o problema.

XIII.2 — Usos de Fundos na Agricultura

O total do crédito concedido à agricultura desdobra-se conforme nos mostra o Quadro 42. No período em análise, a percentagem do crédito concedido à lavoura cresceu de 68,5, em 1955,

a 80,4% do total em 1964 e, conseqüentemente, a participação da pecuária decresceu de 31,5, em 1955, para 19,6% do total em 1964.

Esta tendência de distribuição de crédito entre os dois usos pode ser explicada por uma decisão dos financiadores (da CREAM, tipicamente). A Carteira julgava que a pecuária contava com recursos próprios suficientes para se autofinanciar, o que motivou a fixação de dotações globais menores para o setor e a eliminação de algumas linhas de financiamento. Esta hipótese, todavia, parece não ser verdadeira. A pecuária atravessa, atualmente, uma grave crise e os pecuaristas apontam a ausência de assistência creditícia como sua causa fundamental.

Quando do total de Oferta Institucional destacamos o crédito concedido pelos Bancos Federais, um número maior de informações pode ser alcançado. Mas, como vimos anteriormente, estas unidades jamais chegaram a constituir um sistema efetivo e adequadamente estruturado e coordenado, do que resulta que a análise de sua aplicação deve ser feita para cada unidade isoladamente. Dada sua importância e maior disponibilidade de dados, será dada maior ênfase à análise da CREAM.

Banco do Brasil S/A — CREAM — Carteira de Crédito Agrícola e Industrial.

O Banco do Brasil S/A é, até este momento, a mais importante das unidades destinadas ao financiamento agrícola.

Nos termos de seu regulamento, a Carteira realiza empréstimos à lavoura, pecuária e indústria.

a) *Aplicações na Lavoura*

O Quadro 42 mostra dados relativos ao número de contratos de financiamentos celebrados, valor total dos contratos em termos nominais e reais e o valor médio real, no período de 1947/1965.

No período em análise, o valor real do montante de financiamento cresceu 1,9 vez, o número de contratos cresceu 6,2 vezes e, como conseqüência, o valor médio real decresceu 3,3 vezes. Ao longo do período, a tendência do valor médio real foi francamente decrescente, com exceção do período de 1955/1957 em que houve pequena elevação.

QUADRO 42
CRÉDITOS CONCEDIDOS AO SETOR PRIVADO PELOS BANCOS FEDERAIS E COMERCIAIS

SALDOS EM FINS DE ANO

(Bilhões de Cruzeiros)

A N O S	BANCOS MISTOS DE FOMENTO ECONÔMICO (1)		AUTORIDADES MONETÁRIAS (2)		BANCOS COMERCIAIS		SURTOTAL		BANCO NACIONAL DE CRÉDITO COOPERATIVO	TOTAL DE APLICAÇÕES	% DO CRÉDITO A LAVOURA S/O TOTAL
	Lavoura	Pecuária	Lavoura	Pecuária	Lavoura	Pecuária	Lavoura	Pecuária			
1955.....	0,4	0,1	12,3	0,7	7,6	2,3	20,5	0,1	0,3	29,9	68,5
1956.....	0,0	0,2	14,2	0,7	9,7	2,8	24,5	9,7	0,3	34,5	71,0
1957.....	0,0	0,4	19,0	8,1	13,5	3,4	33,4	11,0	0,8	40,1	72,4
1958.....	1,2	0,5	26,1	0,0	14,3	3,8	41,6	13,9	0,8	56,3	73,8
1959.....	1,6	0,6	33,6	11,5	21,2	4,0	56,6	16,7	1,3	74,6	75,8
1960.....	2,2	1,0	45,7	18,2	20,1	6,9	77,0	26,1	1,4	104,5	73,6
1961.....	3,3	1,6	62,2	22,9	36,4	9,4	131,0	33,9	1,0	167,4	75,8
1962.....	5,3	2,1	133,1	56,6	55,5	17,7	193,9	76,4	2,0	272,3	71,2
1963.....	11,3	4,1	260,2	80,6	108,5	29,6	390,0	94,3	2,1	476,4	79,7
1964.....	24,6	8,9	522,3	105,1	249,5	73,0	706,4	157,0	6,6	990,0	80,4

Fonte: Relatório do Banco Central.

(1) Banco de Crédito da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil e Instituto Central de Fomento Econômico da Bahia.

(2) Banco do Brasil S/A (CREAL e CREGE).

QUADRO 43
BANCO DO BRASIL S/A — CREAÍ
EMPRÉSTIMOS À LAVOURA — APLICAÇÕES EFETIVAS

A N O	N.º DE CONTRATOS	VALOR DOS CONTRATOS (Milhões Cr\$)	VALOR REAL (*) DOS CONTRATOS (Milhões Cr\$)	C-§ 1. VALOR MÉDIO REAL DOS CONTRATOS
1955.....	58.962	9.959	6.868	116.481
1956.....	69.585	14.125	8.407	120.816
1957.....	76.238	18.040	9.857	129.292
1958.....	77.806	19.642	9.869	126.841
1959.....	98.406	28.565	10.861	110.064
1960.....	118.109	39.676	10.960	92.795
1961.....	193.485	56.717	11.598	59.943
1962.....	311.869	111.584	14.214	45.576
1963.....	365.249	168.112	12.981	35.640
1964.....	461.633	418.271	16.124	34.928
1965.....	365.359	475.189	12.987	35.546

Fonte: Relatórios da CREAÍ.

(*) Deflacionado pelo índice 46 da Conjuntura Econômica.

QUADRO 44

CREAL

CREDITOS CONCEDIDOS À PECUÁRIA — PORCENTAGEM DOS TOTAIS

(milhões de cruzeiros)

ESPECIFICAÇÃO	1955		1956		1957		1958		1959		1960		1961		1962		1963		1964	
	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL
I — CUSTEIO DAS EXPLORAÇÕES PASTORAIS	11	0,4	39	1,2	50	1,3	96	1,8	108	1,6	185	1,0	532	4,5	1.095	5,6	2.777	10,7	7.007	11,2
1) Bovinos	11	0,4	25	0,8	32	0,7	65	1,2	54	0,8	78	0,7	230	1,9	1.111	3,7	2.053	7,0	4.302	7,0
2) Suiños	—	—	7	0,2	13	0,3	16	0,3	28	0,4	59	0,5	108	1,7	350	1,2	350	1,4	1.125	1,8
3) Ovinos	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
4) Aves	—	—	7	0,2	15	0,3	15	0,3	20	0,4	46	0,4	104	0,9	212	0,7	335	1,3	1.430	2,3
5) Outras Espécies	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13	0	30	0,1	90	0,1
II — INVESTIMENTO	2.433	99,0	3.084	98,8	4.206	98,7	5.117	98,2	6.343	98,4	11.200	98,4	11.207	95,5	28.596	94,4	23.152	80,3	55.004	88,8
1) Aquisição de Animais	2.216	90,7	2.678	85,8	3.029	83,2	4.141	79,5	4.797	74,4	7.617	60,0	0.337	54,0	10.960	56,0	12.480	48,1	29.332	47,3
a) Bovinos	2.183	89,3	2.021	83,9	3.540	81,3	4.034	77,4	4.067	72,4	7.300	64,7	5.849	49,8	15.004	52,0	10.579	40,8	25.812	41,0
b) Suiños	10	0,8	30	1,2	32	0,8	30	0,6	50	0,8	120	1,1	254	2,2	245	0,8	200	0,8	947	2,5
c) Ovinos	13	0,5	18	0,6	45	1,0	08	1,3	71	1,1	110	1,0	101	1,7	733	2,4	1.509	5,8	2.136	3,4
d) Aves	2	0,1	3	0,1	5	0,1	10	0,2	8	0,1	14	0,1	30	0,3	72	0,2	149	0,0	405	0,7
e) Outras Espécies	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	4	0	4	0	6	0	34	0,1	32	0,1
2) Melhoramento das Explorações	101	7,8	370	11,8	606	13,9	800	15,3	970	15,2	1.602	14,1	3.050	20,0	7.340	24,3	7.047	27,2	15.971	25,6
3) Aquisição de Máquinas e Aparelhos	10	0,4	17	0,0	14	0,3	12	0,2	21	0,3	31	0,3	63	0,5	1.091	3,0	1.774	0,9	5.176	8,3
4) Aquisição de Veículos e Animais para serviços de Transporte e Pastoris	—	—	—	—	46	1,0	145	2,8	518	8,0	1.884	10,5	1.067	14,2	3.069	10,1	1.711	6,0	3.553	6,3
5) Aplicações Diversas	16	0,7	19	0,0	11	0,3	19	0,4	28	0,5	06	0,6	90	0,8	126	0,4	140	0,5	072	1,1
TOTAL	2.444	100	3.124	100	4.301	100	5.213	100	6.451	100	11.386	100	11.741	100	30.253	100	25.923	100	62.011	100

Fonte: Relatórios da CREAL.

Mas, entre 1961/1965 esta tendência foi acelerada; o número de contratos de financiamento quase triplicou. Este fato resultou da política de financiamento ao «Pequeno Produtor» iniciada em 1961.

A composição do crédito concedido à lavoura pela CREA nos é dada pelo Quadro 45. No período de 1956/1959 uma parcela sempre superior a 80% dos recursos destinou-se ao financiamento de custeio e, portanto, a curto prazo. Em 1960 esta percentagem caiu para 68%, a partir de quando cresceu até atingir 73% em 1964. A parcela destinada a investimento cresceu de 13% em 1956 até um máximo de 26% em 1962, a partir de quando decresceu para 23% em 1963 e 21% em 1964.

O item investimento aparece desdobrado em cinco grandes subgrupos: Melhoramento das Explorações Agrícolas, Aquisição de Máquinas e Utensílios, Fundação da Lavoura Permanente, Aquisição de Veículos e Animais para Serviço de Lavoura e Reflorestamento e Armazéns e Silos. Exceção feita ao item Melhoramentos das Explorações Agrícolas, todos os títulos são auto-explicativos.

O item «Melhoramentos das Explorações Agrícolas» engloba «toda benfeitoria ou realização que se incorpore de modo definitivo ao imóvel rural, contribuindo direta ou indiretamente para a melhoria de suas condições de rendimento e exploração. Como tal se conceitua toda reforma ou obra correlata que não se revista de caráter de periodicidade e pelo seu vulto possa ser entendida como reconstrução ou restauração da benfeitoria existente». Seguindo tal definição, a CREA apresenta dados estatísticos relativos às aplicações nos itens de investimentos capazes de contribuir para a melhoria das condições de exploração, aqui se enquadrando os financiamentos concedidos para a aquisição de adubos e corretivos de solo, irrigação, desmatamentos e outros melhoramentos.

É um pouco decepcionante concluir que o item adubos e corretivos do solo representou, em 1961 e 1962, apenas 1% do total de aplicações, e caiu a zero por cento nos anos de 1963 e 1964.

Outro investimento de maior significado para o aumento da produtividade da agricultura é a irrigação. Nos anos de 1961 e 1962 o montante de crédito concedido para o financiamento deste item correspondeu a 1% do total em 1963, e em 1964 ascendeu a 2% do total.

Adubação e irrigação são duas aplicações de capital que aumentam a produtividade da terra. Uma agricultura com as características da nossa deveria dar ênfase à sua difusão, pois a par de sua alta produtividade marginal, apresentam, do ponto de vista financeiro a vantagem de permitir o retôrno do investimento num período relativamente curto. A composição dos investimentos financiados pela CREA nos leva a concluir que importância bem maior tem sido dada à mecanização. O item Máquinas e Utensílios cresceu de 7% em 1956 a 12% do total das aplicações em 1964. Só o financiamento para aquisição de tratores representava 6% em 1961, a partir de quando sua participação cresceu até atingir a 9% do total das aplicações em 1964.

Certamente é problema para definir-se no planejamento da Política Agrícola a ênfase que se deverá dar a cada item de investimento, pois só em sua formulação se poderá decidir se se deseja aumentar a produtividade da mão-de-obra ou da terra. Cremos, porém, estar bastante evidente haver uma participação exagerada do financiamento de tratores sôbre o total de recursos disponíveis para o financiamento à agricultura.

A análise do item financiamento de custeio nos permite, também, chegar a algumas conclusões importantes.

Observa-se que em 1956 o custeio de quatro produtos absorviam 69% do total de crédito (algodão 6%, arroz 11%, café 42%, cana-de-açúcar 10%); em 1964, quatro produtos absorveram 57% dos recursos aplicados (algodão 10%, arroz 26%, café 10% e milho 11%). Nota-se uma alteração na composição dos grupos, com o arroz ocupando em 1964 a posição que o café ocupava em 1956 e o milho substituindo a cana-de-açúcar na escala de importância. O ponto comum das duas relações é que todos os produtos são alimentícios exportáveis ou matéria-prima para a indústria.

DOS TOTAIS

(milhões de cruzeiros)

	1 9 6 1		1 9 6 2		1 9 6 3		1 9 6 4	
	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL
I — CUSTE	38.024	68	75.657	68	119.179	71	307.677	73
a)	6.037	11	10.178	9	17.098	10	42.161	10
b)	10.040	18	22.412	20	43.299	26	109.776	26
c)	262	0	958	1	2.530	2	5.634	1
d)	7.139	13	13.897	12	9.590	6	40.301	10
e)	1.401	3	1.664	2	3.682	2	17.645	4
f)	879	1	2.329	2	4.873	3	9.097	3
g)	1.086	2	2.912	3	4.722	2	6.213	1
h)	4.207	8	13.473	12	19.579	12	46.087	11
i)	2.827	5	1.699	2	4.944	3	7.998	2
j)	4.146	7	6.135	5	8.962	5	22.665	5
II — EXTR.	416	0	505	0	595	0	1.667	0
III — ARMA.	711	2	1.282	1	2.917	2	14.613	4
IV — INVES:	11.662	20	28.898	26	39.235	23	87.196	21
1) M	3.658	6	7.678	7	8.703	5	20.865	5
a)	789	1	878	1	385	0	1.204	0
b)	485	1	1.417	1	2.629	2	6.823	2
c)	—	—	675	1	1.248	1	2.647	1
d)	—	—	—	—	—	—	—	—
e)	774	1	2.202	2	2.402	1	5.629	1
f)	1.610	5	2.506	2	2.139	1	5.662	1
2) M	4.120	7	11.195	10	21.343	13	48.553	12
a)	2.905	6	8.537	8	16.803	10	38.135	9
b)	334	0	722	1	1.275	1	3.288	1
c)	89	0	257	0	618	0	1.314	0
d)	—	—	215	0	297	0	478	0
e)	253	0	536	0	937	1	1.805	1
f)	57	0	121	0	209	0	404	0
g)	482	1	807	1	1.304	1	3.129	1
3) Fu	358	1	1.141	1	1.622	1	3.978	1
4) Aq	—	—	—	—	—	—	—	—
5) Rc	3.526	6	8.884	8	7.567	4	13.736	3
V — OUTRAS	5.905	10	5.242	5	6.186	4	64 7.218	0 2
T	56.717	100	111.684	100	168.112	100	418.271	100

COMPOSIÇÃO DO CRÉDITO CONCEDIDO EM FUNÇÃO DOS USOS — PORCENTAGEM TOTAL

ESPECIFICAÇÃO	1956		1957		1958		1959		1960		1961		1962		1963		1964	
	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL	VALOR	% do TOTAL
I — CUSTEIO DE ENTRESSAFRA.....	12.199	86	15.034	84	15.892	81	23.176	81	27.205	68	28.024	68	75.657	68	119.179	71	307.577	73
a) Algodão.....	846	6	808	4	881	5	1.379	5	2.379	6	6.037	11	10.178	9	17.098	10	42.161	10
b) Arroz.....	1.613	11	2.168	12	2.879	15	4.833	17	6.326	16	10.040	18	22.412	20	43.299	26	109.776	26
c) Batata Inglesa.....	69	0	65	0	84	0	85	0	142	0	262	0	958	1	2.530	2	5.634	1
d) Café.....	5.958	42	6.781	38	6.442	32	7.971	28	6.630	17	7.139	13	13.897	12	9.590	6	40.301	10
e) Cana-de-açúcar.....	1.746	10	1.946	11	2.207	11	3.012	10	3.094	8	1.401	3	1.664	2	3.582	2	17.645	4
f) Feijão.....	98	1	127	1	133	1	238	2	397	1	879	1	2.329	2	4.873	3	9.097	3
g) Mandioca.....	104	2	155	1	160	1	221	1	285	0	1.086	2	3.292	3	4.722	2	6.213	1
h) Milho.....	634	4	744	4	739	4	1.502	5	1.946	5	4.207	8	13.473	12	19.579	12	46.087	11
i) Trigo.....	967	7	1.575	9	1.851	9	3.013	10	4.363	11	2.827	5	1.699	2	4.944	3	7.998	2
j) Outros.....	444	3	665	4	526	3	922	3	1.643	4	4.146	7	6.135	5	8.962	5	22.665	5
II — EXTRAÇÃO DE PRODUTOS VEGETAIS.....	39	0	61	0	69	0	130	0	195	0	416	0	505	0	595	0	1.667	0
III — ARMAZENAMENTO, CONSERVAÇÃO E TRANSPORTES.....											711	2	1.282	1	2.917	2	14.613	4
IV — INVESTIMENTO.....	1.792	13	2.700	16	3.352	17	4.929	17	8.979	24	11.662	20	28.898	26	39.235	23	87.196	21
1) Melhoria das explorações agrícolas.....	799	6	1.232	7	1.595	8	1.942	7	2.310	6	3.658	6	7.678	7	8.703	5	20.865	5
a) Adubos e corretivos do solo.....											789	1	878	1	386	0	1.204	0
b) Irrigação.....											485	1	1.417	1	2.529	2	5.823	2
c) Desmatamento ou destoca para a formação de lavouras.....													675	1	1.248	1	2.547	1
d) Beneficinas Diversas — incluindo construção de paióis, tulhas e galpões.....											774	1	2.202	2	2.402	1	6.629	1
e) Outros melhoramentos.....											1.610	3	2.506	2	2.139	1	6.662	1
2) Máquinas e Utensílios.....	864	7	1.193	7	1.239	6	1.618	5	2.693	7	4.120	7	11.196	10	21.343	13	48.653	12
a) Trator.....											2.905	6	8.537	8	16.803	10	38.135	9
b) Arado.....											534	0	722	1	1.276	1	3.288	1
c) Ceifadeira, Ceifa — Trilhadeira.....											89	0	257	0	618	0	1.314	0
d) Colhedeira.....												0	237	0	478	0	478	0
e) Grades e Discos.....											253	0	536	0	937	1	1.805	1
f) Polvilhadeiras e Pulverizadores.....											57	0	121	0	209	0	404	0
g) Outras Máquinas e Aparelhos.....											482	1	807	1	1.304	1	3.129	1
3) Fundação e Lavouras Permanentes.....	69	0	74	0	48	0	89	0	158	1	358	1	1.141	1	1.622	1	3.978	1
4) Aquisição de Veículos e Animais para serviços de Lavoura.....	70	0	201	1	470	3	1.380	5	3.818	10	3.626	6	8.884	8	7.567	4	13.736	3
5) Reflorestamento Armazéns e Silos.....																	64	0
V — OUTRAS APLICAÇÕES.....	95	1	246	1	229	2	330	2	3.297	8	5.905	10	5.242	5	6.186	4	7.218	2
TOTAL.....	14.125	100	18.041	100	19.642	100	28.565	100	39.676	100	56.717	100	111.684	100	168.112	100	418.271	100

(milhões de cruzeiros)

É difícil admitir-se que a demanda por si só explique a alteração da composição dos financiamentos concedidos. Desde algum tempo tem-se estimulado a erradicação dos cafêzais de baixa produtividade; por outro lado, a área cultivada com cana-de-açúcar estava controlada pelo IAA. Embora acreditemos que estas circunstâncias possam ter provocado uma retração de demanda, julgamos que alguma decisão do órgão financiador responda em alta conta pela alteração de composição do financiamento de custeio.

Algumas observações de caráter operacional nos parecem fundamentais para encerrarmos a discussão relativa ao financiamento de custeio.

O procedimento estatístico adotado pela CREA, conforme vemos no Quadro 45, isola os itens específicos financiados. Daí resulta que o crédito de custeio se refere, fundamentalmente, aos trabalhos de preparo da terra (derrubada, queima, destocamento, roçagem, aradura, gradeação), aquisição de sementes, capinas, despesas de colheita, acondicionamento e transporte. Exceção feita às despesas realizadas para aquisição de sementes, embalagens e frete, todos os demais se referem ao pagamento de mão-de-obra. Este fato dá ao crédito de custeio um caráter de crédito estático; estático no sentido de que conserva uma técnica de produção reconhecidamente primitiva.

O mecanismo adotado para determinação do montante de financiamento de custeio a ser concedido a cada agricultor é muito mais influenciado pelo princípio de cobertura contra risco e rateio de capital do que pela preocupação de levar a uma oferta compatível com as necessidades do financiado. Daí resulta que cada agricultor poderá obter uma parcela do financiamento pretendido se tiver garantias a oferecer, independentemente da tecnologia que adote.

Os padrões conservadores de produtividade máxima admitida e das percentagens máximas de adiantamento fixadas, têm levado a uma oferta de financiamento que representa apenas uma pequena parcela das saídas de caixa por hectare, e ao pequeno valor médio do financiamento concedido, conforme pudemos ver no Quadro 46.

A menos que a agricultura brasileira conte com satisfatória disponibilidade de recursos próprios ou que outras fontes de financiamento estejam disponíveis, uma oferta tão restrita de financiamento por hectare impedirá os agricultores de ampliar sua escala até o ponto de maximização de lucros.

Mais importante do que este fato, todavia, o mecanismo operacional adotado não favorece o desenvolvimento dos empresários mais capazes, pois os tetos de produtividade fixados são extremamente baixos.

Estudamos, por exemplo, as condições de financiamento do arroz no Rio Grande do Sul, e partindo da distribuição de frequência da produtividade por hectare observada no período de 1954/64 construímos o intervalo de confiança para a média com um nível de segurança de 99,7%. O teto de produtividade máxima admitida para o ano de 1965 foi inferior, em valor absoluto, ao ponto inferior do intervalo de confiança em todos os anos analisados.

Tal limitação do teto de produtividade discrimina contra os empresários mais capazes e impede seu desenvolvimento.

Creemos que o que vale para o arroz vale para muitos outros produtos.

A concessão de um financiamento reduzido a cada agricultor é muito conveniente do ponto de vista da cobertura contra riscos. Com efeito, torna-se possível multiplicar o número de operações e assim diluir o risco corrido pelo financiador. Do ponto de vista do rateio de capital, todavia, este procedimento é inadequado. Um novo critério deve ser definido de forma que permita e conduza a uma melhoria da produtividade da agricultura brasileira.

A lei que institucionalizou o Crédito Rural no Brasil (24) aponta a direção da solução ao definir o crédito agrícola como uma modalidade de crédito que exige o controle da aplicação dos recursos. Assim, em função da extensão do controle do financiador sobre o financiado divide as operações em: crédito corrente, crédito educativo e crédito especial.

(24) Lei 4.829 de 5-11-1965 regulamentada pelo Dec. 58.380 de 10-5-66.

Embora as definições destas modalidades de operação (conforme expressas no texto da Lei) não sejam muito claras, permitem-nos concluir que se reconhece a existência de um grupo de agricultores que possuem solidez econômica e financeira e adotam técnicas aceitáveis de cultura, e de outro grupo, o mais numeroso, que necessita ser orientado e supervisionado. O Decreto não oferece critérios objetivos que permitam distinguir quando se deverá realizar cada uma destas modalidades de operações. Cremos, todavia, que uma solução pode ser obtida tomando-se por base a produtividade observada. A média pode ser tomada como linha divisória: os agricultores que obtivessem uma produtividade superior à média estadual poderiam receber financiamento livremente; os demais receberiam financiamento na medida em que admitissem aplicar a tecnologia sugerida pelos órgãos de assistência técnica.

Tal procedimento viria aumentar muito a produtividade do crédito.

b) Aplicações na pecuária

Quadro 46 nos mostra dados relativos ao número de contratos de financiamento celebrados, valor total dos contratos em termos nominais e reais e o valor médio real, no período de 1947/1964.

QUADRO 46
BANCO DO BRASIL S. A. — CREAM
EMPRÉSTIMOS À PECUÁRIA — 1947-1964

A N O S	N.º DOS CONTRATOS	VALOR DOS CONTRATOS (Milhões Cr\$)	VALOR REAL DOS CONTRATOS (*) (Milhões Cr\$)	VALOR MÉDIO REAL DOS CONTRATOS Cr\$ 1.
1955.....	9.069	2.444	1.576	173.778
1956.....	12.007	3.124	1.837	152.994
1957.....	14.091	4.361	2.283	162.018
1958.....	15.791	5.213	2.413	152.808
1959.....	17.133	6.451	2.380	138.913
1960.....	24.655	11.386	2.241	90.894
1961.....	31.194	11.741	1.555	49.849
1962.....	45.112	30.283	2.617	58.011
1963.....	33.094	25.929	1.429	43.180
1964.....	54.652	62.011	1.819	33.283

(*) Deflacionado pelo índice 60 da Conjuntura Econômica.

No período em análise, o valor real do montante de financiamento cresceu 1,15 vez, o número de contratos cresceu 6,02 vezes e, como conseqüência, o valor médio real decresceu 5,22 vezes. Ao longo do período, a tendência do valor médio real foi francamente decrescente. No período de 1960/1964 esta tendência foi acelerada. O número de contratos de financiamento duplicou do que resultou um decréscimo de 2/3 no valor médio real dos empréstimos.

Uma visão global das aplicações na Pecuária nos é fornecida pelo Quadro 44.

Desdobradas nos grandes itens de Custeio e Investimento, as aplicações na Pecuária apresentam um perfil bastante interessante. No período em análise, o montante de crédito destinado ao custeio das explorações cresceu de 0,4% a 11,2% do total; conseqüentemente, o montante de crédito destinado a investimento caiu de 99,6% para 88,8% do total.

O crédito para «Custeio» destina-se, principalmente, a «suprir o produtor do capital de giro necessário à conservação das pastagens, compra de ração suplementar e de medicamentos, pagamento de mão-de-obra, reforma de cercas, conservação de benfeitorias, etc., e ainda, quando fôr o caso, à própria manutenção do creditado e de sua família» (25). Trata-se, portanto, de um crédito de sustentação.

O crédito concedido para investimentos apresenta uma alteração substancial em sua composição. Em 1955 o item «Aquisição de Animais» absorvia 90,7%, o item «Melhoramentos das Explorações», 7,8% e os itens «Aquisição de Máquinas e Aparelhos» e «Aquisição de Veículos e Aplicações Diversas», os restantes 1,1% do total do crédito concedido. Em 1964 as percentagens do crédito absorvidas por êstes itens foram, respectivamente, 47,3%, 25,8% e 15,7% do total.

A interpretação da alteração da composição do investimento é bastante difícil de ser realizada com perfeição. Com efeito, os dados estatísticos são apresentados de tal forma que é impraticável

(25) Relatório do CREA, ano 1964, pág. 22.

distinguir as parcelas de investimento realizadas na bovinocultura, suinocultura, avicultura e outros.

À primeira vista parece bastante satisfatória a tendência de elevação da percentagem do crédito destinada a melhoramentos da exploração. Este item se subdivide em investimentos para instalações elétricas, irrigação, conservação do solo, formação e ampliação de pastagens, formação de granjas avícolas etc. Infelizmente, porém, itens de natureza genérica como «Benfeitorias Diversas e Outros Melhoramentos» escondem mais de 70% do total de item, o que vicia qualquer tentativa de análise.

Está bem claro nesta tabela, todavia, a queda violenta do volume de crédito concedido para a aquisição de bovinos. Em 1955 este item de investimento absorvia 89,3% do total do crédito concedido, e em 1964 esta percentagem caiu para 41,6% do total.

A despeito deste fato, a bovinocultura representa ainda uma parcela muito ponderável do total do financiamento concedido, a ponto de justificar um detalhamento de sua análise.

O item «Aquisição de Animais Bovinos», que representava em 1955 89,3% do crédito concedido à Pecuária, obteve, em 1964, 41,6% do total.

O financiamento para aquisição de animais destinados à produção de carne tomado um todo sofreu uma restrição violenta de disponibilidade de crédito no período considerado. De um volume de crédito correspondente a 80,9% do total em 1955, passou a receber somente 27,4% em 1964, o que significa uma redução média de 6,3% ao ano no período analisado.

Os técnicos em pecuária sustentam que, no Brasil, as três fases em que se divide o processo pecuário, cria, cria e engorda, são realizadas na maioria dos casos por empresários distintos. Partindo desta hipótese, deveríamos esperar uma distribuição de crédito entre 3 fases do processo em bases proporcionais à sua importância.

Os dados da tabela nos revelam, porém, que os financiamentos concedidos aos criadores e invernistas foram praticamente eliminados das linhas de crédito concedidas pela CREA. No período em análise, as percentagens do total de financiamento recebidas por

êstes empresários variaram dos níveis de 19,7% e 38,6% em 1955 para 0,9% e 0,1% em 1964, respectivamente. A percentagem de financiamento para criação se elevou ligeiramente no período, variando de 22,6% em 1955 e chegando a atingir 25,3% em 1964. Para justificar a redução pronunciada dos financiamentos a recriadores e invernistas argumenta-se, freqüentemente, que êstes empresários dispõem de suficientes recursos para realizarem o autofinanciamento. Argumenta-se, por outro lado, que seria desejável a integração das 3 fases, e que a distribuição do crédito visaria atingir êste objetivo.

De qualquer maneira, porém, a bovinocultura por sua importância deveria merecer um volume relativo de crédito maior. Os especialistas em economia agrícola julgam que a pecuária é, com certeza, o setor da economia nacional que apresenta melhores condições de desenvolvimento e de concorrência no mercado internacional.

XIII.3 — Plano de Crédito Agrícola

O diagnóstico do crédito agrícola revelou os principais pontos de estrangulamento dos programas de financiamento à agricultura brasileira. Observou-se que a ausência de uma Política Agrícola bem definida dificultava a fixação de critérios racionais de alocação de crédito entre (Lavoura e Pecuária) regiões, produtos, custeio e investimento etc.

Por outro lado, todos os testes aplicados para avaliação da magnitude de oferta de crédito revelaram ser esta insuficiente. Mais importante do que êste fato, todavia, observou-se que a limitação dos recursos disponíveis para empréstimos conduzia a uma excessiva preocupação de rateio de capital, o que limitava em níveis muito baixos o volume máximo de financiamento que se concedia a cada agricultor. Os Bancos Privados concediam o crédito em condições de custo e prazos inadequados às necessidades da Agricultura.

Verificou-se, ainda, que eram reduzidos os recursos específicos de que dispunham os Bancos Federais para financiar a Agricultura.

A Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil S/A. — CREAM — por exemplo, mobilizava até 1964, 90% dos seus recursos de aplicação através de redesconto. Tal exposição de recursos conduzia os Bancos Federais a concentrar grande percentagem de suas aplicações em operações de financiamento de custeio, a curto prazo, e a evitar as operações de financiamento de investimentos.

Observou-se, também, que os instrumentos de crédito utilizados para garantia das operações não eram satisfatórios. O contrato de penhor tornava a operação morosa e cara; as Cédulas de Crédito Rural, por suas limitações, vinham tendo uso muito restrito. Apesar da existência da Companhia Nacional de Seguros Agrícolas, o seguro da safra pendente e de rebanhos não vinha sendo utilizado como instrumento de garantia do financiador.

Constatou-se, ainda, que não chegou a haver coordenação entre as unidades financiadoras federais. As várias tentativas de planejamento e coordenação não apresentaram os resultados esperados, devido à ausência de poder coercitivo das comissões e grupos de trabalho e excessiva rapidez com que eles se sucederam.

A maioria dos problemas apontados na análise anterior poderá ser adequadamente resolvida se fôr mantido o espírito da Lei n.º 4.829, de 5 de novembro de 1965 (26). Essa lei institucionalizou o crédito rural no Brasil, procurando cobrir todos os aspectos de natureza estrutural e operacional relativos a um eficiente sistema de financiamento à Agricultura. Define o crédito; classifica as operações; recomenda uma estrutura operacional; especifica as fontes de recursos e os instrumentos de crédito a serem utilizados. Preocupa-se não apenas em aumentar o volume de recursos à disposição da Agricultura mas, principalmente, em aumentar a eficiência de sua alocação. Parte do pressuposto de que o crédito é um instrumento de Política Agrícola, em função da qual deve ser distribuído e aplicado. Resulta, pois, que, sendo dados os objetivos fixados na Política Agrícola, a Política de Crédito é decorrente. Qualquer que seja a política fixada, porém, o crédito agrícola deverá estimular o incremento ordenado dos investimentos; favo-

(26) Regulamentada pelo Decreto n.º 58.380, de 10-5-1966.

recer o custeio oportuno e adequado da produção e comercialização de produtos agropecuários; possibilitar o fortalecimento econômico dos produtores e incentivar a introdução de métodos racionais de produção, de forma a aumentar a produtividade e melhorar as condições de defesa do solo.

A lei define, ainda, as instituições intervenientes e os papéis que deverão desempenhar. Ao Ministério da Agricultura cabe fixar a Política Agrícola. Ao Conselho Monetário Nacional, órgão incumbido da formulação da política de crédito nacional, caberá disciplinar o crédito rural estabelecendo normas operacionais relativas à origem, aplicação, controle e critérios seletivos e de prioridade para o crédito. Ao Banco Central, órgão de controle do sistema, compete fazer cumprir as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Compete-lhe, ainda, coordenar a ação dos órgãos financiadores com os que prestam assistência técnica e econômica ao produtor rural, e estimular a ampliação dos programas de crédito mediante financiamento dos órgãos participantes da rede distribuidora. A Comissão Consultiva do Crédito Rural caberá assessorar o Conselho Monetário Nacional nas decisões relativas ao assunto.

A lei classifica as operações típicas de crédito rural, segundo a extensão do controle exercido pelo financiador sobre o financiado, em crédito corrente, educativo e especial. No que diz respeito aos recursos determina que 10% dos depósitos dos Bancos Privados e das Companhias de Crédito Financiamento e Investimentos deverão ser aplicados em crédito rural obedecendo as condições de operação legalmente especificadas.

Mantido o espírito da Lei nº 4.829 poder-se-á transformar o crédito agrícola em um poderoso instrumento de desenvolvimento da Agricultura. Em primeiro lugar, porque atribui ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central as tarefas de disciplinar, fiscalizar e controlar o crédito agrícola. Isto é motivo suficiente para crer-se no funcionamento do Sistema. Em segundo lugar, porque define uma política de crédito condicionando-a aos objetivos fixados no planejamento agrícola. Este fato dá ao Sistema condições de influir positivamente no desenvolvimento da Agricultura brasileira. Isto garante o sucesso econômico do Sistema. Em terceiro

lugar, por ter-se preocupado com a eficiência da aplicação do crédito, distinguindo as modalidades de operações. Em quarto lugar, porque define as fontes de recursos à disposição do Sistema e, neste sentido, particularmente, por ter definido a parcela mínima de aplicação dos Bancos Privados.

Obedecidas as linhas traçadas na Lei nº 4.829 e as prioridades fixadas no Plano Geral da Agricultura, pode-se fixar a seguinte orientação para a concessão do crédito agrícola:

1. *Lavoura:*

a) Custeio

- I — Sementes certificadas;
- II — Fertilizantes e corretivos do solo;
- III — Defensivos;
- IV — Combustíveis e lubrificantes.

b) Investimentos

- I — Aquisição de máquinas e equipamentos;
- II — Aquisição de adubos e corretivos;
- III — Execução de obras destinadas a irrigação, açudagem, drenagem e defesa contra erosão;
- IV — Eletrificação rural;
- V — Construção de silos e armazéns.

2. *Pecuária:*

a) Custeio

- I — Formação de culturas de forrageiras periódicas;
- II — Aquisição de produtos veterinários, sêmen, sais minerais e, nos casos da pecuária leiteira e de engorda confinada, rações suplementares;

b) Investimentos

- I — Melhoramento das pastagens, mediante o plantio de forrageiras perenes de maior capacidade de apascentamento e resistência às secas;

II — Melhoramento genético dos rebanhos, mediante a aquisição de reprodutores machos de boa linhagem;

III — Levantamento de cêrcas para fechamento e subdivisão de pastos; construção de silos, açudes, bebedouros e de quaisquer outras benfeitorias que possam influir na melhoria da alimentação e de manejo.

3. *Suinocultura:*

I — Estimular a compra de reprodutores e matrizes de raças especializadas na produção de carne;

II — Construção de pocilgas e demais benfeitorias necessárias à exploração racional da suinocultura;

4. *Ovinocultura:*

Estimular a aquisição e produção de reprodutores selecionados para produção de lã e carne.

5. *Avicultura:*

Incentivo à instalação e ampliação de estabelecimentos avícolas e financiamento para aquisição da matéria-prima necessária à preparação de rações.

6. *Comercialização*

7. *Crédito Educativo*

8. *Crédito Cooperativo*

9. *Crédito à Agroindústria*

A justificativa para estas prioridades pode ser facilmente depreendida da análise do Diagnóstico e Plano Agrícolas. Alguns poucos comentários nos parecem, pois, suficientes.

No que diz respeito à alocação global do crédito, entre Lavoura e Pecuária, deve-se dar ênfase ao financiamento da última. De acôrdo com as projeções de oferta e demanda dos produtos da Pecuária e da pesca, contata-se a existência de *deficit* significativos no setor de produção animal, situação que, de modo geral, não se verifica na Lavoura. Fundamentalmente este *deficit* decorre

do fato de que a produção de carne em carcaça estabilizou-se desde 1958, ao nível de 2 mil ton. anuais aproximadamente (a carne bovina em tórno de 1.400 ton.). Dado o aumento populacional, o crescimento da renda *per capita* e a elevada elasticidade renda dos produtos protéicos de origem animal, a demanda vem exercendo crescente pressão sôbre uma oferta praticamente estável. Em consêquência vem-se elevando o preço, o que pode ser comprovado pela comparação entre os índices de preços dos produtos de origem animal com os de origem vegetal e demais índices da Conjuntura Econômica.

Além disto, conforme está amplamente demonstrado naqueles documentos, a Pecuária possui amplas possibilidades de desenvolvimento e de penetração no mercado internacional, desde que se aumente a produção e se reduzam os custos. A ampliação do volume de recursos de crédito para financiamento da Pecuária é, pois, recomendável.

No que concerne à Lavoura, deverá ser dada ênfase aos financiamentos que melhorem as condições de produtividade e comercialização.

Visa-se, especificamente, a conceder financiamentos que permitam aumentar a produtividade e melhorar as condições de defesa do solo. O Diagnóstico da Agricultura mostrou que êstes são dois problemas que estão a exigir ação imediata. O mecanismo do crédito é um importante instrumento para êste fim.

O problema poderá ser enfocado de dois modos complementares. O primeiro, através de incentivo ao uso de insumos que aumentem a produtividade da terra, tais como, sementes certificadas, fertilizantes e corretivos do solo e também defensivos agrícolas. Neste sentido espera-se uma ampliação da escala de operações do FUNFERTIL e que o Ministério da Agricultura selecione e certifique as sementes. O segundo, através de um maior estímulo à realização das várias formas de crédito educativo. Sgere-se que se estabeleça prioridade de financiamnto para os agricultores assistidos por órgãos de extensão.

Finalmente recomenda-se que se amplie os tetos de financiamento aos agricultores (percentagem de adiantamento sôbre a

produção prevista ou tetos de produtividade máxima fixados) que já venham utilizando técnicas modernas, atualizadas, de cultivo e obtendo produtividade por área superior à média.

Quanto ao crédito concedido para comercialização, parece conveniente que sejam facilitados financiamentos para armazenamento, ensilagem e frigorificação de produtos agrícolas ao nível de produto individual e cooperativo, de forma a permitir-lhe a opção de venda.

As necessidades de financiamentos por unidade de área e produto podem ser determinadas conhecendo-se a tecnologia empregada e os custos dos fatores de produção. O volume de financiamento requerido pela Agricultura poderia ser obtido agregando-se os dados relativos a todas as atividades programadas. O Ministério de Agricultura está realizando estudos que, num futuro próximo, permitirão uma estimativa mais precisa não apenas das necessidades globais de financiamento, mas também de seu desdobramento anual. Tais estudos, que abarcam, também, o campo da regionalização das culturas e dos calendários agrícolas, permitirão uma programação de financiamento muito mais acurada.

Com as informações disponíveis no momento, a estimativa das necessidades deve ser realizada, tomando-se por base dados observados no Brasil e no exterior.

O Quadro 39 mostra a relação entre o crédito concedido pelas fontes institucionais e o Produto Bruto da Agricultura brasileira, no período de 1955 e 1964. Observa-se que, nesse intervalo, a percentagem cresceu de 14,8 para 18,9. Tomando-se médias bienais a taxa de crescimento da percentagem está, pois, muito próxima de 0,5 a.a. Comparando-se esta relação com dados internacionais, verifica-se que esta é muito reduzida no Brasil. Com efeito, nos países onde a Agricultura se apresenta com ritmo de progresso mais acentuado, essa percentagem oscila em torno de 30 a 40% do valor do Produto. Este é, por exemplo, o caso dos Estados Unidos da América do Norte.

Uma vez que se procura generalizar o uso de insumos industriais, tais como fertilizantes, corretivos de solo etc., torna-se clara

a necessidade de aumentar a disponibilidade de crédito para o setor.

Evidentemente, a limitação dos recursos não permitirá que sejam alcançadas, de imediato, as percentagens internacionais antes citadas. A meta, todavia, pode ser fixada. Estima-se que o aumento do ritmo de crescimento da relação crédito/produto para 1% ao ano representará um reforço adicional significativo no período de 1967/1976. Admitindo-se que o Produto Bruto da Agricultura cresça, neste período, a uma taxa de 5% a.a., o montante de financiamento necessário evoluirá conforme mostra o Quadro 47.

QUADRO 47
NECESSIDADE DE CRÉDITO PARA A AGRICULTURA — 1967/1976

(Cr\$ Bilhões)

A N O S	A PREÇOS DE 1964			A PREÇOS DE 1953		
	PROJEÇÃO DO PRODUTO DA AGRICULTURA	% CRÉDITO/ PRODUTO	PROJEÇÃO DAS NECESSIDADES DE CRÉDITO	PROJEÇÃO DO PRODUTO DA AGRICULTURA	% CRÉDITO/ PRODUTO	PROJEÇÃO DAS NECESSIDADES DE CRÉDITO
1967	6 428,1	19	1 221,3	248,7	19	47,3
1968	6 740,5	20	1 349,9	261,1	20	52,2
1969	7 087,0	21	1 488,3	271,1	21	57,6
1970	7 441,4	22	1 637,1	287,8	22	63,3
1971	7 813,5	23	1 797,1	302,2	23	69,5
1972	8 204,2	24	1 969,0	317,3	24	76,2
1973	8 614,4	25	2 153,6	333,2	25	83,3
1974	9 045,1	26	2 351,7	349,9	26	91,0
1975	9 497,3	27	2 561,3	367,4	27	99,2
1976	9 972,2	28	2 792,2	385,8	28	108,0

As disponibilidades de recursos para o financiamento à Agricultura são discutidas a seguir.

A composição histórica das fontes institucionais de recursos é dada no Quadro 39. Vê-se que a participação das instituições financeiras governamentais no total dos financiamentos concedidos à agricultura tem girado em torno de 70% e que os restantes 30% têm sido fornecidos pelos bancos privados. Nota-se, além disto, que as aplicações dos bancos privados têm representado uma percentagem crescente de seus depósitos e atingido 10% em 1964 e em 1965 (Quadro 48). A constatação deste fato é importante.

Com efeito, a Lei n.º 4.829 determina que os bancos privados e as companhias de crédito, financiamento e investimentos devem aplicar 10% de seus depósitos de qualquer natureza em crédito agrícola. Os dados provam que, no agregado, os bancos privados já vinham atendendo a esta exigência, exceção feita a alguns estabelecimentos que não possuem agência no interior do País. Isto significa que, provávelmente, o volume de recursos destinados pelos bancos privados ao setor agrícola não aumentará muito. É difícil estimar a quanto montará este acréscimo. Estima-se, porém, que os bancos privados poderão continuar atendendo 30% das necessidades de crédito agrícola. Os 70% restantes serão cobertos pelos bancos federais e pelos fundos de financiamento à Agricultura.

QUADRO 48
BANCOS PRIVADOS — 1962/1965

(Cr\$ Bilhões)

A N O S	TOTAL DOS DEPÓSITOS (1)	TOTAL DOS EMPRÉSTIMOS À AGRICULTURA (2)	% (2)/(1)
1962.....	1.094,0	73,2	6,7
1963.....	1.793,3	138,1	7,7
1964.....	3.217,9	322,5	10,0
1965.....	6.041,4	606,3	10,0

Fonte: Banco Central.

É bem conhecido o fato de que os recursos específicos de que os bancos federais dispõem para financiar a agricultura são reduzidos. A maior parte dos recursos destinados a este tipo de financiamento proveio, no passado mais remoto, de operações de redesconto e, mais recentemente, das dotações globais das instituições. Nenhuma destas instituições dispõe de uma previsão de recursos, a longo prazo, que permita estimar sua participação relativa no total do financiamento programado.

Os Fundos de Financiamento (Fundo Nacional de Refinanciamento Rural e Fundo Financeiro de Estimulo ao Uso de Fertilizantes) centralizados no FUNAGRI dispõem de recursos internos e externos. As perspectivas de levantamento de recursos externos

adicionais para financiamento à agricultura são, aliás, muito animadoras. Estão sendo estudadas volumosas operações destinadas ao financiamento da Lavoura e Pecuária. Tal é o caso, por exemplo, do empréstimo de US\$ 100.000.000, atualmente em negociação com o BIRD, para a pecuária de corte. Outras instituições internacionais como o BID e a USAID poderão, no futuro próximo, ampliar o volume de recursos que já vêm proporcionando para o financiamento da Agricultura brasileira.

Tais fatos permitem admitir que a necessidade de crédito, estimada com base nas hipóteses fixadas, poderá ser plenamente atendida.

XIV. Capital Estrangeiro

Um fluxo de capitais do estrangeiro representa, de um ângulo puramente econômico, algo muito próximo ao ideal: a obtenção de recursos para o desenvolvimento sem sacrifício do consumo corrente e sem pressão inflacionária. Isto, naturalmente, é verdade se o fluxo de capitais na forma de bens reais fôr aproximadamente equivalente ao fluxo financeiro, seja medido em divisas, isto é, investimento direto, ou medido em termos de uso de divisas para pagar importações.

O ganho econômico do capital estrangeiro para o desenvolvimento tem, naturalmente, de ser medido num sentido líquido, isto é, o ganho computado após a dedução dos juros e do pagamento do principal. *Todos* os empréstimos, dentro de um país ou através das fronteiras nacionais, têm de ser julgados com base nesta quantia líquida. O total de todos os pagamentos de juros é o custo líquido que o tomador tem de levar em conta para decidir se quer pagar uma quantia extra para obter recursos agora, em troca de uma promessa de reembolsá-los mais tarde. Para um país em desenvolvimento, a vantagem do empréstimo externo é presumivelmente a de que um incremento na infra-estrutura do país fará subir a renda nacional daí por diante, suficiente ou mais do que suficiente para cobrir juros e amortizações. O ganho puramente econômico do capital estrangeiro para desenvolvimento não é o único elemento, desde que os países realmente consideram, e até certo ponto justamente, os riscos de dominação econômica estran-

geira. Geralmente êsses riscos são exagerados e pode acontecer que a nação politicamente mais forte no sentido moderno seja devedora e não credora. Não obstante, deve ser admitido que o problema do poder econômico estrangeiro não pode ser totalmente esquecido. Por outro lado, certas medidas podem ser excessivas e até mesmo contraproducentes para o país. Assim, no Brasil, sob Lei Celso Brant (nº 4.131) de setembro de 1962, as drásticas limitações impostas ao capital estrangeiro causaram um rápido declínio de novos investimentos externos, o que contribuiu substancialmente para o caos financeiro do Governo Goulart (cf. pp. 9-10 acima).

Uma política econômica bem ponderada parece necessitar certas garantias contra um excessivo controle externo, embora preservando liberdade suficiente para companhias nacionais remeterem o serviço da dívida ou lucro sobre o investimento para os capitalistas estrangeiros. Com as mesmas precauções ou similares, um país deve querer encorajar a entrada de capital estrangeiro. No Brasil, certas vantagens cambiais foram concedidas a companhias capazes de atrair parte de seu capital do exterior. Outros países ofereceram redução nas tarifas ou outras barreiras nas importações de matérias-primas para companhias de propriedade conjunta, envolvendo um mínimo de participação de capital estrangeiro. Tais incentivos não são incompatíveis com precauções razoáveis contra um grau excessivo de domínio estrangeiro.

PARTE IV

**As Decisões da Política
Monetária**

XV. Combate à Inflação (27)

O PAEG estabeleceu as seguintes normas básicas que orientam a política antiinflacionária:

a) o combate à inflação deverá ter como origem autônoma a progressiva redução dos *deficit* governamentais;

b) a política de salários deverá adaptar-se ao compasso da política monetária, a fim de que os custos não aumentem, proporcionalmente, mais do que a procura. O princípio a ser firmado é o de que o combate à inflação, por si só, destina-se a eliminar a instabilidade, mas não a elevar a média dos salários reais, os quais só podem ser elevados pelo aumento da produtividade e aceleração do desenvolvimento;

c) a política de crédito às empresas deverá ser suficientemente controlada para impedir os excessos de inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custos. Dentro desse princípio, os tetos globais de crédito às empresas deverão ser reajustados proporcionalmente à expansão dos meios de pagamento, vale dizer, aproximadamente na proporção do crescimento do Produto Nacional a preços correntes.

Os resultados da luta contra a inflação não foram mais evidentes principalmente pelo fato de que, numa sociedade moderna e num país em desenvolvimento, os objetivos nacionais são múltiplos e têm de ser compatibilizados.

Não se trata, simplesmente, de combater a inflação a qualquer custo. É mister dar impulso ao desenvolvimento e para isso se

(27) Transcrito da Mensagem Presidencial de 1967.

evita traumatizar excessivamente o setor privado, mantém-se alto o nível de investimentos, corrigem-se distorções de toda ordem. É preciso evitar queda na participação dos assalariados no produto, e por isso os reajustamentos nominais de salários devem continuar dentro de limites adequados. É preciso corrigir desequilíbrios regionais, e para isso realizar grandes aplicações governamentais em áreas menos desenvolvidas. É preciso sanear o balanço de pagamentos criando-se muitas vezes, com isso, um foco de expansão de preços.

No esforço de conciliar tantos e tão complexos objetivos, tem a política econômica financeira de manter um difícil equilíbrio, mais complexo ainda quando certos instrumentos de ação não apresentam os resultados esperados e o sistema de informações ainda carece de aperfeiçoamento. Como o atendimento a vários desses objetivos torna mais lentos os resultados da política desinflacionária, e conseqüentemente as expectativas se mantêm pouco favoráveis, retardou-se a consecução de certas metas no tocante ao programa de estabilização.

No ano de 1966, consolidou-se o esforço governamental de estabelecer efetivo controle dos grandes fatores responsáveis pela inflação, no tocante ao *deficit* governamental, à expansão do crédito, aos aumentos dos salários e ao comportamento do setor externo. Muito em particular levou-se adiante a política de realismo no sistema de preços, cheia de asperezas a curto prazo, mas certamente indispensável à definitiva contenção da inflação e à aceleração do desenvolvimento.

XV.1 — Os Resultados do Combate à Inflação

A inflação que, no início da execução do PAEG, acelerava-se rapidamente, chegando por vezes a um ritmo mensal de 7%, num processo que se tornava cumulativo, foi imediatamente conduzida à forma corretiva e decrescente, alcançando resultados animadores a cada período. Se pelos motivos já expostos houve dificuldade no cumprimento total das metas programadas, o que se conseguiu efetivar foi bastante satisfatório.

No sentido de revelar a tendência à desaceleração dos aumentos de preços apresentamos a seguir, para períodos de doze meses, as variações dos principais índices de preços:

VARIAÇÃO DO CUSTO DE VIDA NA GUANABARA

PERÍODO DE 12 MESES	1962/1963 (%)	1963/1964 (%)	1964/1965 (%) *	1965/1966 (%)
Novembro a novembro.....	84,3	85,9	53,7	41,9
Dezembro a dezembro.....	80,6	86,6	45,4	41,1
Janeiro a janeiro (1).....	93,4	81,0	46,1	40,2

VARIAÇÃO DOS PREÇOS POR ATACADO — EXCLUSIVE CAFÉ

PERÍODO DE 12 MESES	1962/1963 (%)	1963/1964 (%)	1964/1965 (%)	1965/1966 (%)
Novembro a novembro.....	82,3	85,8	33,2	45,6
Dezembro a dezembro.....	83,1	84,1	30,2	42,7
Janeiro a janeiro.....	80,4	78,5	34,6	35,5

VARIAÇÃO DO ÍNDICE GERAL DE PREÇOS

PERÍODO DE 12 MESES	1962/1963 (%)	1963/1964 (%)	1964/1965 (%)	1965/1966 (%)
Novembro a novembro.....	80,6	92,0	39,6	40,7
Dezembro a dezembro.....	79,9	92,1	34,2	39,0
Janeiro a janeiro.....	81,9	81,0	36,9	53,1

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

(1) Para efeito de formar seqüência, a compra ação de janeiro a janeiro diz respeito ao período seguinte ao indicado.

A análise desses períodos anuais, eliminando a influência de variações estacionais e reduzindo o efeito retardado das expansões

de meios de pagamento, mostra um quadro definido da substancial desaceleração da inflação. Tomando-se o período de janeiro a janeiro, para o custo de vida na Guanabara, a elevação foi de 81% em 1964, 46% em 1965 e 40% em 1966. Para o índice geral de preços ela foi de 81% em 1964, 37% em 1965 e 35% em 1966.

É importante assinalar que nos aumentos de preços em 1964, 1965 e 1966 houve importante componente de correção de distorções, isto é, de elevações de preços verificadas não em decorrência de pressões inflacionárias correntes, do lado da demanda ou dos custos, mas tendo em vista a política do Governo de corrigir os subsídios, congelamentos e controles que até pouco ameaçavam tornar inviável a economia brasileira. Apenas para exemplificar, o índice do custo de vida na Guanabara aumentou de 45% em 1965 e de 41% em 1966, enquanto o índice de aluguéis subiu de 116% e 73%, respectivamente. Outro componente altamente influenciado pelos reajustamentos corretivos, o índice de serviços públicos, elevou-se de 71% e 47%, respectivamente.

É inegável que tais reajustamentos oneram os usuários de tais serviços, a curto prazo, de forma considerável. Sem isso, todavia, seria impossível, a mais longo prazo, manter elevados os níveis de produção e investimento no tocante a habitação, petróleo, energia elétrica, transportes e comunicações. E sem expansão contínua desses setores básicos qualquer economia está fadada à estagnação

Por outro lado, se é verdade que em 1965 e 1966 a inflação ainda foi considerável, é preciso notar que sua natureza e causas mudaram substancialmente.

É sabido que a causa imediata mais importante do processo inflacionário brasileiro eram os *deficit* de caixa do Governo Federal, que passaram de 10% da Despesa Orçamentária em 1955 a cerca de 35% em 1963. Em 1965, os grandes fatores da expansão de meios de pagamento foram principalmente o setor externo, a grande safra de café e a dinamização da política de preços mínimos. Em 1966, novamente o *deficit* deixou de ser o

grande fator expansionista. O aumento dos meios de pagamento estêve relacionado principalmente com o setor externo.

Objetivamente, do ponto de vista de impacto sôbre os preços e salários reais, não importa que os fatores da inflação se hajam modificado. Se isso é verdade, num dado momento, cumpre salientar, entretanto, que do ponto de vista de contrôle do crônico, persistente e até pouco intocável processo inflacionário brasileiro a diferença é substancial. Conseguiu-se superar uma causa sistemática e em continuo agravamento, como se viu, enquanto as outras são de caráter eventual e reversíveis, segundo já se observa mais recentemente.

XV.2 — O Contrôle dos Principais Fatores Inflacionários

XV.2.1 — A Política Fiscal

a) *Deficit do Tesouro*

O Orçamento da União para o exercício de 1966, de acôrdo com a Lei nº 4.900, de 10-12-65, indicava, não considerada a soma equivalente às operações de crédito, um saldo negativo de Cr\$ 338 bilhões. Com isso, a receita e a despesa se situavam, respectivamente, em Cr\$ 4.381 e Cr\$ 4.719 bilhões. Todavia, nesse confronto inicial, ressaltado pela Lei de Meios, haveriam de ser incluídos outros valores pertinentes às despesas correspondentes a créditos adicionais transferidos de anos anteriores e autorizados no exercício, cujo valor alcançou cêrca de Cr\$ 390 bilhões. Além dêsse fato, incorporaram-se ao potencial dos dispêndios a cargo do Tesouro Nacional, no mesmo exercício, gastos atinentes a residuos passivos acumulados em anos precedentes, no valor aproximado de Cr\$ 1 trilhão, dos quais cêrca de Cr\$ 340 bilhões transferidos de 1965 e decorrentes da programação financeira estabelecida para aquêle período, bem como as insuficiências das verbas destinadas às despesas com pessoal e outras cuja natureza justificava a sua aplicação. Em que pêsse a tais respon-

sabilidades, vira-se o Tesouro ainda obrigado a atender à suplementação de recursos a vários Estados da Federação, mediante assistência financeira de valor substancial. O cômputo das despesas correspondentes às insuficiências de verbas de pessoal, art. 48 e assistência financeira, acresceu o potencial dos dispêndios de aproximadamente meio trilhão de cruzeiros.

Com toda aquela carga, os gastos em potencial do exercício elevaram-se a Cr\$ 6,6 trilhões, os quais, em confronto com a receita prevista no orçamento, indicavam que o *deficit* ultrapassara a grandeza de 2 trilhões, ou seja, cifra incompatível com a capacidade financiadora do Tesouro Nacional, tendo em vista o prosseguimento da política de estabilização econômico-financeira do Governo, pois que sem dúvida tão acentuado desequilíbrio teria que ser fatalmente atendido através de emissão de papel-moeda.

Mantendo a continuidade do processo de recuperação das finanças da União, mediante a coordenação dos gastos da administração pública, através da determinação de critérios prioritários integrantes do Programa de Ação, do qual decorre a fixação do desequilíbrio de caixa compatível com os recursos para tal fim estimados pelo orçamento monetário elaborado para o exercício de 1966, procurou o Governo, no ano recém-encerrado, exercer, da mesma forma que a partir de abril de 1964, um rígido controle dos gastos públicos.

Para tanto, das dotações orçamentárias foram anulados inicialmente Cr\$ 550 bilhões, através da instituição de um «fundo de reserva» equivalente a, aproximadamente, 20% das despesas de natureza variável consignadas na Lei de Meios. As liquidações de «restos a pagar» foram limitadas a Cr\$ 400 bilhões; os créditos adicionais, os financiamentos, os gastos sem créditos realizados ao abrigo dos artigos 46 e 48 do Código de Contabilidade da União, tiveram igualmente seus quantitativos limitados a importâncias capazes de não prejudicarem o *deficit* de caixa do Tesouro admitido para o exercício, ou seja, de cerca de Cr\$ 420 bilhões. Além disso, tornou-se ainda necessário transferir despesas de 1966 para o exercício em curso, no valor inicial de Cr\$ 250 bilhões, posteriormente elevado para cerca do dobro dessa importância.

No que tange à Receita, ainda se fizeram sentir em 1966 as reformulações tributárias solicitadas pelo Poder Executivo ao Congresso Nacional desde abril de 1964, das quais resultaram novas legislações sôbre os principais tributos federais e possibilidade de adoção de medidas anticíclicas, através de redução temporária de pagamento de impostos em casos de depressão observada em certos setores da atividade econômica nacional.

Com a melhoria do aparelho arrecadador e descentralização do recolhimento da receita federal, através da rede bancária privada, o volume dos recursos carreados para o Tesouro Nacional tornou-se mais substancial, sendo ainda de observar que as correções monetárias de débitos fiscais concorreram com parcelas significativas.

Embora certas medidas anticíclicas tenham proporcionado a queda de recolhimento da receita orçamentária, o quantitativo efetivamente registrado no exercício alcançou bom nível, uma vez que a arrecadação atingiu o montante de cêrca de Cr\$ 5,1 trilhões, ou seja, Cr\$ 700 bilhões acima da estimada pela Lei de Meios.

Em conseqüência das providências adotadas, a despesa em potencial do exercício reduziu-se, em princípio, a Cr\$ 5,3 trilhões, o que, para uma receita estimada de Cr\$ 4,9 trilhões, ensejava limitar o desequilíbrio do Tesouro, em 1966, a cifra ligeiramente superior a Cr\$ 400 bilhões. Todavia, durante os primeiros meses da execução financeira, alguns novos fatores concorreram para alterar os quantitativos globais da receita e despesa, sem, contudo, elevar o desequilíbrio inicialmente indicado pelo Decreto nº 57.612, de 7 de janeiro de 1966. Nesta oportunidade, era de supor-se um contingente anual de receita maior que o estimado pela Lei de Meios e um nível de despesa Cr\$ 200 bilhões mais elevado que os Cr\$ 5,3 trilhões acima referidos, mantido, assim, o mesmo *deficit* programado.

Reformulada nos seus quantitativos globais, a programação financeira do exercício passou a ser mais enèrgicamente controlada, dado o empenho da manutenção do *deficit* inicialmente previsto. Para isso, mais uma vez fêz-se necessário conter, reexaminar e

adiar parcelas de gastos consignados na Lei de Meios a favor dos órgãos públicos. O resultado dos esforços do Governo nessa área foi bastante significativo, pois que, na realidade, diante de uma receita de cerca de Cr\$ 5.100 bilhões, contrapôs-se uma despesa de caixa de aproximadamente Cr\$ 5.502 bilhões, deixando destarte um saldo negativo de Cr\$ 402 bilhões, mais baixo do que o previsto pela programação financeira e cuja importância fôra de Cr\$ 420 bilhões. A necessidade de regularizar compromissos cambiais de responsabilidade de entidades públicas e sociedades de economia mista, bem como obrigações, avalizadas pelo Tesouro, anteriormente levadas a débito de conta transitória do Tesouro, elevou o desequilíbrio final relativo a 1966 a Cr\$ 587 bilhões, ainda assim sem ultrapassar, mesmo em termos nominais, o do exercício anterior.

Por outro lado, o *deficit* de caixa da União, que equivalia, em 1953, a apenas 0,7% do Produto Interno Bruto (PIB), teve essa posição sensivelmente agravada em anos posteriores, até alcançar, entre 1960 e 1963, as proporções crescentes de 3,2%, 3,7%, 5,1% e 5,3%, respectivamente. Assim em 1963, ano anterior ao da Revolução, o desequilíbrio de Caixa do Tesouro Nacional, no montante de Cr\$ 505 bilhões, estava expresso, em relação ao PIB, pela elevada proporção de 5,3%.

Nessas condições, é importante observar que, já no ano de 1964, como resultado das medidas de controle que se impuseram, o Governo Federal logrou reduzir aquela participação para cerca de 3,7%, ou seja, a mesma de 1961. Em 1965 e 1966, os *deficit* de Caixa apurados, além de nominalmente inferiores ao de 1964, correspondem, em relação ao PIB, a taxas de apenas 1,8% no primeiro caso e a cerca de 1,2% no exercício de 1966, o que demonstra a perda gradativa de influência das contas federais como fator inflacionário.

Com referência ao orçamento corrente, sua análise revela, a partir de 1965, melhoria bastante significativa entre o comportamento das despesas correntes e receitas correntes, demonstrando que aquelas estão sendo plenamente atendidas pela arrecadação do Governo, deixando saldos crescentes para os investimentos.

QUADRO 49

(Cr\$ bilhões)

A N O S	RECEITAS	DESPESAS	SALDOS
	CORRENTES	CORRENTES	
1962.....	511	595	-- 85
1963.....	953	1.033	-- 80
1964.....	2 010	2.179	--168
1965.....	3.237	2.655	582
1966.....	5.728	3.752	1.976
1967 (*).....	6.683	4.473	2.210

(*) Estimativas

b) Crédito Público

A subscrição de Obrigações do Tesouro Nacional tipo Reajustável vem apresentando, de outubro/64 a dezembro/66, um crescente desenvolvimento.

Iniciada em 1964, com a colocação de Cr\$ 59 bilhões, atingiu, em 1965, a cifra de Cr\$ 293 bilhões para, em 1966, alcançar o valor de Cr\$ 743 bilhões, crescimento esse que se situa em tórno de 275% ao ano.

A comparação entre a subscrição voluntária e a alternativa de tributos mais a compulsória é analisada com o auxílio do Quadro 50. Verifica-se que, enquanto as voluntárias aumentavam sua participação, no total, de 37% para 63% e 84% nos anos de 1964, 1965 e 1966, respectivamente, as demais caíam de 63% para 37% e 16% nos mesmos anos.

QUADRO 50

COMPOSIÇÃO PERCENTUAL DAS SUBSCRIÇÕES VOLUNTÁRIAS
E ALTERNATIVAS DE TRIBUTOS MAIS COMPULSÓRIAS
1964/66

(Cr\$ bilhão)

SUBSCRIÇÃO	A N O S					
	1964		1965		1966(1)	
	VALOR	%	VALOR	%	VALOR	%
Voluntária.....	22	37	185	63	621	84
Compulsória ou Alternativa de Tributos	37	63	108	37	122	16
TOTAL.....	59	100	293	100	743	100

Fonte: Banco Central.

(1) Dezembro, computado parcialmente. Dados sujeitos a correção.

Uma vez atingida a preponderância da subscrição voluntária, verificou-se que a fase mais difícil havia sido ultrapassada e, daí em diante, com segurança e tranqüilidade, poder-se-ia utilizar a Obrigação do Tesouro não somente para cobertura de caixa do Tesouro como também, para ativar, diretamente, a iniciativa privada, como foi intentado pela Resolução nº 21 do Banco Central da República do Brasil e pelo Fundo de Estabilização de Receita Cambial, ou indiretamente, como foi efetuado através do auxílio financeiro aos Estados e Municípios, que permitiu a realização de novos investimentos e paralelamente saldar compromissos em atraso com empreiteiros e fornecedores.

Essa política, benéfica em todos os sentidos, fêz-se sem aumento dos meios de pagamento, pois coube à Dívida Pública a tarefa de atrair as indispensáveis poupanças no atendimento do objetivo colimado.

Analisado, exclusivamente, do ponto de vista das necessidades de caixa do Tesouro e do cumprimento de resgates e juros, o resultado, no período estudado (1964/1966), teria sido o que o Quadro 51 demonstra.

QUADRO 51
RECURSOS LÍQUIDOS ORIUNDOS DA SUBSCRIÇÃO DE
OBRIGAÇÕES DO TESOUREO NACIONAL

(Unidade Cr\$ bilhão)

DISCRIMINAÇÃO	A N O S					
	1964	1965	1 9 6 6 (1)			
			1.º TRIM.	2.º TRIM.	3.º TRIM.	4.º TRIM. (2)
RECURSOS LÍQUIDOS (I-II).....	59	288	147	285	92	48
I — RECEITA						
1 — Subscrição bruta.....	59	295	148	291	118	186
II — DESPESA.....	—	5	1	6	26	138
2 — Juros.....	—	5	1	6	13	19
3 — Resgate.....	—	—	—	—	13	119

Fonte: Banco Central.

(1) Dados sujeitos a retificações.

(2) Computado parcialmente.

Embora tendam a crescer as responsabilidades do Tesouro com os resgates e juros, é de se esperar, tendo em vista o comportamento da subscrição até agora observado e o retorno para Receita da União das transferências com que o setor privado foi beneficiado, que o próximo exercício se apresente promisso.

Iniciada em fins de 1964, embora fraca (Cr\$ 22 bilhões), experimentou alguma reação em 1965 com Cr\$ 185 bilhões, mas, somente em 1966, com o advento da Resolução nº 21/66, do Banco Central, que se destinava a suprir as empresas com capital de giro menos onerosos, através das Financeiras, foi que o incremento da subscrição se fez substancial. A arrecadação no corrente ano, em consequência, atingiu a importância de Cr\$ 621 bilhões, equivalente a um acréscimo sobre o ano de 1964 de 2.722%.

O grande incentivador do mercado foi, todavia, a própria correção monetária, sendo de se observar que outros estímulos foram sendo introduzidos, tais como taxas de juros mais atraentes, prazos de resgates mais reduzidos e épocas para pagamento de juros mais curtas.

Autarquias federais e sociedades de economia mista passaram a aplicar suas disponibilidades ociosas em Obrigações, uma vez que, além de auferirem juros reais, acobertavam-se contra a desvalorização da moeda.

A fim de atender casos especiais de poupanças a serem investidas a curto prazo, permitiu-se o resgate antecipado ao vencimento, proporcionando, assim, condições para a canalização de novos recursos.

A «correção cambial» foi outra forma de incentivo pela qual se atraiu o investidor acostumado a adquirir dólares, com a finalidade de reserva de valor da moeda. Assim, aquele que subscrivesse Obrigações do Tesouro, teria a segurança de, por ocasião do resgate, receber em cruzeiros a quantia necessária para comprar, ao câmbio do mercado manual do dia, os mesmos dólares que teria adquirido na época em que preferiu investir em Obrigações do Tesouro.

A faculdade de o subscritor poder abater de sua renda bruta até 30% do valor subscrito, reduzindo dessa forma o seu imposto

de renda, foi outra vantagem proporcionada pelas Obrigações do Tesouro.

De outro lado, esta espécie de título público pode ser utilizada como caução, fiança e depósito para recursos pelos valores vigentes à época de sua efetivação.

Analisando o curso das Obrigações do Tesouro nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, que sem dúvida se constituem nos dois melhores indicadores do mercado, pode-se aquilatar o prestígio atual deste título público, o que representa o pleno cumprimento de um dos objetivos da política econômico-financeira, qual seja, o de recuperação e disciplina do crédito público.

XV.2.2 — Situação Monetária e Bancária

a) *Expansão Monetária*

A análise do orçamento federal revela, a partir de 1965, melhoria bastante significativa entre o comportamento das despesas correntes e receitas correntes, demonstrando que aquelas estão sendo plenamente atendidas pela arrecadação do Governo, deixando saldos crescentes para os investimentos.

O *deficit* de Caixa da União, que equivalia, em 1953, a apenas 0,7% do Produto Interno Bruto (PIB), teve essa posição sensivelmente agravada em anos posteriores, até alcançar, entre 1960 e 1963, as proporções crescentes de 3,2%, 3,7%, 5,1% e 5,3%, respectivamente. Assim, em 1963, ano anterior ao da Revolução, o desequilíbrio de caixa do Tesouro Nacional, no montante de Cr\$ 505 bilhões, estava expresso, em relação ao PIB, pela elevada proporção de 5,3%.

Nessas condições, é importante observar que, já no ano de 1964, como resultado das medidas de controle que se impôs, o Governo Federal logrou reduzir aquela participação para cerca de 3,7%, ou seja, a mesma de 1961. Em 1965 e 1966, os *deficits* de caixa apurados, além de nominalmente inferiores ao de 1964, correspondem, em relação ao PIB, a taxas de apenas 1,8% no primeiro caso e a cerca de 1,2% no exercício de 1966, o que

demonstra a perda gradativa de influência das contas federais como fator inflacionário.

A despeito do comportamento favorável da execução financeira, os anos de 1964, 1965 e 1966 foram, ainda, de grande expansão monetária, embora gradativamente atenuada, revelando, no exercício recém-findo, taxas de aumento menos intensas que as dos índices de preços.

O total das emissões de papel-moeda, em números redondos, alcançou as cifras de Cr\$ 595 bilhões em 1964, Cr\$ 690 bilhões em 1965 e Cr\$ 667 bilhões em 1966, correspondendo, em variação percentual, a taxas de expansão da ordem de, respectivamente, 67%, 47% e 31%, contra elevações de 33% em 1960, 52% em 1961, 62% em 1962 e 75% em 1963.

A evolução, nos últimos 5 anos, do saldo do papel-moeda em circulação, ou seja, já deduzida a parcela retida na Caixa das Autoridades Monetárias, é a que se vê no Quadro 52.

QUADRO 52
PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO

(Saldo em Cr\$ bilhões)

DATAS	PAPEL-MOEDA EMITIDO	CAIXA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS	PAPEL-MOEDA EM CIRCULAÇÃO		
			SALDOS EM FINS DE MÊS	VARIÇÕES SOBRE FIM DE ANO	
				Cr\$ bilhões	%
Dezembro					
1962	508,8	31,1	477,7	182,1	61,6
1963	888,8	64,7	821,4	347,7	71,9
1964	1.485,8	95,4	1.369,5	566,9	69,0
1965	2.174,8	101,5	2.073,5	685,2	49,4
1966	2.840,2	(*) 94,0	2.746,2	672,7	32,4

Fonte: Banco Central.
(*) Estimativa

No caso brasileiro, o exame do comportamento dos meios de pagamento, nos últimos anos, tem revelado que, basicamente, as emissões de papel-moeda promovidas pelo Governo têm sido destinadas, em sua quase totalidade, à cobertura dos *deficit* do Tesouro e das Autarquias federais. Em sentido contrário, o saldo negativo

do Balanço de Pagamentos, igualmente comum nos últimos anos, vinha atuando com efeitos deilacionários, amortecendo a pressão altista dos preços internos.

Em 1964, as operações financeiras da União representaram, ainda, impacto inflacionário expressivo, absorvendo recursos da ordem de Cr\$ 748 bilhões. A partir de 1965, porém, inverteram-se inteiramente as posições.

De um lado, o resultado satisfatório da execução financeira do Tesouro Nacional e o crescente financiamento, por v.a não inflacionária do *deficit* de caixa apurado, fizeram com que o desequilíbrio das contas governamentais deixasse de ser a causa primária das emissões de papel-moeda e, portanto, o principal responsável pela inflação. Assim é que, em 1965, as operações financeiras do Tesouro, a despeito do *deficit* registrado de Cr\$ 588 bilhões, refletiram, em relação ao papel-moeda em circulação, pressão líquida de recursos da ordem de apenas Cr\$ 265 bilhões. Com relação a 1966, as apurações disponíveis indicam que o *deficit* de caixa da União foi em grande parte coberto com a colocação das Obrigações do Tesouro, financiamento êsse que atingiu, no exercício, soma líquida superior a Cr\$ 400 bilhões, já deduzida a parcela de Cr\$ 261 bilhões correspondente a operações específicas (Resolução nº 21, do Banco Central, unidades federativas etc.). Considerando-se outras fontes de recursos do Orçamento Monetário, verifica-se que o *deficit* da União não contribuiu, em 1966, para a expansão monetária: até novembro, a posição líquida das operações financeiras do Governo Federal mostra, inclusive, que o Tesouro, nos 11 meses, se apresentou como supridor de recursos às Autoridades Monetárias, em cêrca de Cr\$ 47 bilhões.

Em contraposição, ressalte-se que, a partir de 1965, as operações ligadas ao comércio com o exterior, em face dos resultados positivos verificados no balanço de pagamentos (*superavit* de US\$ 362 milhões em 1965 e US\$ 152 milhões em 1966), assumiram a liderança como fator de pressão inflacionária, uma vez que o Governo se viu obrigado a adquirir o excesso das divisas das exportações sôbre as importações. Conjugado com o financiamento ao café (inclusive compra de excedentes), que deixou saldo líquido

negativo de Cr\$ 46 bilhões, o resultado dessas operações, em 1965, absorveu recursos das Autoridades Monetárias no valor de Cr\$ 1.130 bilhões.

Outro fator que, em 1965, concorreu para o elevado índice de expansão monetária foi o relacionado com a execução da política de preços mínimos, que consumiu recursos da ordem de Cr\$ 250 bilhões no citado exercício.

Quanto ao ano de 1966, embora mantida aquela tendência inflacionária das operações cambiais, é de notar que os seus reflexos se fizeram sentir de forma sensivelmente menos intensa, em virtude da melhor posição em relação ao café, que apresentou, até novembro, saldo líquido favorável de Cr\$ 159 bilhões. As operações ligadas à política de sustentação dos preços mínimos apresentaram, também, pressão líquida substancialmente mais baixa (cêrca de Cr\$ 21 bilhões até novembro), em decorrência, principalmente, da venda de importantes contingentes dos estoques acumulados no ano anterior. Houve, do lado das operações de redesconto ao sistema bancário, expansão bem mais expressiva que a experimentada no ano de 1965: entre janeiro e novembro/66, o saldo geral dessas operações registrou aumento da ordem de Cr\$ 177 bilhões, elevado para Cr\$ 224 bilhões quando se excluem as variações relativas a café e «preços mínimos». O resultado do líquido das operações das Autoridades Monetárias com os bancos comerciais, que deixou saldo positivo de Cr\$ 545 bilhões no período janeiro-novembro/65, passou a exercer, em 1966, ação expansionista, absorvendo recursos líquidos no valor de Cr\$ 151 bilhões, o que decorreu, basicamente, do comportamento dos depósitos compulsórios e voluntários dos bancos junto ao Banco do Brasil (Cr\$ 620 bilhões nos 11 meses de 1965 e apenas Cr\$ 26 bilhões no período correspondente de 1966).

b) Política de Crédito

Os dados estatísticos disponíveis indicam que os empréstimos dos bancos comerciais ao setor privado, até novembro de 1966, registraram incremento de apenas 22,3%, ao passo que as aplicações do Banco do Brasil aumentaram em cêrca de 48%. No

conjunto, ocorreu expansão de crédito do sistema bancário ao setor privado no equivalente a 29,6% sobre o saldo de 31-12-65.

Em números absolutos, o aumento global dos empréstimos foi da ordem de Cr\$ 1.638 bilhões, sendo Cr\$ 759 bilhões pelo Banco do Brasil e Cr\$ 879 bilhões pelos bancos comerciais. Dêsse total, cerca de Cr\$ 594 bilhões correspondem a aplicações na lavoura e pecuária, representando expansão de 45% sobre o saldo de 31-12-65. A assistência à indústria foi de Cr\$ 581 bilhões (aumento de 25%), cabendo Cr\$ 281,9 bilhões ao comércio (19%) e Cr\$ 181 bilhões a outras atividades.

Confrontado com a posição de fim de ano em 1965, o total do crédito ao setor privado, em termos reais, apresenta ligeiro decréscimo com base na evolução dos 11 meses de 1966. Esse fato decorre, em parte, do próprio comportamento verificado no exercício anterior, quando ocorreu expansão particularmente elevada de crédito, impondo redução em 1966. Considerando-se o comportamento nos três exercícios — 1964, 1965 e 1966 — observa-se que o saldo de novembro/66, relativo às operações de empréstimo do sistema bancário ao setor privado, apresenta, *em termos reais*, melhoria sobre a posição de 31-12-63. (28)

Os depósitos bancários, contrariamente ao que ocorreu em 1964 e 1965, apresentaram expansão bastante moderada no decorrer do período; janeiro-novembro/66. Em relação ao Banco do Brasil, os depósitos do público ampliaram-se em cerca de 40%, contra 85% no período correspondente de 1965 e 142% em 1964. No que se refere aos bancos comerciais, o aumento total dos depósitos, nos 11 meses de 1966, não foi além de 8%, sendo que apenas 2% nos depósitos à vista.

Destaque-se, em relação ao sistema bancário, a mudança de comportamento observada, em 1966, quanto aos depósitos a prazo, como primeiro resultado das medidas governamentais no sentido de estimular a formação dêsse tipo de poupança. Assim é que o saldo global dêsses depósitos, entre dezembro de 1965 e novembro de 1966, evoluiu de Cr\$ 247 bilhões para Cr\$ 635 bilhões, ou seja, um crescimento da ordem de 157% no período.

(28) Tomando-se o índice de preços por atacado como deflator.

XV.3 — Premissas Básicas para uma Política Monetária de Combate à Inflação

Embora ainda não se disponha de dados suficientes para uma visão definitiva dos erros e acertos da execução do Plano de Ação Econômica do Governo, é indiscutível que a situação econômica atual é bem melhor do que aquela de 1963, mas está aquém da prevista pelo PAEG, particularmente no tocante ao combate à inflação.

De fato, a estabilização monetária recebeu grande apoio na rigorosa limitação dos aumentos salariais, nos aumentos dos impostos e taxas, nas economias dos gastos públicos. Por outro lado contudo, alguns objetivos, de caráter mais amplo, prejudicaram de alguma forma, o sucesso da política desinflacionista. Foi o caso do reajuste dos aluguéis, dos aumentos das taxas do serviço público em bases mais realistas, da diminuição dos subsídios na importação de petróleo, do trigo e do papel de imprensa, da manutenção de preços mínimos para o produtor agrícola, da consecução de um programa de investimentos públicos e de uma política econômica internacional mais equilibrada, etc.

A legislação que estabeleceu o Banco Central em dezembro de 1964, nos pôs num caminho auspicioso para a criação de um sistema efetivo de controle monetário. E é possível, com base na experiência desses três últimos anos, sobretudo, aprender algumas lições para o futuro.

Podemos identificar aquilo que chamariamos de os empecilhos mais sérios ao êxito de uma política de estabilização com desenvolvimento, considerando que:

- 1º) a inflação vem sendo gradualmente contida;
- 2º) o desenvolvimento econômico ainda não foi retomado plenamente;
- 3º) o Governo continua em sua política de contenção do *deficit* de caixa do Tesouro, de execução da política salarial pelo critério da média, e de parcimônia e de limitação dos empréstimos ao setor privado.

Tais empecilhos, que já vêm recebendo cuidadosa atuação das Autoridades, podem ser identificados em termos de:

1º) evitar política monetária espasmódica, isto é, contenção e expansão do crédito ao setor privado;

2º) evitar redistribuição brusca de liquidez, isto é, o deslocamento de recursos de um setor para o outro;

3º) evitar uma carga predominante sobre os empréstimos ao setor privado;

4º) evitar a repressão ao preço, em particular de gêneros alimentícios, pela herança inflacionária que provoca;

5º) evitar a pressão inflacionária do setor externo;

6º) manter a seriedade do setor governamental no que diz respeito aos gastos públicos;

7º) manutenção do espírito de aprimoramento do aparelho de arrecadação tributária;

8º) manutenção da política de preços realistas referentes a taxas de câmbio, tarifas dos serviços públicos, tarifas de transportes etc.

A consideração de tais problemas leva a sugestões no sentido de preservar uma política monetária de combate à inflação compatível com o desenvolvimento:

1º) manter sob controle as despesas do Governo, aliviando a carga sobre o setor privado, evitando-se gastos supérfluos ou adiáveis e que não contribuam eficazmente para o desenvolvimento;

2º) melhorar os métodos de arrecadação pelo combate intenso à sonegação e, simultaneamente, simplificar e aliviar a carga tributária, incentivando especialmente a formação de poupanças;

3º) melhorar os métodos de previsão e elaboração orçamentária de modo a dar maior continuidade aos programas de investimentos públicos e a transformar o Governo em pagador pontual dos seus compromissos;

4º) manter o prestígio da dívida pública já conseguido com o lançamento das Obrigações Reajustáveis;

5º) metodizar a política monetária, submetendo-se aos controles de expansão necessários à continuidade do combate à inflação, mas eliminando o periódico aparecimento das crises de liquidez, com base em:

a) programação da concessão do crédito ao Setor Privado, inclusive por ramos de atividade, compatível com um programa de desinflação e desenvolvimento, alicerçado no fortalecimento da iniciativa privada;

b) execução da política programada de forma a evitar movimentos contínuos de contenção e expansão do crédito;

c) orientação da demanda por empréstimos através de medidas que visem limitar a capacidade de endividamento das empresas a padrões considerados razoáveis. Esta orientação será parcialmente atendida com a diminuição do uso da duplicata e a motivação ao Sistema Bancário para que conceda crédito às empresas baseado em sua tradição e exame de suas atividades, ao invés de simples desconto de papéis representativos de venda;

6º) condicionar a política de comércio exterior à limitação das pressões inflacionárias;

7º) melhorar a participação do setor privado nos fluxos monetários e igualar as oportunidades de acesso efetivo ao crédito para empresas nacionais e estrangeiras, e flexibilizar os mecanismos do mercado de capitais, dando-lhes maior estabilidade institucional de modo a promover a melhor circulação da liquidez e da poupança;

8º) conduzir com sensibilidade a política monetária e fiscal, de modo a evitar o aparecimento de focos de inflação de origem setorial ou redistributiva;

9º) manter amplo sistema de diálogo e de informações estatísticas atualizadas de modo a assegurar a pronta resposta da política econômica às necessidades de conjuntura;

10º) adotar a política da verdade dos preços, sem subsídios e sem medidas artificiais de contenção;

11º) aperfeiçoar a política do abastecimento, com a regularização dos incentivos à agricultura, com a melhoria das condições de

armazenagem e transportes, com a adequada manipulação dos estoques reguladores e com a redução dos custos de comercialização;

12º) condicionar a política salarial e as medidas de distribuição de renda ao combate à inflação de custo, mas garantir a participação de todos os grupos sociais nos benefícios do desenvolvimento econômico.

XVI. Os Fundamentos Básicos da Política Monetária (29)

XVI.1 — Introdução

Acabamos de analisar a experiência recente de combate à inflação. Este capítulo tem o objetivo de encaminhar algumas sugestões a serem apreciadas quando da consideração dos problemas inerentes à política monetária no contexto do plano decenal (30)

Tais sugestões visam a contribuir para que a política monetária a ser observada no próximo decênio possa apresentar resultados superiores aos obtidos no que se finda, uma vez que elas, se adotadas, promoverão uma aceleração rápida nas mudanças, iniciadas com a criação do Banco Central, dos padrões segundo os quais a política monetária tem sido conduzida no Brasil.

Procurou-se discutir dois problemas distintos, ainda que interligados, da política monetária no próximo decênio:

1º) o problema da fase de transição, durante o qual continuará a haver queda da taxa de inflação até níveis de relativa estabilidade monetária;

2º) os problemas mais permanentes da política monetária, cuja solução, ainda que iniciada durante a fase de transição, somente será obtida durante a fase de normalidade que se seguir.

(29) Contribuição do Departamento Econômico do Banco Central.

(30) Os problemas específicos relativos à política de crédito ao setor privado já foram tratados na Parte III.

Para situar com suficiente clareza os problemas de política monetária dentro dos problemas gerais de política econômica, procuramos inicialmente expor a natureza das opções básicas que consistem nos problemas de política econômica e apresentar um modelo simples do mecanismo econômico, para, em torno dele, desenvolver nossa argumentação.

Feito isso, propomos e justificamos uma orientação da política monetária durante a fase de transição. Sugerimos, em seguida, um programa de reorganização do mecanismo de execução e formulação da política monetária, cuja adoção parece-nos condição necessária a uma elevação permanente dos padrões da política monetária no Brasil.

Apresentamos, por fim, alguns critérios gerais de ação a serem observados para atingir certos objetivos geralmente aceitos como próprios dessa área da política econômica.

XVI.2 — Os Objetivos da Política Econômica do Governo

Os alvos «globais» da política econômica do Governo são de dois tipos:

1º) Os do primeiro tipo dizem respeito ao *emprego* dos estoques de recursos reais (estoque de trabalho, de recursos naturais e de bens de capital) existentes em uma determinada data, para obter o *produto nacional* máximo compatível com esta disponibilidade de recursos;

2º) Os do segundo tratam dos *usos* do produto nacional entre:

- a) uso para consumo corrente
- b) uso para crescer e aperfeiçoar o estoque de recursos reais de modo que essa política promova uma trajetória temporal destes recursos, da qual resulte uma trajetória correspondente do consumo *per capita* julgada socialmente conveniente.

Numa economia aberta, é também objetivo da política econômica do Governo, aplicar parte do produto nacional na aquisição de «créditos em moeda estrangeira», para atender às necessidades rotineiras do comércio internacional e para criar uma «posição

defensiva» a ser utilizada para atender aos casos de reduções das receitas de exportação. A determinação da trajetória desejada desses créditos em moeda estrangeira é outro problema da política econômica.

Mencionados estes objetivos «globais» da política econômica, cumpre indicar a existência de outros objetivos «setoriais», não menos importantes.

Estes objetivos «setoriais» são de dois tipos. Os do primeiro tipo são os concernentes à distribuição dos recursos reais referidos existentes em uma data:

a) entre as diferentes atividades econômicas que compõem o setor privado, para que dessa distribuição resulte uma composição «desejada» dos bens privados produzidos pela comunidade, em cada período de tempo;

b) entre o setor público e o setor privado, para que dessa distribuição resulte igualmente a relação desejada entre bens públicos (saúde, educação, serviços públicos etc.) e bens privados produzidos em cada período de tempo.

c) com relação ao estoque de recursos naturais e ao estoque de bens de capital propriamente dito, sua distribuição sob a forma de «propriedade» entre os diferentes indivíduos que compõem a comunidade.

Os objetivos «setoriais» do segundo tipo dizem respeito à distribuição da renda social produzida em cada período de tempo entre os diferentes indivíduos, com desvios programados em relação à distribuição que resulta da sua «propriedade» sobre os recursos reais existentes.

XVI.3 — A Classificação dos Instrumentos de Política Econômica

O Governo Federal utiliza inúmeros instrumentos de política econômica para atingir os objetivos anteriormente citados. Esses instrumentos podem ser classificados nos seguintes grandes grupos:

1.º) O Governo taxa os rendimentos obtidos pelos «proprietários» dos recursos ou taxa diretamente os recursos, independente dos rendimentos por êle porventura gerados.

2º) o Govêrno compra mercadorias componentes do estoque de bens de capital e do estoque de recursos naturais. Esta compra realiza-se sob três condições diferentes:

a) o Govêrno decide-se a dispendir uma determinada importância na compra, variando a quantidade comprada de acôrdo com o preço;

b) o Govêrno fixa o preço da mercadoria a comprar e compra tôda a quantidade que lhe desejam vender àquele preço:

c) o Govêrno decide-se a comprar uma determinada quantidade, realizando a compra ao preço mínimo ao qual a mercadoria lhe é oferecida.

3º) o Govêrno aluga parte do estoque de bens de capital e de recursos naturais de propriedade dos indivíduos componentes do setor privado, assim como aluga ao setor privado parte do estoque de bens de capital e de recursos naturais de sua propriedade.

4º) o Govêrno aluga «capacidade de compra» do setor privado e de residentes no exterior pela emissão de dividas, bem como aluga a residentes no pais e no exterior «capacidade de compra» pela concessão de empréstimos e retenção de créditos contra êsses residentes.

5º) o Govêrno fixa o preço a vigorar em certos mercados, ainda que não tenha planos de comprar ou vender nenhuma quantidade da mercadoria nêles transacionados. Êste contrôle de preços é impôsto, em certas ocasiões, sôbre certos produtos alimentícios de origem do setor agrícola. Nesta área, inclue-se, também, o contrôle de preços de serviços cuja venda por um período de tempo é contratada prèviamente, como ocorre no mercado de trabalho.

6º) o Govêrno fixa as taxas de aluguel de certos estoques de bens de capital ou de recursos naturais. Isto ocorre principalmente quanto ao contrôle de aluguéis no setor urbano.

7º) o Govêrno fixa as taxas de aluguel de «capacidade de compra» (débitos e créditos), não só de suas próprias operações, como das realizadas entre os componentes do setor privado, não

só de forma direta (leis de usura), como também através dos intermediários financeiros (contrôle de taxas de juros de empréstimos, de depósitos, etc.).

8º) o Governo na sua capacidade regulatória de certas indústrias, limita o número de firmas que as compõem, controla a localização e número de sucursais etc. Este controle é principalmente importante na indústria bancária.

XVI. 4 — Discussão de Alguns Problemas de Política Monetária “Global”

O modelo apresentado em anexo pode ser utilizado como um mecanismo de organização de nosso pensamento sobre assuntos monetários, uma vez que as hipóteses nêle incorporadas são reconhecidamente ultrasimplificadas. Tomando-o como base, contudo, é possível obter alguma orientação na apreciação das conseqüências de admitir hipóteses mais complexas e mais realistas, a serem consideradas na formulação concreta da política monetária para os próximos dez anos. Esta apresenta dois tipos de problemas distintos, cuja interpretação e encaminhamento de solução podem ser melhor feitos com uso do aparato analítico exposto.

O primeiro tipo de problema é o da fase de transição e diz respeito à adaptação dos mercados em que se processa o arrendamento «direto» de haveres reais (mercado de arrendamento de imóveis residenciais, industriais e comerciais, urbanos e rurais, e outros tipos de bens de capital) ou do arrendamento «indireto» desses haveres (ou seja, do arrendamento dos «fundos de capital»), de uma fase altamente inflacionária que caracterizou grande parte do decênio ora findante para uma fase de relativa estabilidade monetária.

O segundo tipo de problema diz respeito à administração dos instrumentos de política econômica citados para tornar permanente o ajustamento que tiver sido realizado na fase de transição na estrutura dos mercados de arrendamento, de modo a aumentar a sua perfeição, e na estrutura institucional de formulação e execução da política monetária, para controlar efetivamente o crescimento da «dívida pública» do Governo Federal.

XVI.4.1 — O primeiro tipo de problema: a fase de transição

Impõe-se, inicialmente, expor a razão da necessidade de tratar dos problemas de uma fase de transição em um documento que se propõe a encaminhar algumas sugestões sobre certos aspectos fundamentais da política monetária no próximo decênio. A importância do assunto resulta de que, caso não haja uma estratégia adequada para resolver esses problemas da fase de transição, nunca será possível utilizar as demais sugestões para a condução da política num período largo para obtenção de relativa estabilidade de preços.

A política monetária da fase de transição apresenta muitos problemas especiais e na sua formulação necessário se faz trabalhar com base em certas previsões sobre o comportamento dos principais agentes econômicos nesta fase de transição, ou seja, indicar como eles, partindo do seu equilíbrio atual e típico de fases inflacionárias, ajustar-se-ão às novas condições.

Os controles impostos sobre as taxas de arrendamento durante todo o período inflacionário fez com que os agentes econômicos adaptassem seu comportamento e a sua estrutura de custos e receitas às condições prevalentes, tornando necessário readaptações às condições de menor expansão de preços e, como consequência, menores taxas e arrendamentos.

Com efeito, a fixação arbitrária das taxas de arrendamento de imóveis promoveu utilização ineficiente do estoque de imóveis existente em cada data do decênio que ora se encerra, e alterou profundamente a estrutura do crescimento deste estoque.

Também a fixação da taxa de arrendamento de fundos de capital, principalmente do arrendamento de fundos de capital por bancos comerciais e outros intermediários financeiros, trouxe consequências igualmente sérias sobre o uso eficiente destes fundos e estimulou elevação violenta dos custos de captação desses fundos por parte dos intermediários financeiros, fazendo com que eles, para manter seu equilíbrio financeiro, exijam taxas de arrendamento tão elevadas sobre os fundos que alugam que somente podem ser satisfeitas pelos alugadores, caso eles continuem a

manter expectativas de elevadas taxas de expansão dos preços das mercadorias.

Com efeito, a limitação da taxa de juros de depósitos em período de rápida expansão das taxas de juros no mercado não institucionalizado de fundos de capital fêz com que os bancos tivessem de competir por depósitos através de outras dimensões do contrato de arrendamento, principalmente por melhores serviços bancários e distribuição mais ampla de agências bancárias. As elevadas taxas de juros às quais emprestam os fundos de capital por eles alugados cobrem atualmente com vantagens os custos de captação de depósitos.

Um dos efeitos indiretos e mais potentes de uma política antiinflacionária é a redução da demanda de empréstimos, ou seja, a redução da demanda de fundos de capital por parte dos arrendatários, tendo em vista suas expectativas a respeito da rentabilidade dos fundos de capital. Caindo esta demanda, o mercado tenderá para uma nova situação de equilíbrio, com taxas de arrendamento mais baixas que as anteriormente prevalecentes.

O ajustamento dos arrendadores de fundos de capital a alterações na demanda não é infelizmente nem perfeito nem instantâneo. Em mercados competitivos, isentos de incerteza e com adaptações imediatas de expectativas (hipóteses dificilmente aplicáveis a mercados de arrendamento e, em especial, de arrendamento de fundos de capital) com oferta fixa (como são os mercados de estoques), variações na demanda são acompanhadas de adaptações imediatas dos ofertantes. Caso o mercado de arrendamento de fundos de capital operasse sob tais condições, mudanças nas expectativas dos arrendatários sobre a rentabilidade dos fundos arrendados faria com que eles cancelassem os contratos previamente firmados e buscassem, no mercado, alugar novamente novos fundos a taxas de arrendamento mais baixas. Um movimento generalizado deste tipo faria cair imediatamente a taxa de arrendamento, sem redução no montante arrendado, uma vez que os arrendadores não veriam vantagem em reter em seu poder fundos de capital.

Os ajustamentos nos mercados de fundos de capital processam-se, contudo, geralmente de forma diferente. Normalmente,

os arrendadores preferem manter seus preços de ofertas inalterados por algum tempo, ou porque esperam que a redução da demanda seja temporária ou porque temem os riscos maiores que crêem derivar da redução da demanda. Tal comportamento explica a elevação da liquidez dos bancos em épocas em que redução na demanda de fundos, bem como elevação da demanda de moeda sob a forma de depósitos (como ocorreu no primeiro semestre de 1965) ou não, por parte dos arrendadores finais.

Por outro lado, os arrendatários, impossibilitados de obter fundos alternativos a taxas mais baixas, ou reduzem a escala de suas operações (causando queda de preços e/ou do emprêgo) ou, se movidos por expectativas semelhantes de temporariedade do fenômeno que os levou a rever suas expectativas, aceitam renovar temporariamente seus contratos de arrendamentos a taxas de juros mais elevadas.

É patente a delicadeza da administração monetária nesta fase de transição. Ela deve dosar a oferta de liquidez final para, simultaneamente, forçar a baixa da taxa de juro para nível compatível com as expectativas dos arrendatários a sustentar um volume de empréstimos (através dos intermediários financeiros e diretamente entre as unidades econômicas não-financeiras) capaz de evitar redução do nível da atividade econômica.

Estabelecer esta regra de ação é, obviamente, mais fácil do que indicar critérios operacionais de ação. Dificuldades várias surgem na implementação de uma tal política. A primeira é a dificuldade de determinar a data oportuna de reversão de certas medidas: tão cedo os arrendadores aceitem taxas de juros mais baixas como «normal», eles reduzirão sua liquidez. Ocorrendo isso, cabe à Autoridade Monetária retirar a liquidez adicional criada, para evitar expansão violenta dos empréstimos e, daí, a renovação das expectativas inflacionárias dos arrendatários finais. A segunda é a dificuldade de um reconhecimento amplo de que, na época inflacionária que antecedeu àquela em que está sendo tentada a estabilização, não somente foram afetadas expectativas como também a estrutura da produção e a viabilidade econômica e financeira de muitas empresas, cuja adaptação se impõe como condição da estabilidade. Tal observação se aplica, em especial

a muitas firmas componentes da «indústria financeira». A terceira dificuldade é a encontrada pelas Autoridades Monetárias em fazer os intermediários financeiros em geral e o público a baixar as taxas de juros de empréstimos e a manter inalterada sua oferta de empréstimos, por ocasião de quedas da demanda de empréstimos.

Para enfrentar com sucesso esses problemas da fase de transição, deve o Governo armar-se de boa interpretação das dificuldades a enfrentar, ter ânimo de prosseguir inflexivelmente no curso escolhido para realizar adaptações imprescindíveis na estrutura financeira do setor privado e, por fim, colocar em equilíbrio sua própria vida financeira, tanto do Tesouro Nacional propriamente dito, como das Autarquias e dos bancos oficiais sob seu controle.

Preenchidas estas condições, é importante, uma vez tenha sido formalizada a interpretação dos problemas da fase de transição, escolher o instrumento de política monetária capaz de vencer a terceira dificuldade referida, para que a política possa avançar nos seus estágios posteriores. Nunca é demais insistir na importância desta dificuldade e nas conseqüências que traz para a viabilidade de um plano de estabilização a incapacidade de vencê-la. É possível que os intermediários financeiros, movidos pelas expectativas citadas, evitem abastecer sua caixa tomando emprestado do Banco Central, ainda que a taxa de redesconto caia a níveis muito baixos, e prefiram, ao contrário, aumentar a caixa com redução do saldo de seus empréstimos, mantendo elevadas suas taxas de juros de empréstimos.

A política de estabilização corre imenso risco de falência caso o Governo decida esperar que o próprio tempo «ensine» aos intermediários financeiros e outros emprestadores que são infundadas suas expectativas e que, portanto, melhor serviria seus interesses alterar seu comportamento. Com efeito, um «período de calma» desse gênero no mercado de fundos de capitais faz nascer resistências que cedo tornam politicamente inviável prosseguir no programa de estabilização. Ao se reduzir a oferta de empréstimos surge, como conseqüência, tendência à queda dos preços dos bens de capital e, com rigidez de salários ou lentidão de seu ajustamento, desemprego e crise econômica. Tal crise exerce pressão no sentido de modificação da política ou, mesmo, de substituição dos respon-

sáveis diretos por sua execução. Pode também ocorrer que os próprios responsáveis pela política, impressionados com a gravidade do fenômeno, decidam êles próprios alterar a política, expandindo o crédito oficial, realizando obras públicas adicionais ou prorrogando o pagamento de impostos, fazendo renascer as expectativas inflacionárias por parte dos arrendatários de fundos de capital.

Das discussões sobre este assunto parece resultar a opinião predominante de que a crise a que nos referimos é inevitável e que, portanto, o mérito dos responsáveis por uma política de estabilização está na capacidade de resistir às pressões para alterá-la. Perde-se de vista, contudo, o fato fundamental de que a «calmaria» que antecede à crise é fenômeno que pode ser evitado caso sejam adotadas outras técnicas de política econômica para resolver o problema em foco.

Entre essas técnicas, uma se sobressai pela sua propriedade para lidar com uma situação como a comentada: o controle «direto» da taxa de juros e dos empréstimos dos intermediários financeiros privados. Um pouco de reflexão nos leva à conclusão de que este é, entre os instrumentos de política monetária listados no item XVI.3 deste trabalho, o que apresenta melhores possibilidades de resolver os problemas de uma fase de transição como a comentada.

Uma vez tenha estabelecido o Governo, através do controle de suas operações fiscais e dos bancos oficiais, um programa monetário rigoroso e limitativo da expansão da sua dívida pública à vista, deve ele baixar, por diretiva do Conselho Monetário, a taxa de juro efetivo de empréstimo dos intermediários financeiros a nível aproximado ao do produto marginal do capital ao nível de pleno emprego e fixar valores definidos (e não «tetos» ou «chãos») das suas operações ativas. Com isso, evitará possível redução drástica da oferta de empréstimos e estabelecerá o equilíbrio da oferta e procura de empréstimos a um nível de taxa de juros mais baixa e sem grande impacto sobre o nível de preços do estoque de bens de capital.

A muitos parecerá ser prenhe de iniquidade uma orientação deste tipo, pelo fato de forçar os intermediários financeiros a emprestar à taxa de juro possivelmente superior ao custo de captação de seus recursos. Admitido como verdadeiro o fato de

que o custo médio de captação de fundos de capital é superior, caso esta caia a um nível em torno de 12%, à receita média de juros — como o confirma um levantamento dos resultados financeiros no último decênio de uma amostra de bancos representativa de 60% do total do movimento bancário — é inevitável tal ajustamento dos intermediários financeiros, caso se tenha optado realmente por uma política de redução substancial da taxa de inflação. Isso porque, tomada esta decisão, a redução de taxa de juro é inexorável, ocorra ela por determinação direta do Governo ou pelo ajustamento normal do mercado, após passar a «calmaria» destruidora a que nos referimos.

Medidas paralelas devem ser tomadas para facilitar o ajustamento ordenado dos intermediários financeiros. Primeiro, impõe-se a instituição de um sistema de «seguro de depósito», ainda que imperfeito e transitório, capaz de manter a confiança do público no sistema financeiro. Cabe, ademais, compensar em parte os bancos pela redução da receita de juros e comissões de aplicações que resultará da limitação da taxa de juros efetiva de empréstimos. Uma vez que os depósitos compulsórios dos bancos nas Autoridades Monetárias montam, atualmente, a cerca de 1 trilhão de cruzeiros, é possível, pela substituição integral desses depósitos por títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central a taxas de juros remuneradoras, prover receitas adicionais volumosas aos intermediários financeiros. Por outro lado, os créditos por redescontos, refinanciamentos e de outra origem do Banco Central contra os intermediários financeiros montam atualmente a cerca de 850 bilhões de cruzeiros. Uma redução substancial da taxa de redescontos e de juros e comissões de repasses aliviaria nesta fase de transição a situação dos intermediários financeiros, ao mesmo tempo que medidas de longo alcance seriam adotadas para adaptar permanentemente sua estrutura de receitas e custos às condições de relativa estabilidade monetária.

São inegáveis as dificuldades de administrar um tão amplo e complexo mecanismo de controle. Este trabalho é, parece-nos, o custo inevitável a pagar para conduzir o sistema financeiro por esta fase de transição, evitando que sua paralisação ponha em risco o programa de estabilização empreendido. Deve nos consolar

o fato de não se divisar nenhum outro instrumento alternativo de política que apresente probabilidades maiores de sucesso.

XVI.4.2 — O segundo tipo de problema: a política monetária a longo prazo

Cabe discutir, agora,

1º) as modificações que cumpre introduzir no mecanismo de formulação e execução da política monetária para melhorar:

a) o conhecimento do mecanismo econômico sôbre o qual se exerce o impacto da política monetária;

b) a coordenação das informações disponíveis isoladamente sôbre fatos vários relevantes para a formulação da política e

c) a coordenação das decisões sôbre assuntos parciais, fazendo uso mais racional dos instrumentos de política disponíveis;

2º) os critérios a serem estabelecidos para orientar os diferentes tipos de decisões cujo conjunto consiste na política monetária a prazo largo.

XVI.4.2.1 — Os tipos de decisões das autoridades monetárias

A política monetária do Governô se desdobra em seis áreas distintas:

1º) levantamento de recursos em moeda nacional em volume e na composição adequadas necessários ao financiamento do Setor Governamental Federal, no qual se incluem os Ministérios que compõem o núcleo central dêste Setor, como também as autarquias e sociedades de economia mista, inclusive e principalmente aquêles que consistem nos grandes bancos estatais, como Banco Central, Banco do Brasil, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, etc. Nesta área, cabe à política monetária procurar uma combinação «ótima» de três objetivos distintos:

a) tornar mínimo o custo dos recursos financeiros levantados;

b) procurar, conciliando o objetivo acima mencionado, escolher a combinação dos recursos (papel-moeda, Letras do Tesouro,

outros títulos da dívida pública) que tenha o impacto «expansionista» sobre a demanda total de bens reputado necessário em cada situação específica;

c) tomar em consideração como a composição das «aplicações líquidas» e da dívida pública do Governo Federal afeta o ritmo de expansão do estoque de bens de capital em poder ou de propriedade tanto do Governo Federal quanto do Setor Privado;

2º) disciplinar o levantamento dos recursos em moeda estrangeira pelo País, seja pelas próprias Autoridades Monetárias e o restante do setor governamental, seja pelo setor privado, bem como aplicar racionalmente as reservas cambiais do País. Nesta área, é função da política monetária:

a) tornar mínimo o custo dos recursos levantados e máxima a receita de juros derivada da aplicação das reservas internacionais do País;

b) procurar atingir o objetivo acima mencionado sem, contudo, deixar de programar a estrutura temporal da dívida e de manter reservas prontamente líquidas para evitar que flutuações nas receitas de exportações obriguem o País a contrair as importações, com prejuízo da produção industrial, do emprego ou da estabilidade do consumo, ou induzam os particulares a, como precaução, manter estoques excessivos de mercadorias importadas para evitar as conseqüências acima mencionadas;

3º) preparar-se para, a qualquer tempo, satisfazer a quaisquer flutuações na demanda de haveres líquidos de emissão do setor governamental (como as reservas bancárias mantidas sob a forma de depósitos à vista nas Autoridades Monetárias e papel-moeda retido tanto pelos Bancos Comerciais, como pelo público em geral), para evitar que flutuações na demanda daqueles haveres gere flutuações correspondentes, em sentido oposto, na demanda de bens de capital, nos seus preços ou no volume do emprego. Nesta área, cabe à política monetária:

a) manter um estoque amplo de papel-moeda capaz de ser, a qualquer tempo, colocado em circulação para atender a um aumento abrupto da sua demanda.

b) instituir um sistema de acesso dos bancos comerciais aos recursos do Banco Central que, atendendo o objetivo básico de permitir-lhes fazer face a retiradas «anormais» de depósitos sem obrigá-los a contrair correspondentemente o saldo dos seus empréstimos ao público, seja capaz de distinguir situações de retiradas «anormais» de depósitos da rede bancária em geral ou de bancos individuais, a fim de não favorecer bancos que sigam uma política financeira pouco previdente, discriminando, portanto, contra bancos que conduzam uma política cautelosa de «reservas bancárias adequadas», suportando, para isso, um «custo» em termos de redução da taxa de lucro que auferem da manipulação de cada cruzeiro de depósito;

c) desenvolver um mercado monetário a curto prazo amplo e eficiente;

4º) preparar-se para satisfazer, a qualquer tempo, as flutuações na demanda de moeda estrangeira ou na demanda de mercadorias de comércio exterior (importáveis ou exportáveis), a fim de impedir que estas flutuações na demanda gerem flutuações correspondentes na taxa de câmbio, nos preços das mercadorias de comércio exterior e flutuações na produção, nos investimentos e no emprêgo; nesta área, cabe à política monetária:

a) manter um saldo adequado de moedas estrangeiras capaz de satisfazer êsses objetivos;

b) manter «linhas de crédito» abertas e prontamente utilizáveis capaz de satisfazer àqueles objetivos;

c) instituir um eficiente mercado cambial;

5º) estar apta a instituir, após considerar a alternativa de utilizar os «contrôles no mercado» mencionados nos itens 3 e 4 acima, controle direto sobre as operações de crédito e as operações de câmbio, para evitar as conseqüências mencionadas;

6º) exercer fiscalização sobre os mercados financeiros internos e o acesso de residentes no País a mercados financeiros externos, para aumentar sua perfeição, permitindo mais amplo acesso ao crédito por firmas pequenas e médias, evitar burlas no cumprimento dos contratos firmados nesta área, através do controle social da indústria bancária e demais intermediários financeiros.

XVI.4.2.2 — O impacto do conjunto de decisões sôbre a Política econômica

O modelo já exposto pode ser usado para mostrar como as decisões das Autoridades Monetárias acima citadas afetam o funcionamento do sistema econômico.

Com efeito, é possível observar que essas decisões se corretamente tomadas:

a) compensam ou evitam variações nos coeficientes de comportamento financeiro anteriormente referidos (inclusive os vinculados à demanda de haveres em moeda estrangeira, como pode ser mostrado por um desenvolvimento do modelo exposto), reduzindo flutuações no «preço de oferta do capital», nos preços dos bens de capital e, possivelmente, no nível do emprêgo e da produção;

b) contribuem para melhorar a eqüidade na distribuição da carga fiscal, por diminuir a parcela dos impostos negativos, e geralmente regressivos, que são os juros da dívida pública;

c) se coordenadas corretamente por medidas de política fiscal e salarial, podem acelerar o crescimento do estoque de bens de capital em poder do setor privado mantendo relativa estabilidade de preços;

d) podem contribuir para uma melhor distribuição do estoque de bens de capital entre os diferentes setores econômicos;

e) podem aumentar diretamente o produto disponível pela Nação ao reduzir o montante da renda paga ao exterior sob a forma de juro da dívida externa;

f) podem aumentar o estoque de bens de capital no País, tanto por reduzir os incentivos a que nacionais mantenham parte de sua riqueza em investimentos em moeda estrangeira com baixa produtividade social, como incentivar estrangeiros a manterem uma proporção mais elevada de sua riqueza investida no País a uma «taxa requerida de rentabilidade» dos fundos ívestidos mais baixa;

g) reduzindo distorções nos contratos de arrendamentos dos fundos de capital através do mercado de capitais, aumentam a

equidade do sistema econômico nacional, contribuem para melhorar a distribuição do estoque de bens de capital entre os diferentes setores econômicos e, dessa forma, para a obtenção de um volume maior de produção.

XVI.4.2.3 — Condições necessárias para a eficiência das decisões

As decisões que consistem na política monetária são o produto elaborado de um complexo mecanismo político-burocrático cujas diferentes partes desempenham funções distintas na elaboração do produto final.

Um mecanismo eficiente dedicado a este trabalho deve ser dotado de submecanismos que desempenhem com eficiência as funções de:

1º) captador de informações indicativas das flutuações que estão ocorrendo nos coeficientes de comportamento financeiro a estabilizar, capaz de transmitir essas informações em prazo curto aos centros de decisões intermediárias e finais para efeito de interpretação e ação;

2º) coordenador das informações múltiplas obtidas pelo submecanismo captador de informação, a fim de definir tendências amplas no mercado de fundos de capital e no mercado de bens de capital e de trabalho e de indicar a necessidade de ação;

3º) coordenador das decisões que consistem na política monetária com as decisões que consistem na política fiscal convencional e não-convencional do Governo, para evitar que dêste resulte crescimento «inadequado» da dívida pública do Governo ou, como visto pelo modelo, nível de impostos que reduza excessivamente a poupança real privada;

4º) executor das decisões tomadas com capacidade de exercer igualmente, na sua respectiva área de assuntos ou área geográfica, as funções de captador de informações.

XVI.4.2.4 — As características do mecanismo atual

O mecanismo político-burocrático que consiste no governo federal produz decisões que podem ser classificadas em dois grandes grupos: 1º) decisões rotineiras e 2º) decisões de programação de alteração e expansão das atividades de cada órgão da administração e da administração pública como um todo.

As decisões rotineiras, tomadas em geral pelos altos funcionários e ratificadas pelos Ministros e Diretoria de Bancos Estatais, dizem respeito a:

1º) administração da construção de novos bens de capital no setor governamental (investimentos públicos) ou administração de empréstimos governamentais destinados à aquisição pelo setor privado de novos bens de capital;

2º) administração do estoque de bens de capital existente e da mão-de-obra contratada para operá-lo para prestar serviços públicos ao setor privado ou serviços bancários aos outros subsectores do setor governamental ou ao setor privado;

3º) a administração do controle das atividades do setor privado, velando pela observância de leis, regulamentos etc.

4º) administração da dívida pública existente (débito para fornecedores e funcionários, letras e obrigações do Tesouro, depósitos do público etc.) de responsabilidade do órgão ou dos créditos do órgão contra o setor privado.

A freqüência com que as decisões não rotineiras são tomadas depende de sua natureza. Certas decisões governamentais podem permanecer inalteradas por período variado de tempo sem que haja necessidade de serem modificadas. O grau de «permanência» dessas decisões (e, portanto, da extensão do período durante o qual são tomadas as decisões menores em que elas se desdobram durante sua execução) subordina-se ao nível em que estas decisões são tomadas, à constância dos padrões de política que as impuzeram e à continuação das causas que as motivaram. Utilizando este fator como elemento classificatório, pode-se dividir as decisões não-rotineiras em dois tipos:

1º) aquelas que dizem respeito ao preparo de leis ou regulamento de decretos que envolvam a instituição do regime jurídico-administrativo pelo qual o governo estabelece garantia, restrições ou estímulos aos agentes econômicos privados. Na área da política monetária, essas decisões dizem respeito à regulamentação das atividades dos intermediários financeiros e dos demais participantes no mercado de capitais e de câmbio;

2º) programação financeira das atividades do setor governamental (Tesouro Nacional e bancos oficiais da União) e que diz respeito ao montante dos novos investimentos públicos e da variação do saldo dos empréstimos dos bancos governamentais ao setor privado e da dívida pública da emissão desse setor governamental; as decisões desse tipo admitem dois casos:

a) no primeiro, as decisões são tomadas para serem executadas durante o período de um ou mais anos e podem ser formalizadas quantitativamente em um «orçamento fiscal anual ou plurienal» ou em um «orçamento monetário anual ou purienal»;

b) no segundo caso, difícil se torna estabelecer uma regra fixa, havendo necessidade de alterações frequentes no curso de política escolhida; as decisões «clássicamente» atribuídas aos bancos centrais ortodoxos são deste tipo.

O mecanismo atual para executar e planejar a política financeira do Governo Federal é formado pelo Ministério da Fazenda, pelos Setores Técnicos vinculados ao Ministério do Planejamento, pelo Banco Central, Banco do Brasil S. A. e outros órgãos estatais.

Parece haver consenso geral em que este mecanismo apresenta inúmeras falhas, havendo ampla margem para melhorias tendentes a fazer com que as decisões (e principalmente as não-rotineiras de caráter financeiro) por êle produzidas possam causar impacto mais positivo sobre os objetivos finais da política econômica do Governo Federal.

Essas falhas são as seguintes:

1º) o submecanismo de execução não está apto a colaborar eficientemente na formulação da política, transmitindo com grande atraso as informações obtidas na sua execução, não contribuindo na intensidade desejada para a programação financeira e para

indicar a conveniência de alteração de decisões financeiras do tipo clàssicamente atribuídas aos bancos centrais ortodoxos:

2ª) o submecanismo captador de informações ressent-se da inexistência de mercados de capitais, monetários e cambiais relativamente competitivos com base em cujo funcionamento (principalmente flutuações de taxas de juros) fôsse possível inferir, com maior brevidade, as variações na demanda e oferta de fundos de capital;

3ª) os períodos durante os quais são mantidas inalteradas certas decisões de natureza não-rotineira e financeira (como as que determinam o montante dos empréstimos ao setor privado não-bancário, dos refinanciamentos e redescontos de financiamentos de safras e das operações dos fundos especiais operados pelo Banco do Brasil e Banco Central) são extremamente curtos, acarretando uso inadequado do tempo escasso das Autoridades encarregadas de decisões de coordenação da política e dificultando a formação de quantificações globais da ação financeira do Govêrno necessàrias à ação racional;

4ª) existe uma concentração excessiva de decisões no submecanismo de cúpula encarregado de coordenação das decisões que consistem na política fiscal convencional e não-convencional do Govêrno e na política monetária pròpriamente dita, o que, em parte, resulta da falha mencionada no item 3;

5ª) o mecanismo de administração da política de redescontos e de depósitos compulsórios de bancos à ordem do Banco Central não só é excessivamente disperso territorialmente, como também encontra-se extremamente complicado em virtude do regime complexo de estímulos e isenções, dificultando seu uso como captador de informações e como instrumento apto a compensar, com rapidez, variações nos coeficientes de comportamento financeiro do setor privado;

6ª) a inexistência de concentração das reservas de liquidez dos bancos privados no Banco Central é, principalmente nos grandes centros, um fato que dificulta o funcionamento perfeito

do submecanismo captador de informações, dotado do amplificador de um mercado monetário mais amplo. (31)

XVI.4.2.5 — Algumas sugestões para melhorar o funcionamento do mecanismo

As sugestões visando a corrigir as falhas do mecanismo citado são de dois tipos. As do primeiro tipo dizem respeito às correções a serem feitas no submecanismo de execução e captação de informações. As do segundo tipo dizem respeito às modificações a serem feitas no mecanismo de coordenação de informações e de coordenação de políticas.

As sugestões do primeiro tipo são as seguintes:

1ª) subgerentes devem ser indicados para administrar cada um dos fundos especiais de origem interna e externa, devendo seu trabalho de liberação de verbas relativas à administração do fundo observar a programação que tiver sido aprovada para o trimestre;

2ª) em princípio, as execuções devem seguir estritamente a programação (para torná-las rotineiras e descentralizadas); em caso de extrema necessidade, a própria Diretoria do Banco Central pode permitir a realização de pagamentos em excesso da programação, desde que seja possível ao Banco colocar títulos do Governo ou realizar outra operação para financiá-la;

3ª) nos principais centros, deve haver centralização das reservas de liquidez bancárias, compulsórias e voluntárias, no Banco Central, para desenvolver o papel deste Banco como captador de informações relativas ao desenvolvimento do mercado monetário e cambial, permitindo pronta ação para compensar variações nos coeficientes de comportamento financeiro.

(31) Note-se que esta deficiência não é, como certos observadores têm interpretado, causa de impossibilidade de controle do Banco Central dos meios de pagamento, uma vez que o Banco do Brasil, controlado como esta no contexto de «orçamentos monetários», não pode realizar empréstimos com esses recursos, exceto se receber autorização para assim proceder.

As sugestões do segundo tipo são as seguintes:

1ª) tendo em vista as duas primeiras sugestões do primeiro tipo feitas, será possível contar com uma colaboração mais ampla dos responsáveis por execução de aspectos importantes da política de crédito e a da política fiscal não-convencional nos trabalhos de programação monetária. O Conselho Monetário Nacional pode liberar-se de apreciar isoladamente cada verba individual, votando-as ao contrário globalmente no contexto do «Orçamento Monetário» instituído na Lei 4.595, de 31-12-1964. Revisões deste documento somente seriam admitidas de três em três meses, por apreciação conjunta da política fiscal e monetária do Governo.

2ª) O Conselho Monetário Nacional criará subcomitês de seus membros para, conjuntamente com presidentes ou outros representantes de Comissões Consultivas, apreciarem e submeterem à consideração do Conselho Pleno medidas que digam respeito à regulamentação de aspectos «permanentes» dos dispositivos concernentes às Leis de Reforma Bancária, do Mercado de Capitais, do Crédito Rural e outras, com vistas ao aumento da rapidez da aprovação desta regulamentação;

3ª) a relativa rigidez instituída na política fiscal convencional e não-convencional e na política de crédito dos grandes bancos oficiais deve ser obedecida rigorosamente em épocas normais. As necessidades de ajustamentos deverão ser atendidas pelo uso dos instrumentos de política monetária afetos ao Banco Central. Essa norma permitirá aumento do uso desses instrumentos, o que será facilitado pelas simplificações que devem ser introduzidas na sua administração para corrigir as falhas apontadas. Para apreciar a situação financeira e monetária em geral, o Conselho Monetário deve reunir-se em períodos curtos e a qualquer tempo, por solicitação de seus membros, para deliberar no sentido de utilização de instrumentos de política monetária.

XVI.4.2.6 — Os critérios gerais para orientação das decisões cujo conjunto consiste na política monetária do Governo

Uma vez introduzidas as modificações institucionais acima sugeridas e realizados os ajustamentos da fase de transição, mais

fácil se tornará estabelecer critérios para fazer com que os resultados da política monetária do Govêrno sejam, durante o próximo decênio, muito superiores aos do decênio que se findou em termos de estabilização do custo de vida, de aumentos em termos reais do crédito especializado à agricultura e a indústria, da regularidade de nossos pagamentos externos e de melhor funcionamento dos mercados financeiros. Atingindo-se êsses resultados intermediários, será possível alcançar, com menor esforço, o objetivo final de crescimento em ritmo elevado e estável da produção nacional *per capita*.

O modêlo que utilizamos para orientar nossa exposição mostra como orientar as pesquisas e utilizar os instrumentos de política fiscal, salarial e monetária para atingir êsses objetivos .

A organização institucional sugerida tornará possível um trabalho mais ordenado de programação econômica e financeira, permitindo sejam apreciados no nível adequado, e com maior profundidade, os diversos cursos de ação abertas à política econômica e melhor considerados os «juízos de valor» nêles implícitos.

Dessa reorganização poderá resultar uma colaboração muito mais intensa e proficua do Banco Central com a Comissão de Programação Financeira e os responsáveis pelo Plano Econômico Global para adequar o uso das variáveis de contrôle monetário às metas gerais de expansão da produção.

Difícil, contudo, estabelecer regras quantitativas da ação a prazo largo. Tanto os coeficientes de comportamento financeiro, quanto os parâmetros definidores da política fiscal deverão sofrer profundas alterações em virtude das modificações nas taxas de juros nominais e a necessidade de calcular as novas constantes fiscais que resultam das reformas fiscais realizadas nos dois últimos anos .

Necessário se faz determinar, com maior precisão do que hoje se pode conseguir, o impacto da atividade tributária convencional e não-convencional do Govêrno Federal sôbre a poupança privada para determinar se a poupança gerada ao nível de renda de pleno emprêgo é compatível com as metas estabelecidas no programa a largo prazo a respeito do ritmo de incremento do estoque de bens

de capital em poder do setor privado e como varia a poupança para diferentes níveis de impostos.

Estes estudos podem indicar como fixar a curto prazo o nível da despesa corrente e da despesa de bens de capital do Governo, para que seja possível transferir, se isso fôr recomendável, ao setor privado novamente, sob a forma de empréstimos dos bancos oficiais, parte da poupança governamental e compensar o possível efeito depressivo dos impostos sobre a formação de capital no setor privado, até que ajustamentos mais duradouros sejam realizados.

Não será só deste tipo a necessidade de pesquisas e reflexões adicionais visando à determinação de uma política monetária a prazo largo. As considerações sobre a atividade fiscal global do Governo (isto é, da atividade relativa à alocação da renda em bens e serviços entre o setor governamental e o setor privado) mostram que critérios de natureza fiscal determinam, necessariamente, uma parcela da política de crédito do Governo. Esta é a política da dívida pública *liquida* interna e externa do Governo. A variação do saldo desta dívida (saldo líquido dos créditos e débitos do Governo contra o setor privado e o resto do mundo) do Governo em um período de tempo pode ser positiva ou negativa, denotando *superavit* ou *deficit* em bens, serviços e transferências do Governo Federal.

A política de crédito do Governo tem, contudo, outras partes:

1ª) a política de expansão da dívida bruta interna e expansão do crédito bruto interno, deixando o saldo líquido inalterado;

2ª) a política de realizar modificações na estrutura da dívida interna bruta e modificações na estrutura da composição (dos empréstimos dos bancos oficiais) do crédito interno bruto;

3ª) política de expansão da dívida bruta interna e a expansão do crédito bruto externo (aumento do saldo de reservas internacionais em poder do Governo Federal);

4ª) política de expansão da dívida pública externa e expansão do crédito bruto interno;

5ª) política de expansão da dívida pública externa e expansão do crédito bruto externo.

Difícil se torna estabelecer critérios de política capazes de se sustentarem permanentemente durante o próximo decênio nas diferentes áreas em que se desdobra a política de crédito a longo prazo. Antes, mais útil será insistir na necessidade de, quando da programação monetária que será realizada cada ano durante o decênio, evitar adotar certos procedimentos que foram os grandes responsáveis pela inflação que dominou quase todo o decênio anterior.

Com efeito, é preciso insistir em que:

1.º) a transferência de recursos reais para agricultura e outras atividades através do crédito oficial somente se dará (contrariamente ao que ocorreu no último decênio, em que o saldo dos empréstimos oficiais à agricultura manteve-se praticamente estacionário) se o Governo obtiver *superavit* fiscais para alimentar os bancos oficiais ou expandir a sua dívida pública bruta em condições de prazo e juro semelhantes às condições de prazo e juro segundo as quais os recursos assim obtidos foram emprestados. Vale dizer, tirante situações excepcionais de redução da demanda de bens de capital, deve-se evitar colocar todo o fardo do financiamento sobre a dívida à vista («exigibilidades monetárias» de emissão das Autoridades Monetárias) como ocorreu em grande parte do decênio anterior;

2.º) a integração da política fiscal convencional e não-convencional (fundos especiais) com a de crédito ao setor privado dos bancos oficiais através dos «orçamentos monetários» é condição para uma programação eficiente da dívida pública à vista e a prazo do Governo;

3.º) a expansão da dívida a prazo com expansão do crédito do setor governamental ao setor privado acarreta um simples deslocamento de recursos reais entre diferentes subsectores do setor privado; o mesmo ocorre com os juros da dívida a prazo pagos ou os juros recebidos pelos créditos;

4.º) que o funcionamento de um mecanismo de taxas de juros relativamente flexível é condição necessária a que o estoque de bens de capital existente em cada data e os seus acréscimos ocorridos em cada período de tempo sejam eficientemente distribuídos entre as diferentes atividades econômicas;

5º) que o ritmo «adequado» do crescimento da dívida pública do Governo Federal (no sentido amplo usado neste documento) depende essencialmente do ritmo de incremento do estoque de bens de capital e da força de trabalho, bem como do progresso técnico. É possível programar ritmos diversos de expansão da dívida pública para alcançar um mesmo resultado em termos de expansão do nível de preços do estoque de bens de capital, dependendo do prazo, dos juros e outras garantias inerentes à dívida pública emitida.

XVII. Sugestões Sobre Áreas Específicas

XVII.1 — Aperfeiçoamento dos Mecanismos Institucionais da Política Monetária

Conviria aperfeiçoar o atendimento das seguintes condições institucionais, na área de política monetária:

- a) unificação do controle sobre todas as despesas federais;
- b) unificação do controle sobre a quantidade de meios de pagamento;
- c) aumento da eficiência do controle monetário.

a) *Unificação do controle sobre todas as despesas federais*

A política monetária atua principalmente sobre o volume de crédito concedido pelos bancos comerciais ao setor privado. No entanto, o controle dos meios de pagamento à disposição do setor privado pode ser completamente contrabalançado por *deficits* no orçamento do Governo, o que conduz a um aumento nas reservas dos bancos, vale dizer, a um incremento na capacidade do sistema bancário para expandir a quantidade de moeda escritural.

Desta maneira, um controle efetivo dos *deficits* orçamentários é um requisito indispensável para um controle monetário. A obtenção de um controle unificado sobre os *deficits* exige que todas as

despesas governamentais (sejam despesas correntes, ou política de sustentação de preço, subsídios, donativos, empréstimos para o desenvolvimento econômico, auxílio a estados, etc.) sejam sujeitas ao mesmo controle centralizado. Todas as agências especializadas, como CREGE, CREAM etc. devem basear suas operações em dotações definidas, que devem ser esboçadas no plano financeiro do Governo.

b) *Unificação do controle monetário*

O controle monetário, como qualquer outro tipo de controle, para ser eficaz deve provir de um só Órgão. O controle monetário, seja através das operações de «open-market», da taxa de redesconto, reservas mínimas ou quotas, é um problema essencialmente técnico que deveria ser *controlado* pela mesma autoridade.

c) *Aumento da eficiência do controle monetário*

Para se atingir este objetivo, o Plano sugere as seguintes medidas:

o estabelecimento de taxas de juros realistas, através de:

- a) utilização da correção monetária em outros títulos;
- b) ajustamento contínuo das taxas de juros para empréstimos ao Tesouro às condições prevalentes no mercado de capitais;
- c) reformas para o mercado de capitais mencionadas na segunda parte deste capítulo, também úteis no presente contexto.

2 — Uso intensivo e adequado dos mecanismos de controle monetário, isto é, operações de «open-market», taxa de redesconto e reservas mínimas.

3 Deve-se intentar um esforço planejado para o desenvolvimento espontâneo de um mercado para os títulos do

Govêrno, a curto ou a longo prazos. Há três razões pelas quais isto é desejável:

- a) para estabelecer as bases para operações de «open-market», objetivando o contrôle monetário;
- b) para oferecer ao investidor financeiro um título que envolva riscos reduzidos;
- c) para financiar de maneira não inflacionária, os *deficits* orçamentários que podem ocorrer ocasionalmente.

4 — A consecução dos objetivos de política monetária, implica na existência de vários requisitos, como: um amplo sistema de coleta de informações, competência no manejo da técnica de bancos comerciais e Banco Central e a execução de um julgamento experimentado.

XVII.2 — Aperfeiçoamento do Mercado de Capitais (32)

A Lei n.º 4.728 de junho de 1965 teve como principal objetivo o estabelecimento das atribuições de cada agente financeiro, que opere no mercado, definindo o campo de ação de cada um. numa tentativa de regulamentar o mercado de capitais.

Sugeri algumas inovações, ratificou, ampliou ou modificou normas até então vigentes. De uma maneira geral, criou uma estrutura básica para o mercado brasileiro de capitais, permitindo o seu funcionamento de forma mais eficiente.

Começou por instituir a cláusula de correção monetária nas transações financeiras de prazos superiores a um ano, benefício posteriormente estendido às operações de prazos mais curtos. Com isto, foi dado um grande passo no sentido de admitir uma verdadeira economia de mercado para as transações financeiras. Passou-se a encarar com realismo os efeitos da inflação sobre o

(32) A propósito da evolução do mercado de capitais, ver o «Diagnóstico da Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais» (EPEA).

mercado de capitais. Admitiu-se explicitamente que o limite estabelecido pela Lei de Usura às taxas de juros deve ser aplicado aos juros reais e não aos nominais, quando estes se diferem pela variação no poder de compra da moeda ao longo do tempo.

A institucionalização da correção monetária para as transações financeiras criou a possibilidade de emprestadores e tomadores de dinheiro transacionarem em condições de igualdade, evitando o ganho dos mutuantes em prejuízo dos mutuários, já tão conhecido dos períodos de inflação. Tornou possível o início de uma campanha de captação de poupanças através de títulos com prazos mais longos de vencimento, o que veio beneficiar, de pronto, os setores público e privado da economia.

Evidentemente, o Governo, tendo sido o pioneiro no lançamento dos títulos com a cláusula de reajuste conforme índices de variações nos preços, absorveu parcela considerável dos recursos a prazos maiores. Num esforço para introduzir o método nas áreas do setor privado da economia, resolveu, através da Instrução 21, do Conselho Monetário Nacional, dar o primeiro avanço neste sentido. Infelizmente a tentativa foi frustrada. De fato, a Instrução 21 possibilitava às firmas se comprometerem ao pagamento de juros acrescidos da correção monetária aos tomadores de seus títulos, com a vantagem de que a correção monetária seria efetivamente *desembolsada* pela firma até determinado limite e o restante seria coberto pelo Tesouro Nacional.

Tudo isto se *fazia* através de complicado mecanismo (envolvia as sociedades de crédito e financiamento, o Tesouro, a firma beneficiária, letras de câmbio, duplicatas, obrigações do Tesouro e bolsa de valores), dando origem a inúmeras distorções. Estas *distorções* terminaram por impedir que se continuasse permitindo tais *operações*.

Terminada a interferência do Governo na tentativa de implementar o sistema da correção monetária para as transações do setor privado, as próprias empresas, lentamente, foram se introduzindo no mercado. Há boa aceitação do tipo de papel reajustável pelos poupadores e espera-se que a regulamentação das debêntures reajustáveis e conversíveis em ação traga boa ajuda ao financiamento das empresas nacionais.

Outra medida de repercussão ampla é a regulamentação da Bolsa de Valores, recentemente aprovada pelo Conselho Monetário Nacional. Traz para o campo do negócio de ações, mais uma vez, as características de mercado. Elimina o processo de interferência forçada dos agentes indicados pelo Governo e possibilita maior dinamismo ao setor.

A próxima etapa a ser conquistada, urgente e decisiva, é a implementação e complementação das medidas já tomadas, nas seguintes áreas:

1ª) incentivo aos *Investidores Institucionais* (aplicação não obrigatória);

2ª) criação da *Carteira de Valores Mobiliários* nos bancos comerciais;

3ª) *Garantia em Ações* nos contratos com o poder público;

4ª) *Campanha Educativa* para o investidor em ações;

5ª) disciplina da venda de *Ações a Prestação*;

6ª) planejamento e controle sistemático dos *Titulos Públicos* federais, estaduais e municipais;

7ª) eliminação gradativa de certos ônus tributários (incorporação de reservas ao capital, etc.);

8ª) maior *Estabilidade Normativa*;

9ª) eliminação dos resquícios inflacionários;

XVII.3 — Considerações sôbre os Fundos de Financiamento

O aparecimento dos Fundos de Financiamento marca uma fase importante do mercado financeiro brasileiro. Resultaram de motivos de várias ordens: primeiro, da necessidade de mobilização de novos recursos, externos e internos, para financiamento, a prazos médios e longos; segundo, da impossibilidade de as instituições existentes estenderem sua ação a certos tipos de operações e, terceiro, da necessidade de garantir maior produtividade ao crédito concedido.

Constituíram uma contribuição positiva no aperfeiçoamento do mercado financeiro por representarem esquemas mais técnicos de

concessão de crédito, apoiando-se em planos e projetos e, ainda, por cobrirem áreas não atendidas ou apenas parcialmente atendidas pelo sistema bancário. Estes fatos são particularmente verdadeiros no caso do FINEP, FUNDEPRO, FIPEME e FUNFERTIL.

Quase todos os Fundos puderam atender satisfatoriamente os objetivos que motivaram sua criação. O FUNDECE foi um dos poucos que encontrou sérios entraves à concretização do seu objetivo principal — a democratização do capital. O FNRR limitou sua atividade às operações de financiamento de custos.

Uma dificuldade comum a todos os Fundos tem sido a limitação dos recursos de aplicação. Quase todos esgotaram-nos em 1966, o que exige a mobilização de novas fontes de capital.

Nessa conformidade, deve-se conferir alta prioridade ao exame de recursos para os fundos em geral, com o objetivo de expandir sua contribuição em termos de suprimento de crédito a médio e longo prazos ao setor privado. Tais fontes, basicamente, seriam:

a) contrapartida em cruzeiros de empréstimos externos (do tipo *program-loan* ou *global project*), seja através da AID, do BID ou do próprio Banco Mundial;

b) recursos de entidades financeiras nacionais, principalmente de origem governamental (ex: recursos das Caixas Econômicas referentes a depósitos com correção monetária).

Por outro lado, uma análise dos objetivos dos fundos nos mostra que a quase totalidade destas instituições fornece recursos para financiamento de investimento em capital fixo ou de projetos. Apenas o FUNDECE fornece recursos para capital de giro.

É desejável uma análise dos critérios de destinação de recursos externos e internos:

a) para efeito de maior ênfase em relação ao capital de giro, mesmo com alguma redução do ritmo dos programas de financiamento de capital fixo;

b) para adiamento de projetos não prioritários que vêm sendo atendidos com recursos em cruzeiros, resultantes de empréstimos externos.

O exame sugerido no item a é relevante, mesmo em relação a órgãos governamentais que vêm funcionando prioritariamente na

área de financiamento de capital fixo (projetos específicos), dada a prioridade de alcançar-se a plena utilização da capacidade já existente, o que exige, na atual fase de transição, maior volume de recursos a serem supridos através de entidades financeiras.

XVII.4 — Sugestões para a Política de Crédito Agrícola (33)

Afigura-se necessário aumentar o volume de crédito para o Setor Agrícola. A tendência de crescimento percentual da parcela de crédito agrícola sobre o total do crédito concedido ao setor privado, observada a partir de 1956, deveria ser mantida. Recursos para este fim poderiam provir de várias fontes. Os Fundos agregados do Banco Central (FNRR e FUNAGRI), que funcionam como coletores e repassadores de recursos, são um instrumento capaz de atrair parcelas ponderáveis de recursos do exterior. Ao lado disto, seria desejável a ampliação dos recursos *específicos* com o que contam atualmente as carteiras especializadas dos bancos federais.

A escassez destes recursos tem provocado a limitação da escala de operações e, mais importante do que isto, tem provocado uma concentração em financiamentos de pequeno valor em operações de custeio. Este mesmo fato provoca uma dificuldade quase intransponível de formulação de planos futuros de aplicação, dado o desconhecimento dos recursos mobilizáveis para seu financiamento.

Uma terceira parcela de recursos poderá advir dos bancos privados. A Lei 4.829 de 5-11-1965 determina que 10%, no mínimo, dos depósitos destas instituições sejam destinados ao crédito agrícola. Este dispositivo ainda não está regulamentado. Embora os dados mostrem que, no agregado, os bancos privados já vêm aplicando esta percentagem, a urgente regulamentação deste dispositivo legal é importante por 3 motivos: primeiro, porque define uma fonte de recursos específica para o financiamento à agricultura; segundo, porque significará um acréscimo de recursos pela incorporação de alguns bancos que não dispõem de rede de

(33) Ver também a Parte III, no tocante a crédito agrícola e o capítulo correspondente ao Plano do Setor Agrícola.

agências e que, por isto, não aplicaram em crédito agrícola; e, terceiro, porque a regulamentação deste dispositivo ajustará as condições de concessão de crédito destas instituições às necessidades da agricultura.

Não basta contudo, aumentar o volume de crédito ao setor: é necessário tentar uma melhoria de sua produtividade. Esta meta poderá ser atingida, no nível nacional, pela alocação de recursos em função dos objetivos fixados na Política Agrícola e, no nível empresarial, pela orientação técnica e controle de aplicação.

Este objetivo pode ser conseguido fixando-se uma escala de prioridades que dê ênfase ao financiamento de aquisição e uso de *insumos* modernos, tais como, sementes selecionadas, adubos, corretivos do solo, defensivos agrícolas, sementes, sais minerais, etc. Outro instrumento que pode ser utilizado neste mesmo sentido é a ampliação das operações de crédito educativo em relação ao crédito rural corrente. Esta alteração de política poderia ser realizada por aproximações sucessivas: em curto prazo a política poderia limitar-se a determinar o atendimento prioritário dos agricultores assistidos por instituições que praticam a extensão rural; a longo prazo, poderia chegar a obrigar os agricultores com produtividade abaixo da média regional a ajustar seus procedimentos às técnicas sugeridas pelos órgãos de extensão rural ou de assistência técnica.

É necessário, por outro lado, incentivar a ampliação das operações de financiamento de investimento de forma a introduzir melhorias de caráter permanente na tecnologia atualmente adotada pela Lavoura e Pecuária. Enquadram-se neste item as operações de financiamento para irrigações, drenagem e defesa contra erosão, construção de silos e armazéns, aquisição de máquinas e equipamentos, melhoramento das pastagens, aquisição de reprodutores machos de boa linhagem, levantamento de cercas, etc.

Em ambos os casos, o controle das aplicações é condição indispensável do sucesso desta política.

Do ponto de vista operacional, alguns ajustamentos são necessários.

No que diz respeito aos bancos federais, o mecanismo adotado para determinação do montante de financiamento de custeio a ser concedido a cada agricultor é muito mais influenciado pelo

princípio de cobertura contra risco e rateio de capital do que pela preocupação de levar a uma oferta compatível com as necessidades do financiado. Daí resulta que cada agricultor poderá obter uma parcela do financiamento pretendido se tiver garantias a oferecer, independentemente da tecnologia que adote.

Os padrões conservadores de produtividade máxima admitida e das percentagens máximas de adiantamento fixadas têm levado a uma oferta de financiamento que representa apenas uma pequena parcela das saídas de caixa por hectare e a um pequeno valor médio do financiamento concedido. Mais importante do que este fato, todavia, o mecanismo operacional adotado não favorece o desenvolvimento dos empresários mais capazes pois os tetos de produtividade fixados são extremamente baixos.

A concessão de um financiamento reduzido a cada agricultor é muito conveniente do ponto de vista da cobertura contra riscos. Com efeito, torna-se possível multiplicar o número de operações e, assim, diluir o risco corrido pelo financiador. Do ponto de vista do rateio de capital, todavia, este procedimento é inadequado. Um novo critério deve ser definido de forma que permita e conduza a uma melhoria da produtividade da agricultura brasileira.

A lei que disciplinou o Crédito Rural no Brasil aponta a direção da solução ao definir o crédito agrícola como uma modalidade de crédito que exige o controle da aplicação dos recursos. Assim, em função da extensão do controle do financiador sobre o financiado divide as operações em: crédito corrente, crédito educativo e crédito especial.

Conforme já apontado, julgamos que seria altamente desejável uma ênfase sobre as operações de crédito educativo.

No que diz respeito aos instrumentos de crédito e às garantias utilizadas, sugerimos uma revisão naqueles instrumentos e o uso mais generalizado do Seguro Agrícola. Isto exigiria a remoção dos entraves que têm impedido o funcionamento da Companhia Nacional de Seguro Agrícola.

ANEXO

MODELO SIMPLIFICADO DO SISTEMA ECONÔMICO

Havíamos dito que os principais objetivos «globais» da política econômica podem ser especificados indicando-se a trajetória desejada da evolução de certos estoques através do tempo. Isto pode ser feito agrupando-se os variáveis mais importantes, em balanços consolidados do Setor Governamental Federal e do Setor Privado, contendo no mínimo as seguintes contas:

BALANÇO CONSOLIDADO DO SETOR PRIVADO

A T I V O	DATA	DATA	P A S S I V O	DATA	DATA
	t_0	t_1		t_0	t_1
I — HAVRES CONTRA RESIDENTES NO EXTERIOR	H_{p0}	H_{p1}	I — OBRIGAÇÕES PARA COM RESIDENTES NO EXTERIOR	F_{p0}	F_{p1}
1) em moedas estrangeiras expressos em moeda nacional			1) em moedas estrangeiras expressos em moeda nacional		
2) em moeda nacional			a) sob a forma de dívida		
II — CRÉDITOS CONTRA O SETOR GOVERNAMENTAL	B_{G0}	B_{G1}	b) sob a forma de participação societária		
1) voluntários			2) em moeda nacional		
a) à vista de emissão do Banco Central			II — DÉBITOS PARA COM O GOVERNO FEDERAL	L_{G0}	L_{G1}
b) à vista de emissão de outros bancos oficiais			1) Banco Central		
c) a prazo			2) Tesouro Nacional		
2) compulsórios			3) Autarquias		
a) de bancos comerciais no Banco Central			4) Outros Bancos oficiais		
b) ligados ao mercado de câmbio (depósitos prévios etc.)			5) Agências de estabilização de receitas de produtos de exportação		
c) outros			III — PATRIMÔNIO LÍQUIDO	W_{p0}	W_{p1}
III — ESTOQUE DE BENS DE CAPITAL	K_{p0}	K_{p1}			

BALANÇO CONSOLIDADO DO SETOR GOVERNAMENTAL FEDERAL

A T I V O	DATA	DATA	P A S S I V O	DATA	DATA
	'0	'1		'0	'1
I — HAVERES CONTRA RESIDENTES NO EXTERIOR	<i>H_{GO}</i>	<i>H_{GI}</i>	I — OBRIGAÇÕES PARA COM RESIDENTES NO EXTERIOR	<i>F_{GO}</i>	<i>F_{GI}</i>
1) em moedas estrangeiras expressos em moeda nacional			1) em moedas estrangeiras expressos em moeda nacional		
a) do Banco Central			a) do Banco Central		
b) de outras instituições componentes do setor governamental federal			b) de outras instituições componentes do Governo Federal		
II — ESTOQUE DE BENS DE CAPITAL	<i>K_{GO}</i>	<i>K_{GI}</i>	2) em moeda nacional		
1) do Banco Central			II — DÉBITOS PARA COM RESIDENTES NO PAÍS	<i>B_{GO}</i>	<i>B_{GI}</i>
2) do Tesouro Nacional			1) voluntários		
3) de autarquias não financeiras			a) à vista de emissão do Banco Central		
4) de outros bancos oficiais			b) à vista de emissão de outros bancos oficiais		
5) de agências governamentais de estabilização de receitas de exportação			c) a prazo		
III — CRÉDITOS CONTRA O SETOR PRIVADO	<i>L_{GO}</i>	<i>L_{GI}</i>	2) compulsórios		
1) Banco Central			a) de bancos comerciais no Banco Central		
2) Tesouro Nacional			b) ligados ao mercado de câmbio (depósitos prévios etc.)		
3) Autarquias			c) outros		
4) outros bancos oficiais			III — PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<i>W_{GO}</i>	<i>W_{GI}</i>
5) agências governamentais de estabilização de receitas de produtos de exportação					

Para prover o crescimento da renda real numa trajetória desejada, deve a política do Governo programar e atingir certos valores definidos de K_g e K_p em certas datas futuras a preços constantes.

O incremento destes estoques entre duas datas depende essencialmente da variação neste período de tempo:

1º) no saldo líquido geral dos haveres e obrigações em moeda estrangeira tanto do setor governamental quanto do setor privado, expressos em moeda nacional a preços constantes;

2º) da poupança governamental, ou seja, da variação no patrimônio líquido do setor governamental;

3º) da poupança privada, ou seja, de variação no patrimônio líquido do setor privado;

4º) da política distributiva de crédito governamental visando a transferir poupança governamental para o setor privado ou poupança do setor privado para o governamental.

Considerações com apoio em lógica de decisão financeira indicarão o nível do endividamento externo «ótimo» e do nível «ótimo» de reservas cambiais, para fixação do valor do primeiro saldo líquido. Determinado esse, cabe utilizar a política de gastos correntes do Governo e a política de impostos para prover os níveis de poupança nacional (governamental e privada) necessários para atingir as metas referidas quanto ao nível do estoque de bens de capital. Cumpre, por fim, fixar as condições dos empréstimos ao setor privado e das dívidas recebidas do setor governamental para realizar as transferências de poupanças necessárias.

Considerações paralelas sobre a evolução do mercado de trabalho entre as duas datas e sua posição nas datas programadas indicarão o nível de preços que os empresários «exigirão» para, nestas datas, empregar plenamente a mão-de-obra oferecida.

Dado este nível de preços «exigido», cabe ao Governo expandir os seus créditos e débitos contra o setor governamental de modo que, sem que sejam afetados seus objetivos reais antes referidos, haja um crescimento de sua dívida bruta em montante capaz de permitir aos investidores privados absorver o estoque de bens de capital existente na data planejada ao mesmo nível de preços exigido pelos produtores.

a) *Um modelo simples*

Para indicar, com algum rigor formal, o impacto de certas medidas de política monetária a serem sugeridas sobre o mecanismo econômico, cumpre introduzir um «modelo» simplificado do funcionamento do sistema econômico, para servir de base à argumentação subsequente.

Vejamos um modelo bastante simples em que as preferências dos emprestadores entre os diferentes haveres existentes não dependem da taxa de rendimento esperada desses haveres, sendo, antes, fixas institucionalmente. Admitamos, ademais, que o suprimento de «dívida à vista» (A) pelo Governo seja dado nesta data, uma vez que êle não realiza redescontos ou outros empréstimos ao setor privado. É dado, também, nesta data o estoque de bens de capital em poder do setor privado (K_p)

Suponhamos que a economia suposta seja caracterizada por:

1º) um setor governamental com as características financeiras descritas;

2º) dois tipos de emprestadores privados de «poder de compra» (fundos de capital): bancos comerciais e emprestadores não-bancários;

3º) bancos comerciais que recebem depósitos de dois tipos: «depósitos comerciais» (D_c), utilizados em transações vinculadas à renda, e «depósitos financeiros» (D_f), usados para fins «especulativos». Os bancos comerciais retêm em caixa montantes da «dívida à vista» de emissão do Governo Federal (Z_c e Z_f), em proporções fixas mas diferentes (r_c e r_f) dos dois tipos de depósitos citados. Realizam empréstimos com utilização desses depósitos que podem ser classificados em dois grupos: 1) empréstimos com utilização de «depósitos comerciais» (L_c) e 2) empréstimos com utilização de «depósitos financeiros» (L_f). Podemos, então, escrever:

$$(Z_c + L_c) + (Z_f + L_f) = (D_c + D_f) \quad (1)$$

$$Z_c = r_c D_c \quad (2)$$

$$Z_f = r_f D_f \quad (3)$$

4º) emprestadores privados que desejam manter os diferentes haveres componentes do seu ativo nas seguintes proporções:

$$M_1 = j D_1 \quad (4)$$

$$I_s = g D_s \quad (5)$$

onde M_1 , dívida à vista em poder do público

L_r , empréstimos diretos feitos pelos emprestadores não-bancários diretamente aos devedores

5º) devedores privados que demandam todo o estoque de bens de capital existentes, para isso utilizando-se de fundos de capital tomados emprestados dos emprestadores citados. Esses devedores utilizam o estoque de bens de capital assim adquirido no processo produtivo, combinando-o com trabalho para produzir a renda da comunidade na forma descrita por uma função de produção do tipo Cobb-Douglas. A taxa de aluguel que pagam pelos fundos de capital move-se na mesma direção do produto marginal do estoque de bens de capital. Para cada nível da relação capital/trabalho corresponde um nível do produto marginal do capital e, daí, um nível da curva da demanda dos fundos de capital. Como consequência, pode-se escrever:

$$Y = \Phi (K, N) \quad (6)$$

$$L_d = f \left(\frac{K}{N}, t \right) \quad (7)$$

onde: L_d , demanda de fundos de capital

N , nível do emprêgo de trabalho

t , taxa de aluguel paga pelos fundos de capital

6º) unidades de decisão componentes do setor privado que retêm em seu balanço em cada data um montante de saldos de transação que é proporcional à taxa de produção, referida a uma base anual, correspondente ao nível do emprêgo existente efetiva-

mente nesta data. Chamando-se esta proporção de k , pode-se escrever:

$$M_t + D_t = k Y \quad (8)$$

Pode-se, ainda, escrever três relações de definição:

1) a do total dos empréstimos:

$$L = L_t + L_r + L_D \quad (9)$$

2) a do total da dívida à vista do Governo

$$A = M_t + Z_t + Z \quad (10)$$

3) a do balanço dos devedores:

$$K \cdot p = L^* \quad (11)$$

onde: p , nível de preços do estoque de bens de capital

L^* , total de empréstimos de equilíbrio

Em equilíbrio,

$$L = L_D = L^* \quad (12)$$

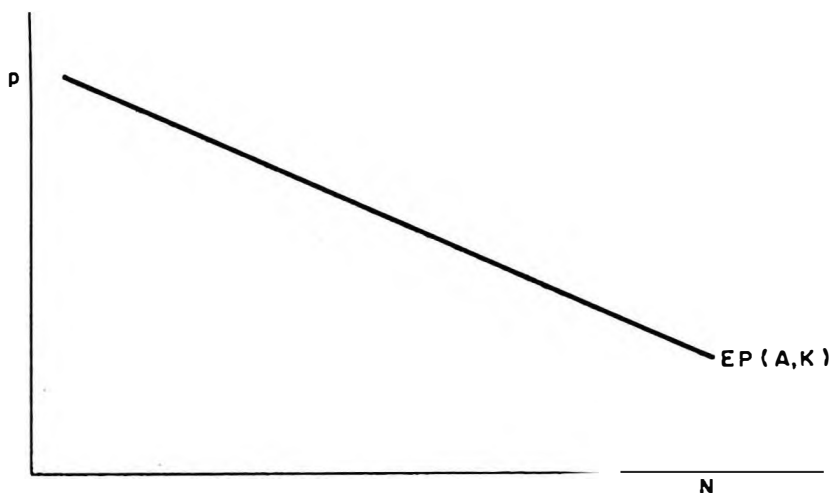
Desenvolvendo-se, obtem-se a oferta de empréstimos como função da «dívida pública» e do total da renda:

$$L = \left(\frac{g}{r_s} + \frac{1 - r_s}{r_s} \right) A + \left[\frac{(1 - r_t)^k}{1 + f} - \frac{(f + r_t) \cdot g}{(1 + f) r_s} - \frac{(f + r_t) \cdot k (1 - r_s)}{(1 - f) r_s} \right] Y \quad (13)$$

Verifica-se que a oferta de empréstimo varia com a taxa de produção, referida a uma base anual, existente na data da decisão. Note-se que níveis mais altos da renda não são compatíveis necessariamente com níveis de empréstimos menores. Esta relação funcional depende do valor dos coeficientes.

Utilizando a (6) pode-se expressar a oferta de empréstimos em função do nível do emprêgo (N). Substituindo em (7), (12) e (11), pode-se derivar a equação do *locus* de pares de valores do p e N mutuamente compatíveis. Esse *locus* pode ter inclinação positiva ou negativa, em virtude das características referidas da oferta de empréstimos. Admitamos a hipótese da inclinação negativa e expressemos-la gráficamente:

GRÁFICO I

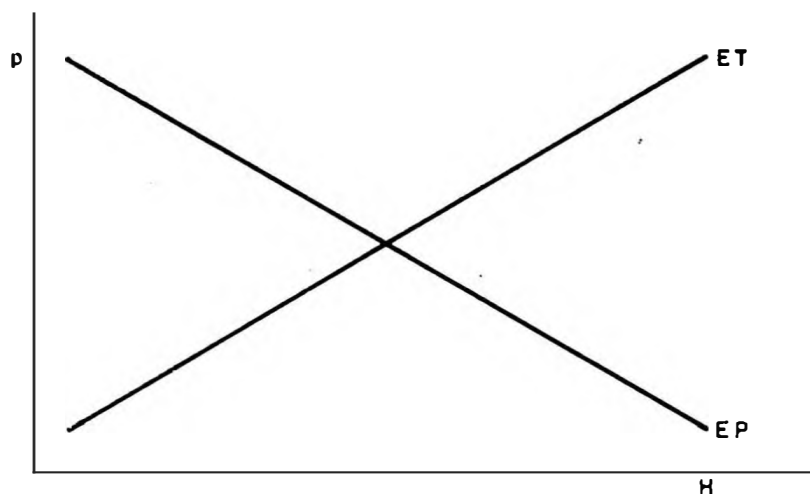


Esse *locus* (chamemo-lo *locus* do equilíbrio patrimonial. EP) mostra o nível de preços ao qual o estoque de bens de capital existente nesta data é aceito no balanço do setor privado. Ele poderia ser chamado, para estabelecer analogias apropriadas, um *locus* da demanda global de estoque de bens de capital.

Admitido um certo nível da taxa de salário nominal existente na economia suposta, pode-se, adotando-se hipóteses usuais sobre o funcionamento do mercado de trabalho, derivar um *locus* similar, mostrando pares de valores de p e N mutuamente compatíveis.

Chamemo-lo *locus* do equilíbrio do mercado de trabalho, ET e expressemos-lo gráficamente, juntamente com o *locus* do equilíbrio patrimonial, determinando, dessa forma, o nível de preço e do emprêgo de equilíbrio na data considerada:

GRÁFICO II



Os valores de p e N de equilíbrio obtidos podem ser chamados valores de «equilíbrio temporário». As quantidades dos três estoques básicos (A , K , N) estão, em cada instante de tempo, sofrendo alterações, por força do crescimento natural da população e de fatos relacionados ao uso feito pelo setor privado da renda produzida em cada instante de tempo.

Para indicar a natureza das mutações que se processam no estoque de bens de capital (K) e da dívida pública à vista (A), temos de formular hipóteses sobre o uso feito da renda (Y) em cada instante de tempo.

Esclareçamos, inicialmente, certas questões de definição através do seguinte quadro:

SETOR PRIVADO

USOS DA RENDA PELO SETOR PRIVADO	SETORES AOS QUAIS A PRODUÇÃO É VENDIDA E O TIPO DE VENDA FEITA A ÉSTES SETORES
<p>I — Usos CORRENTES</p> <p>1) para Consumo..... C</p> <p>2) para pagamento de imposto .. W</p> <p>II — Usos PARA AQUISIÇÃO DE HAVERES poupanças..... S</p> <p>a) para aquisição de dívida pública. $G_g + K_g - W = A$</p> <p>b) para crescer seu estoque de bens de capital.. K_p</p>	<p>I — Ao PRÓPRIO SETOR PRIVADO</p> <p>1) para Consumo..... C</p> <p>2) não vendida para consumo nem para o Governo..... K_p</p> <p>II — VENDIDA AO GOVÊRNO</p> <p>1) para consumo..... G_g</p> <p>2) para formação de capital.... K_g</p>
TOTAL: RENDA..... Y	TOTAL: RENDA..... Y

Podemos, agora, escrever a identidade definidora da poupança do setor privado:

$$S = G_c + K_p - W + K_g \quad (14)$$

Introduzamos, agora, hipóteses sôbre o uso feito da renda em cada periodo hipotético de tempo.

A primeira hipótese diz respeito aos hábitos de poupança do setor privado. Admitamos que a poupança do setor privado esteja relacionada à renda disponível pelo setor privado segundo a seguinte relação funcional:

$$S = -a + b(Y - W) \quad (15)$$

Outras hipóteses dizem respeito aos «hábitos» de gastar e de taxar do Govêrno. Admitamos que o Govêrno fixe valores absolutos tanto para seus gastos como para os impostos:

$$G_c = \bar{G}_c \quad (16)$$

$$K_g = \bar{K}_g \quad (17)$$

$$W = \bar{W} \quad (18)$$

Por outro lado, Y foi determinado no equilíbrio temporário anterior:

$$Y = Y \quad (19)$$

Resolvendo o sistema parcial formado pela (14) (19), obtemos a equação que indica os fatores que influenciam o ritmo de incremento do estoque de bens de capital em poder do setor privado:

$$\dot{K}_p = -a + b Y + (1 - b) W - K_p \quad (20)$$

As decisões corporificadas na política fiscal determinaram, por outro lado, o ritmo de incremento da dívida pública:

$$\dot{A} = \bar{G}_C + \bar{K}_p - \bar{W} \quad (21)$$

Admitamos, também, conhecidos os incrementos da força de trabalho e da taxa de salário nominal:

$$\dot{N} = \bar{N} \quad (22)$$

$$\dot{w} = \bar{w} \quad (23)$$

Com base nas «informações» supridas pela (20), (21), (22) e (23) é possível, mantidos os demais fatores que determinaram o equilíbrio temporário anterior (e, em especial, os definidores dos coeficientes de comportamento indicados), calcular os valores do novo equilíbrio temporário e, daí, ter os novos valores dos empréstimos, de nível de preços e do emprego da força de trabalho.

b) A programação econômica na economia hipotética descrita pelo modelo exposto

Em programação concreta, trabalha-se com períodos de calendário, e não com períodos analíticos. Admitamos que queiramos programar a política econômica governamental para a economia hipotética descrita pelo modelo exposto para um período futuro de 12 meses.

Primeiramente, desdobra-se este período em períodos menores (trimestres, por exemplo) e fixam-se, ao fim de cada um dos períodos menores, os valores de certos «estoques» reais em níveis desejados pelas Autoridades Governamentais:

- (1) o estoque de bens de capital em poder do Govêrno: K_g
- (2) o estoque de bens de capital em poder do setor privado: K_p

Suponhamos, também, serem objetivos da política econômica do Govêrno: (1) manter uma trajetória estável do nível de preços; (2) manter a fôrça de trabalho plenamente empregada.

Para manter o pleno emprêgo da fôrça de trabalho com nível de preços estável haverá que se procurar (por persuasão ou por política salarial direta) manter o salário nominal em nível tal que o nível de preços que se deseja vigore na próxima data (e que dado o objetivo da estabilidade de preços, é igual ao nível de preços anterior) seja, no mercado de trabalho, compatível com o montante de pleno emprêgo da fôrça de trabalho.

Resolvida esta parte do problema, cumpre, agora, tomar medidas (1) para que a expansão da dívida pública (A) seja suficiente a suportar, na nova data, um montante de empréstimo igual ao nível do estoque de bens de capital em poder do setor privado ao nível de preços escolhido; (2) para que, da renda produzida, possa resultar uma parte «não consumida nem vendida ao Govêrno pelo setor privado», para que o estoque de bens de capital em poder do setor privado alcance, ao fim do trimestre, o nível desejado.

Antes de considerar estas medidas, vejamos como escolher o nôvo saldo de A ao fim do trimestre, e como conseqüência o seu crescimento absoluto no trimestre objeto da programação. Tendo em vista as metas fixadas para o nível de preços e o estoque de bens de capital em poder do setor privado para o fim do trimestre, claro está que existe uma meta da política governamental quanto ao estoque de bens de capital em poder do setor privado:

$$K_p$$

Por outro lado, tendo em vista o nível do emprêgo planejado e do estoque de bens de capital, é possível, utilizando a (6), determinar a taxa de produção (Y) ao fim do trimestre.

Admitindo certos valores dos coeficientes de comportamento financeiro naquela data, é possível utilizar a (13) para determinar o nível de A capaz de suportar um total de empréstimos suficiente para estabelecer a igualdade dada pela (11).

Chamemos:

A_0 = saldo da dívida pública na data da programação

A_1 = saldo da dívida pública três meses após, ou seja, ao fim do trimestre

$\Delta A = A_1 - A_0$ = incremento do saldo dívida pública necessário no trimestre

Reescrevendo a (20) e a (21) em valores absolutos:

$$\Delta \bar{K}_t = -a + b \bar{Y} + (1 - b) W - \Delta \bar{K}_t \quad (20')$$

$$\Delta \bar{A} = G_C + \bar{\Delta} K_t - W \quad (21')$$

Y aqui deve ser interpretada como a renda trimestral na hipótese de que a taxa de renda compatível com o nível de emprêgo existente ao início do trimestre vigorê durante o trimestre objeto da programação.

As equações (20') e (21') formam um sistema em duas incógnitas. Obviamente, sòmente um nível de impôsto é compatível com o crescimento desejado no estoque de bens de capital em poder do setor privado no trimestre, tendo em vista nosso conhecimento da sua função de poupança neste período.

Substituindo êste valor de W na (21'), obtemos o nível da despesa corrente (C_g) que o Govêrno deve fixar para atingir metas que estabeleceu no período da programação.

Reproduzindo o mesmo procedimento para períodos subseqüentes, podemos fixar os valores das variáveis que são «instrumentos» da política do Governo, (W , C_g e w) para atingir os objetivos que o Governo estabeleceu (ΔK_p , ΔK_g , Δp) no ambiente institucional em que êle opera (definido pela função de produção, a função de poupança e as funções de comportamento financeiro) .

DEPARTAMENTO DE IMPRENSA NACIONAL
1967