MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA
ESCRITÓRIO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (EPEA)

O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

DOCUMENTOS EPEA - N.º 2

O mercado brasileiro de capitais

Documentos EPEA — N.º 2

Elaborado sob a direção do
Prof. Mário Henrique Simonsen

Escritório de Pesquisa
Econômica Aplicada (EPEA),
do Ministério do Planejamento

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA

MINISTRO

ROBERTO DE OLIVEIRA CAMPOS

SECRETÁRIO-GERAL
Sebastião Sant'Anna e Silva

CHEFE DO GABINETE
José Nazaré Teixeira Dias

Artur Soares Amorim
(em exercício)

SECRETÁRIO-GERAL DO EPEA
(até 31/12/64)
Victor da Silva Alves Filho

DIRETOR ADMINISTRATIVO
Edmar de Souza

COORDENADOR TÉCNICO DO EPEA
João Paulo dos Reis Velloso

Documentos EPEA

N.º 1: Programa de Ação Econômica do Govêrno 1964/1966 (Síntese)

N.º 2: O Mercado Brasileiro de Capitais — Elaborado sob a direção do Prof. Mário Henrique Simonsen

Janeiro de 1965

Apresentação do Ministro do Planejamento à série dos "Documentos EPEA"

Há dois modos bem distintos de encarar o processo de desenvolvimento econômico. O primeiro vê tudo em têrmos de intensificação do ritmo de formação física de capital, envolvendo assim um certo grau de ilusão mecanicista. O segundo encara o desenvolvimento como um processo através do qual os agentes econômicos, consumidores e emprêsas, adequadamente motivados, aprendem a mobilizar de forma eficiente os recursos materiais e humanos, para realizar o potencial máximo de crescimento do produto real da comunidade.

A segunda conceituação leva ao aparente truísmo de que uma condição necessária, se não suficiente, para desenvolver-se é querer desenvolver-se. Ou seja, adotar a motivação e a linha de ação que levam ao desenvolvimento.

A divulgação em larga escala da síntese do Programa de Ação do Govêrno, como primeiro volume da série dos "Documentos EPEA", representa um passo nôvo no sentido de obter a indispensável compreensão e participação de tôdas as camadas populares na tarefa de planejamento e coordenação econômica. Quando se escrever a crônica econômica da Revolução, a etapa que agora se inicia deverá caracterizar-se principalmente pelo diálogo. Os primeiros meses da atual política econômica, de abril a dezembro, constituíram uma fase, até certo ponto, de introspecção criadora: a tarefa gigantesca de reconstruir econômicamente o país, seja através de medidas de eliminação das distorções inflacionárias, seja de medidas de revitalização da economia, seja de reformas econômicas e sociais, representou uma luta cruel contra o tempo. A opção era dramática: ou agir ràpida e eficazmente, como se procurou fazer, ou aceitar a alternativa da hiperinflação com estagnação.

Na área do Planejamento e Coordenação Econômica, a ativação do diálogo democrático com as fôrças representativas do país, no es-

tágio que agora começa, será alcançada não apenas através da criação do Conselho Consultivo de Planejamento, recentemente efetivada pelo eminente Presidente Castello Branco, e no qual estarão representadas as diferentes classes sociais e entidades estaduais de planejamento, como também por intermédio das duas séries de publicações que o EPEA está iniciando.

A primeira, os "Documentos EPEA", empreenderá uma análise de aspectos menos conhecidos da economia brasileira, a começar por um estudo sôbre o "Mercado Brasileiro de Capitais", e outro a respeito da integração do planejamento ao nível nacional com o planejamento ao nível regional.

A segunda, de divulgação mais ampla, discutirá problemas da atualidade econômica nacional em linguagem não técnica, incluindo uma apreciação das reformas econômicas e sociais recentemente aprovadas pelo Congresso, nas áreas da agricultura, tributação, sistema bancário, habitação popular, etc.

Constituem essas duas séries parte de um amplo programa de divulgação a ser empreendido pelo EPEA, com o objetivo, já assinalado, de obter o clima indispensável à colaboração popular com a política de desinflação, desenvolvimento e reforma social do atual Govêrno. Se a iniciativa alcançar o êxito esperado, teremos encontrado uma fórmula bem sucedida de planejamento democrático: rigor científico, bom senso e participação da comunidade.

Roberto de Oliveira Campos

Índice

Apresentação 5
Introdução 9

PARTE I — Estimativas Globais da Formação Bruta de Capital e das Poupanças Geradas para o seu Financiamento

1.1 A Formação Bruta de Capital 11
1.2 Recursos para o Financiamento da Formação de Capital 16

PARTE II — Os Mecanismos de Canalização das Poupanças

2.1 Descrição Geral dos Mecanismos de Canalização das Poupanças para o Financiamento da Formação de Capital 25
2.2 A Canalização de Poupanças pelo Sistema Financeiro 26
2.3 Classificação das Fontes de Recursos para o Financiamento de Formação de Capital 32

ANEXO à Parte II — O Papel do Govêrno e do Setor Privado na Formação de Capital 37

PARTE III — Fundos Públicos para Formação de Capital

3.1 Orçamento da União 47
3.2 Fundos Especiais 51
3.3 Reinvestimentos Federais 52
3.4 Outros Fundos Federais 52
3.5 Recursos Regionais 56

PARTE IV — Fontes Privadas de Financiamento

4.1 O Mercado de Ações 59
4.2 Problemas Básicos do Mercado de Crédito 64
4.3 O Mercado de Crédito a curto prazo 66
4.4 O Mercado de Crédito a médio prazo 68
4.5 O Mercado de Crédito a longo prazo 71
4.6 As Sociedades de Investimentos 73
4.7 Tratamento Fiscal 74

PARTE V — Conclusões e Sugestões

5.1 Síntese das Características do Mercado Brasileiro de Capitais 77
5.2 Providências Recentes do Atual Govêrno 79
5.3 Sugestões para o Aperfeiçoamento do Mercado Brasileiro de Capitais 80

O Mercado Brasileiro de Capitais

Introdução

O objetivo do presente estudo consiste em descrever quantitativamente o processo de formação de capital no Brasil, indicando onde se originam as poupanças e como são elas canalizadas para o financiamento dos investimentos.(*) A análise se estenderá bem além da descrição convencional do Mercado de Capitais, porquanto as Bôlsas de Valôres e as Sociedades Financeiras em geral respondem apenas por uma pequena parcela dessa canalização.

O estudo divide-se em cinco partes.(**) A primeira descreve a origem da formação de poupanças, procurando identificar quem poupa. Os dados dessa secção são, essencialmente, os publicados pela Fundação Getúlio Vargas referentes à Conta Consolidada de Capital da Economia Brasileira. A segunda parte descreve, em linhas gerais, como essas poupanças são compulsória ou voluntàriamente captadas pelas fontes diretamente responsáveis pela concessão de recursos para a formação de capital; o interêse especial dessa secção reside no fato de que grande parte dessa captação de poupanças se tem processado por mecanismos compulsórios associados à inflação e, em particular, na análise de como o processo inflacionário tem canalizado poupanças privadas para o financiamento de inversões públicas.

(*) Agradecemos ao Prof. Isaac Kerstenetzky, da Fundação Getúlio Vargas, valiosas sugestões e comentários, particularmente em relação à parte I. Ocioso esclarecer que o Prof. Isaac não é responsável pelas possíveis deficiências, nem pelas conclusões do trabalho.

(**) Assinale-se que o presente trabalho, cujo objetivo foi acima definido, não se propôs empreender uma análise sistemática, pràticamente relevante e teòricamente fascinante, do comportamento e motivações dos investidores. Trata-se de aspecto que talvez venha a ser focalizado em um de nossos futuros estudos.

A terceira e a quarta parte descrevem, respectivamente, as fontes públicas e privadas de financiamento; não se trata aí da identificação de quem poupa, mas de quem supre, em última instância, os recursos para o financiamento das inversões públicas e privadas. A quinta parte finalmente resume algumas sugestões para o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais, tornando-o menos dependente dos mecanismos compulsórios, sobretudo dos associados à inflação.

A análise esforçar-se-á por ser o quanto possível quantitativa, não apenas citando verbalmente mas também aferindo a importância de cada uma das fontes de financiamento existentes. Todavia, as limitações de ordem estatística não permitem que se chegue ao grau de precisão e de pormenor que seria de se desejar.

Parte I

Estimativas globais da formação bruta de capital e das poupanças geradas para o seu financiamento

1.1 A Formação Bruta de Capital

As Contas Nacionais preparadas pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas incluem a estimativa, ano a ano, da formação bruta de capital no país, cobrindo o período 1947/1960. De acôrdo com essas estimativas, a formação bruta de capital no país teria oscilado, no período em análise, em tôrno da média de 16,6% do Produto Interno Bruto (PIB), como se pode inferir do Quadro I a seguir.

O método pelo qual essas estimativas de formação de capital foram apuradas impõe certas reservas preliminares e de ordem geral quanto à representatividade quantitativa dos resultados indicados. Com efeito, a não ser para 1949 e 1958, a formação bruta de capital fixo foi estimada não por adição direta de investimentos setoriais mas pela interpolação ou extrapolação dos dados referentes àqueles dois anos, por meio de um índice que combina o consumo aparente de matéria-prima e a importação de bens de capital. Especìficamente, o cálculo da formação bruta de capital seguiu a seguinte metodologia.

1) *Formação bruta do capital fixo*

As únicas avaliações diretas referem-se aos anos de 1949 e 1958. A primeira foi feita a partir dos dados do Censo de 1950 e a segunda

Quadro I *Formação Bruta de Capital*

ANO	FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO		VARIAÇÃO DE ESTOQUES		FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL	
	Cr$ bilhões	% do P I B	Cr$ bilhões	% do P I B	Cr$ bilhões	% do P I B
1947	28,4	17,4	— 2,8	— 1,7	25,6	15,7
1948	30,0	16,2	— 0,7	— 0,4	29,3	15,8
1949	32,3	15,1	— 4,1	— 1,9	28,2	13,2
1950	33,6	13,3	— 4,7	— 1,8	28,9	11,5
1951	49,2	16,2	8,6	2,8	57,8	19,0
1952	54,4	15,5	17,0	4,9	71,4	20,4
1953	55,8	13,1	2,7	0,6	58,5	13,8
1954	91,4	16,6	22,5	4,1	113,9	20,7
1955	99,2	14,4	13,5	2,0	112,7	16,4
1956	117,0	13,3	16,1	1,8	133,1	15,2
1957	137,9	13,2	32,5	3,1	170,4	16,2
1958	181,0	14,0	25,4	1,9	206,4	15,9
1959	288,0	16,3	66,1	3,7	354,1	20,0
1960	355,6	15,0	68,2	2,9	423,8	17,9

FONTE: IBRE — FGV.

utilizando como fonte principal o Registro Industrial de 1958. Para os outros anos, o Instituto Brasileiro de Economia recorre a uma projeção através de índices que combinam o consumo aparente de matérias-primas na produção interna (produção nacional mais importações menos exportações das respectivas matérias-primas) e a importação de bens de capital.

Para 1949 e 1958 os dados fundamentais foram calculados da forma seguinte:

a) a produção nacional de equipamentos avaliou-se pelos dados do Censo Industrial em 1949, e pelo Registro Industrial, em 1958, acrescentando-se ao valor da produção a preços de fábrica uma percentagem correspondente às margens de comercialização;

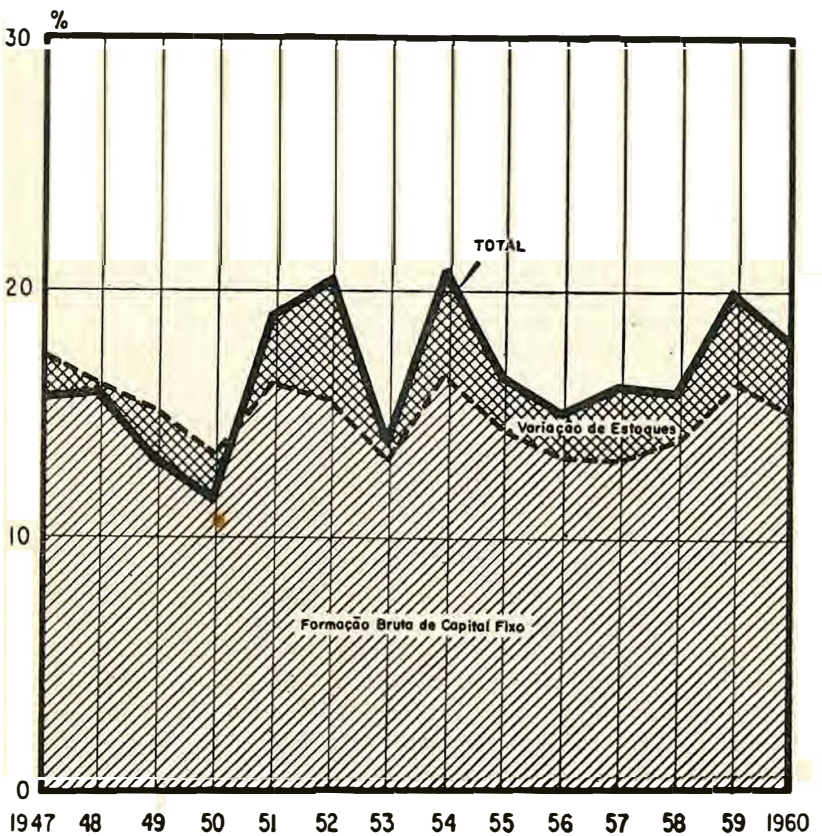
b) a importação de equipamentos foi calculada pelos registros do Serviço de Estatística Econômica e Financeira, do Ministério da Fazenda, acrescentando-se também a percentagem referente à comercialização;

c) as construções governamentais foram avaliadas com base nos orçamentos e balanços da União, Estados e Municípios;

GRÁFICO 1

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL

EM % DO P.I.B.



d) as construções do setor privado foram estimadas com base nas áreas licenciadas nos Municípios das Capitais e do preço médio de construção na região, introduzindo-se coeficientes de correção correspondentes aos prazos médios de construção, às áreas licenciadas mas não construídas e aos municípios fora das capitais.

No cálculo das estimativas projetadas para os outros anos, a não ser 1949 e 1958, foram utilizados os dados da produção nacional publicados pelo Serviço de Estatística da Produção do Ministério da Agricultura e os de importação e exportação coletados pelo já referido SEEF.

Na construção do índice de projeção, o consumo de matérias-primas é corrigido de modo a levar em conta as variações de estoques e o resultado é multiplicado por coeficientes estimados a partir dos Registros Industriais e correspondentes ao acréscimo de valor resultante da transformação industrial das referidas matérias-primas.

2) *Variação de estoques*

As estimativas subdividem-se em três itens:

a) variação de estoques na agricultura, identificada com a estimativa de variação dos rebanhos (a partir das estimativas do Serviço de Estatística da Produção e do preço médio dos animais em pé, em cada unidade da Federação);

b) variação dos estoques de produtos agrícolas, inclusive café, adquiridos pelo Govêrno (dados do Banco do Brasil e da SUMOC);

c) variação dos estoques no setor urbano, projetando-se os dados básicos consignados no Censo de 1950 pelas variações assinaladas no Registro Industrial e nos Inquéritos Econômicos.

Por mais cuidadoso que possa ser êsse método de avaliação por índices, é claro que os resultados obtidos não merecem a mesma confiança dos que resultariam da adição direta de investimentos setoriais. A falta de estatística do IBGE e outros órgãos coletores de informações primárias obriga a Fundação Getúlio Vargas, na ausência de melhor alternativa, a recorrer a êsse critério indireto de avaliação. Diga-se de passagem, a virtual falência do sistema estatístico brasileiro nos últimos anos é responsável pela desatualização da série a qual, como vimos, se estende apenas até 1960.

Feitas essas ressalvas quanto à metodologia estatística, podem-se anotar as seguintes principais observações a respeito da série da formação bruta de capital:

a) De um modo geral, as taxas de investimento reveladas pelo quadro I parecem consistentes com as taxas de crescimento calculadas para o Produto Real. Como assinalamos anteriormente, entre 1947 e 1960 a taxa bruta de formação de capital estimou-se, em média, em 16,6% do PIB. Deduzindo-se 5% do PIB como estimativa das depreciações, resultariam 11,6% do PIB como taxa líquida de investimentos. Comparando essa cifra com a taxa média de crescimento do Produto Real no período (5,8% a.a.) resultaria uma relação líquida incremental capital/produto de 2,0 em têrmos anuais. Não se dispõe de elementos de verificação direta quanto a essa relação. Mas a ordem de grandeza acima estimada parece razoável, tendo em vista o caráter predominantemente extensivo do incremento da produção agrícola no período em questão, a concentração de investimentos em setores manufatureiros de relação capital/produto relativamente baixa, e o descaso a que foram relegados certos investimentos sociais (v.g. habitação) de alta relação capital/produto.

b) Sobretudo nos primeiros anos da série, nota-se uma apreciável sensibilidade da taxa de formação de capital fixo à maior ou menor folga de importações. Assim, em anos de importações apertadas, como os de 1949, 1950 e 1953, a taxa bruta de formação de capital fixo se mostrou bem inferior à correspondente aos anos de importações folgadas, como 1951, 1952 e 1954.

c) O refôrço de investimentos, associado ao Programa de Metas do Govêrno Kubitschek, explica a alta da taxa de formação de capital fixo nos anos de 1959 e 1960.

d) As variações de estoques parecem ser fàcilmente interpretáveis em ordem de grandeza. Entre 1947 e 1950, os estoques teriam decrescido, primeiro por fôrça do esgotamento dos estoques de café em poder do DNC depois em virtude das restrições de importações impostas pela CEXIM. Em 1951 e, sobretudo em 1952, a CEXIM desafogou seus contrôles diante do temor de que a guerra da Coréia se transformasse num conflito mundial. O resultado foi a forte acumulação de estoques. Nos últimos anos da série (1957/1960), os aumentos de estoques foram grandemente influenciados pela superprodução cafeeira e pelo conseqüente acúmulo de excedentes em poder do IBC.

São essas algumas das observações sugeridas pelo exame das estimativas da formação bruta de capital no período 1947/1960. Convém ter sempre em mente que as estimativas supridas pela Fundação Getúlio Vargas, salvo para dois anos da série (1949 e 1958) foram obtidas por critérios indiretos de interpolação e extrapolação

e, como tal, devem ser encaradas com as devidas precauções. Seria altamente desejável que o IBGE se reaparelhasse de modo a se tornar capaz de fornecer os elementos necessários a uma apuração mais acurada da formação bruta de capital. Para isso seria necessário:

a) a coleta de estatísticas nacionais referentes ao volume e ao valor dos investimentos em construção;

b) a obtenção de informações das emprêsas quanto à compra e venda de equipamentos de produção nacional e importados.

1.2 Recursos para o Financiamento da Formação de Capital

Se as estimativas da formação bruta de capital no Brasil deixam a desejar, maiores ainda têm sido as dificuldades para construir um quadro consolidado dos recursos para o financiamento da formação de capital. A conta de capital publicada pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas vem, até agora, tentando estimar os recursos para a formação de capital pela sua subdivisão nos seguintes ítens:

1) – *poupança líquida do setor privado,* compreendendo:

a) poupança pessoal
b) lucro retido das emprêsas

2) – *poupança em conta corrente do Govêrno*
3) – *depreciação do capital fixo*
4) – *deficit em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos.*

A estimativa dêsses diversos ítens se tem processado da seguinte maneira:

1) *Poupança líquida do setor privado.* Divide-se nas parcelas já citadas:

a) poupança pessoal: estimada pela soma do aumento dos depósitos bancários populares e a prazo fixo, do acréscimo das reservas técnicas das companhias de seguro e capitalização e do incremento do papel-moeda em poder do público – dados êsses registrados pela SUMOC e pelo SEEF;

b) lucros retidos das emprêsas, calculados a partir das estimativas do lucro total (calculados, por sua vez, na base das declarações

ao Impôsto de Renda), aplicando-se um coeficiente de retenção construído pela Fundação Getúlio Vargas através da consolidação dos balanços das sociedades anônimas.

2) *Poupança em conta corrente do Govêrno.* Resulta da consolidação dos balanços em conta corrente da União, dos Estados e dos Municípios, substituindo-se, para vários municípios, os balanços pelas previsões orçamentárias, no caso de falta de informações sôbre os primeiros. A poupança governamental que figura na Conta de Capital inclui também a estimativa da poupança das instituições de Previdência Social.

3) *Depreciação do capital fixo.* Na falta de informações diretas suficientes para a estimativa das depreciações do capital fixo, o IBRE adota um critério simplificado, que consiste em estimar as depreciações em 5% do PIB a preços do mercado.

4) *Saldo em conta corrente do balanço de pagamentos.* Êste item é calculado com base nos dados do Balanço de Pagamentos, apurado anualmente pela SUMOC. Como os dados são registrados em dólares, a sua conversão em cruzeiros se faz, a partir de 1953 (quando começaram a vigorar taxas múltiplas de câmbio), a uma taxa variável, igual à média ponderada das taxas cambiais pagas aos exportadores.

Entre os itens acima, dois são estimados por critérios visìvelmente insatisfatórios — a poupança pessoal e a depreciação do capital fixo.

No que tange à poupança pessoal, a quantificação é falha, pois nem todo o incremento do papel-moeda em poder do público e dos depósitos populares e a prazo fixo corre por conta dos indivíduos, mas fica parcialmente em poder das emprêsas. Por outro lado, parte das poupanças pessoais constituídas sob a forma monetária são representadas por depósitos à vista. Entre as outras imperfeições na quantificação dêste item, deve-se frisar que algumas importantes modalidades de poupança pessoal são esquecidas: as empregadas na aquisição de imóveis, de ações, de títulos públicos e de letras de câmbio e as poupanças compulsórias tais como as resultantes da Lei n.º 1 474 (BNDE) ou da Lei n.º 4 242 (Empréstimo Compulsório). Somando as retificações, as aparências parecem indicar uma subestimação do item de poupança pessoal.

Ao contrário, no caso das depreciações, é legítimo acreditar que a taxa fixa de 5% é superestimada.

Com efeito, em virtude das exigências da legislação sôbre o Impôsto de Renda e da conseqüente avaliação das depreciações pelo

critério do custo histórico, numa economia altamente inflacionária, as depreciações realmente contabilizadas devem ter sido bem inferiores à taxa de 5%.

A título de experiência sugestiva, pode-se fazer uma comparação entre a relação depreciações/lucros retidos tal como resulta do balanço consolidado das Sociedades Anônimas (publicado pela "Conjuntura Econômica") e a mesma relação calculada pelos dados da Conta Consolidada de Capital, publicada pela FGV. Para os três últimos anos da série a situação apresenta-se como segue:

(Cr$ milhões)

ANO	*Depreciações*	*Lucros retidos*	*Depreciações/ Lucros retidos (1)*	*Depreciações/ Lucros retidos (2)*
1958.....	7 893	44 521	17,7%	114,2%
1959.....	13 054	51 269	25,5%	142,1%
1960.....	13 812	79 995	17,3%	142,4%

(1) Segundo os Balanços das Sociedades Anônimas.
(2) Segundo a Conta Consolidada de Capital.
FONTES: Conjuntura Econômica e Revista Brasileira de Economia.

Em que pesem as deficiências estatísticas, aparece com grande nitidez o valor exagerado conferido às depreciações na sistemática das Contas Nacionais.(*)

Finalmente, o deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente sofreu também distorção, no sentido de sua subavaliação, visto que sua contabilização se processou à taxa média de câmbio paga aos exportadores — taxa que permaneceu distorcivamente supervalorizada até 1961.

O resultado dessa imperfeição de estimativa é um considerável êrro de fechamento na Conta Consolidade de Capital. De um modo geral os recursos estimados para formação de capital ficam em média cêrca de 15% abaixo dos valôres estimados para aquela formação de capital, em alguns anos da série o êrro de fechamento ultrapassando 30%.

(*) É claro que as *depreciações reais* devem ter sido bem superiores às contabilizadas pelo custo histórico, devido à inflação, e para elas a estimativa de 5% talvez não fôsse exagerada. Todavia, o que interessa numa conta de capital onde os lucros retidos se indicam pelos valôres contabilizados (e não pelos reais), são as depreciações contabilizadas.

Tendo em vista essas dificuldades estatísticas e, por sugestão dos próprios responsáveis pela elaboração das Contas Nacionais na Fundação Getúlio Vargas, reconstruiremos a Conta Consolidada de Capital, de acôrdo com os seguintes critérios:

a) o total da formação bruta de capital conservará as estimativas descritas no parágrafo 1.1;

b) os recursos para o financiamento de formação de capital serão divididos em:

b.1 — poupança em conta corrente do Govêrno — conservando as estimativas acima descritas e incluídas na conta Consolidada de Capital;

b-2 — deficit em conta corrente do Balanço de Pagamentos — idem;

Quadro II *Conta consolidada de capital — Cr$ bilhões — (preços correntes)*

ITENS / ANOS	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
Formação bruta de capital fixo.....	28,4	30,0	32,3	33,6	49,2	54,4	55,8
Variação de estoques.....	— 2,8	— 0,7	— 4,1	— 4,7	8,6	17,0	2,7
A. *Total da formação de capital*.....	25,6	29,3	28,2	28,9	57,8	71,4	58,5
Poupança bruta do setor privado	16,4	21,5	18,5	25,2	36,1	46,7	55,0
Poupança em c/c do Govêrno...	6,1	7,0	7,5	5,6	13,0	11,5	4,1
Deficit em c/c do balanço de pagamentos (*).....	3,1	0,8	2,2	— 1,9	8,7	13,2	— 0,6
B. *Total dos recursos para a formação de capital*.....	25,6	29,3	28,2	28,9	57,8	71,4	58,5

	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Formação bruta de capital fixo.....	91,4	99,2	117,0	137,9	181,0	288,0	355,6
Variação de estoques.....	22,5	13,5	16,1	32,5	25,4	66,1	68,2
A. *Total da formação de capital*.....	113,9	112,7	133,1	170,4	206,4	354,1	423,8
Poupança bruta do setor privado	87,0	98,8	126,8	143,1	132,2	237,2	270,4
Poupança em c/c do Govêrno...	20,2	12,9	5,6	13,1	56,2	83,7	95,4
Deficit em c/c do balanço de pagamentos (*).....	6,7	1,0	0,7	14,2	18,0	33,2	58,0
B. *Total dos recursos para a formação de capital*.....	113,9	112,7	133,1	170,4	206,4	354,1	423,8

(*) Superavit com sinal negativo.
FONTE: IBRE — FGV.

b.3 — poupança bruta do setor privado — calculada como resíduo entre as parcelas acima descritas.

Por êsse critério, chega-se à Conta Consolidada de Capital apresentada no Quadro II. Em percentagem sôbre o PIB os resultados são os indicados no Quadro III.

Quadro III *Conta consolidada de capital (em % sôbre o PIB)*

	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
Formação bruta de capital fixo.....	17,3	16,1	15,0	13,3	16,1	15,5	13,0
Variação de estoques.....	— 1,7	— 0,4	— 1,9	— 1,9	2,8	4,9	0,6
A. *Total da formação de capital*.....	15,6	15,7	13,1	11,4	18,9	20,4	13,6
Poupança bruta do setor privado	10,0	11,5	8,6	10,0	11,8	13,3	12,8
Poupança em c/c do Govêrno...	3,7	3,8	3,5	2,2	4,3	3,3	0,9
Deficit em c/c do Balanço de pagamentos (*).....	1,9	0,4	1,0	— 0,8	2,8	3,8	— 0,1
B. *Total dos recursos para formação de capital*.....	15,6	15,7	13,1	11,4	18,9	20,4	13,6

	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Formação bruta de capital fixo.....	16,5	14,3	13,2	13,0	13,9	16,1	14,9
Variações de estoques.....	4,0	2,0	1,8	3,1	1,9	3,7	2,9
A. *Total da formação de capital*.....	20,5	16,3	15,0	16,1	15,8	19,8	17,8
Poupança bruta do setor privado	15,7	14,3	14,3	13,6	10,1	13,2	11,4
Poupança em c/c do Govêrno...	3,6	1,9	0,6	1,2	4,3	4,7	4,0
Deficit em c/c do Balanço de pagamentos (*).....	1,2	0,1	0,1	1,3	1,4	1,9	2,4
B. *Total dos recursos para formação de capital*.....	20,5	16,3	15,0	16,1	15,8	19,8	17,8

(*) Superavit com sinal negativo.
FONTE: IBRE — FGV.

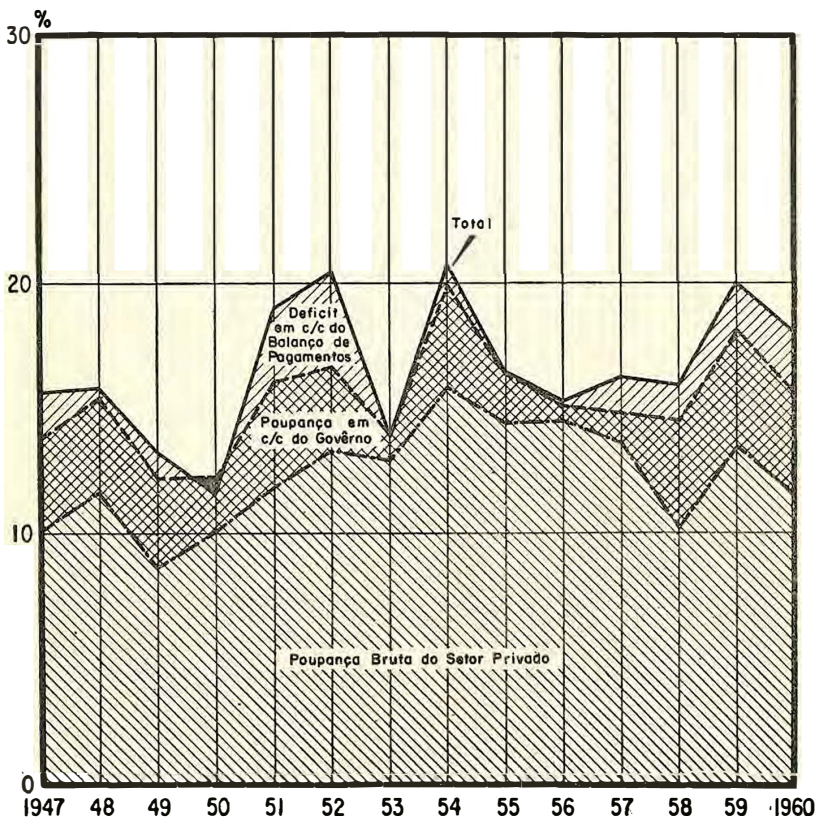
A julgar por êsses dados, os recursos para o financiamento da formação de capital no Brasil teriam correspondido, em média, a 16,6% do PIB, sendo:

poupança bruta do setor privado	12,3% do PIB
saldo do Govêrno em conta corrente	3,0% do PIB
deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente	1,3% do PIB
Total	16,6% do PIB

GRÁFICO 2

FINANCIAMENTO DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL

EM % DO P.I.B.



Em média, portanto, 74% da formação de capital no Brasil teria sido financiada, no período 1947/1960, pelas poupanças brutas do setor privado; 18% pelas poupanças governamentais e apenas 8% pelo saldo do ingresso de capitais estrangeiros.(*)

De um modo geral, os diversos componentes dos recursos para a formação de capital oscilaram sensìvelmente, em percentagem do PIB, no período em análise. Sem entrar na análise das flutuações ano a ano, que talvez dependesse de estimativas mais acuradas, é interessante observar o comportamento dêsses diversos componentes nos subperíodos de 1947/1951, 1952/1957 e 1958/1960.

Recursos para o financiamento da formação de capital (em percentagem sôbre o PIB — médias anuais)

ITEM	1947/1951	1952/1957	1958/1960
Poupança bruta do setor privado	10,4	14,1	11,7
Saldo do Govêrno em Conta Corrente	3,5	2,0	4,3
Deficit do Balanço de Pagamentos em Conta Corrente	1,1	1,1	1,9
TOTAL	15,0	17,2	17,9

FONTE - IBRE - FGV.

Como se observa, a poupança bruta do setor privado, em percentagem do PIB, se teria elevado consideràvelmente no período de 1952/1957, caindo no triênio subseqüente. A poupança Governamental, ao contrário, teria sido bastante pequena no período 1952/ /1957, crescendo consideràvelmente nos anos 1958/1960. A poupança oriunda do exterior, finalmente, teria contribuído de forma especial para a formação de capital nos três últimos anos da série.

Não é fácil encontrar os motivos das variações assinaladas na poupança bruta do setor privado em percentagem do PIB (as va-

(*) Na realidade a conversão do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente foi feita a taxas cambiais supervalorizadas, conforme anteriormente assinalado. Isso implica numa certa subestimação estatística do papel da poupança externa.

riações da poupança governamental e do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente são de explicação simples, em grande parte de natureza autônoma). Certas correlações usuais, entre a poupança privada e a distribuição funcional da renda e a carga tributária não chegam a qualquer resultado expressivo, quando desenvolvidas com base nos dados das Contas Nacionais. Seria necessário um conhecimento empírico bem mais profundo da economia brasileira e provàvelmente, estimativas bem mais acuradas da Conta Consolidada de Capital para que se pudesse proceder a uma análise dêsse tipo.

Parte II — Os mecanismos de canalização das poupanças

2.1 Descrição Geral dos Mecanismos de Canalização das Poupanças para o Financiamento da Formação de Capital

A igualdade *ex-post* entre poupança (mais deficit de Balanço de Pagamentos em conta corrente) e investimento sintetiza uma série intrincada de mecanismos, através dos quais as economias privadas e públicas suprem recursos para o financiamento da formação do capital no país. A descrição pormenorizada dêsses mecanismos constituirá o objeto do presente capítulo.

De um modo geral, as poupanças brutas do setor privado (economias individuais, lucros retidos e depreciação das emprêsas e parte do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente) são canalizadas para o financiamento da formação de capital por três caminhos:

a) a canalização direta para o financiamento de inversões privadas, via aplicação direta dos fundos, via reinversões de lucros nas emprêsas, via subscrição de novas ações de emprêsas (diretamente ou através da Bôlsa de Valôres), etc.;

b) a canalização indireta, por intermédio do sistema financeiro. Boa parte das poupanças privadas na atual conjuntura inflacionária, é representada pelo aumento de encaixes monetários retidos pelos indivíduos e emprêsas. Também o sistema bancário capta poupança sob a forma de depósitos a prazo, letras de câmbio, etc. Finalmente, o Banco do Brasil tem captado vultosos recursos vinculados às ope-

rações de comércio com o exterior (saldo dos ágios sôbre bonificações, quotas de retenção de café, depósitos compulsórios de importadores, etc.): os recursos canalizados pelo sistema financeiro vão financiar investimentos públicos e privados na proporção ditada pela política de crédito posta em prática;

c) a canalização direta para o financiamento de inversões controladas pelo setor público, via subscrição voluntária ou compulsória de títulos da dívida pública. (*)

Quanto às poupanças públicas (*superavit* do Govêrno em conta corrente), elas têm sido sobretudo canalizadas para o financiamento de investimentos públicos. Uma parcela relevante, todavia, correspondente ao saldo dos ágios sôbre bonificações, se canaliza através do sistema financeiro.(**)

Em síntese, os mecanismos pelos quais as poupanças privadas e públicas se têm canalizado para o financiamento da formação de capital, se resumem no diagrama a seguir.

2.2 A Canalização de Poupanças pelo Sistema Financeiro

Não se dispõe de estatísticas suficientes para quantificar os recursos que nos últimos anos vêm percorrendo cada um dos canais poupança — investimento descritos na secção anterior. Num caso, todavia, se possui razoável evidência quantitativa: no das poupanças canalizadas através do sistema financeiro.

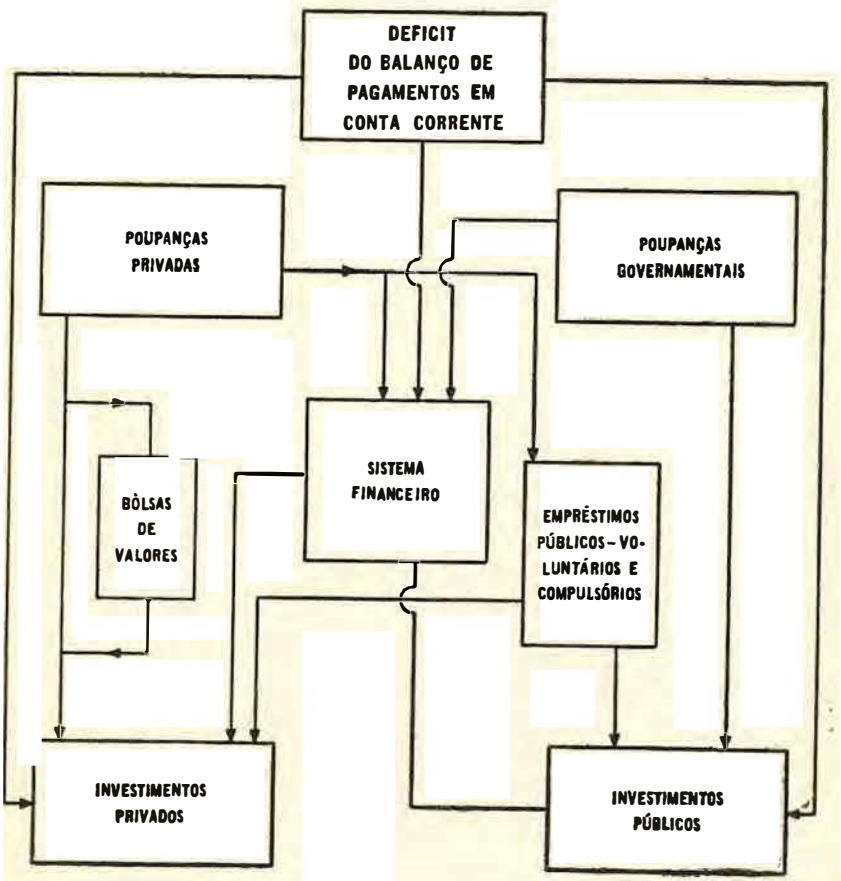
Os quadros IV e V a seguir transcrevem as apurações da SUMOC quanto às poupanças coletadas e os recursos para o financiamento da formação de capital cedidos pelo sistema financeiro, no período 1954/1960. Êsses quadros consolidam as operações dos bancos comerciais, do Banco do Brasil, do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, das instituições de previdência social e das companhias de seguro e capitalização. Os quadros não são isentos de certa possibilidade de dupla contagem, (***) mas é de se supor

(*) Nem sempre os empréstimos públicos no Brasil se têm destinado ao financiamento de inversões governamentais. As obrigações do BNDE, por exemplo, freqüentemente têm suprido recursos para o financiamento de inversões privadas.

(**) Que nas contas nacionais é computado como receita.

(***) Assim, por exemplo, seria possível que os depósitos de um indivíduo servissem para o financiamento das despesas de consumo de outro pelo sistema bancário. A operação entraria no ativo e no passivo dos quadros, mas realmente não corresponderia a nenhuma poupança líquida.

MECANISMOS DE CANALIZAÇÃO: POUPANÇA - INVESTIMENTOS



que os erros daí advindos não sejam de molde a inutilizar as comparações que se seguem.

Pelo confronto dos totais dos quadros com as estimativas agregativas indicadas na Parte I dêste estudo, conclui-se que o sistema financeiro no Brasil tem canalizado uma parcela substantiva das poupanças geradas pela economia — sobretudo das poupanças geradas pelo setor privado. Assim, entre 1954 e 1960, a percentagem do total de recursos para a formação de capital, suprida pelo sistema financeiro, teria evoluído da seguinte forma (ressalvadas as possibilidades de dupla contagem):

ANO	*Porcentagem do total de recursos para a formação de capital suprida pelo sistema financeiro*
1954	53,7
1955	44,9
1956	66,0
1957	71,4
1958	66,8
1959	57,4
1960	79,4

FONTES: SUMOC e FGV.

Releva ainda notar que uma parcela substancial dessas poupanças canalizadas pelo sistema financeiro (mais de 60% em 1962) tem sido representada simplesmente pelo aumento dos meios de pagamento retidos pelo público sobretudo em virtude da inflação.

Pode-se observar, de um modo geral, que o sistema financeiro tem sido um importante instrumento de drenagem de poupanças privadas para o financiamento de inversões públicas. Isso porque os empréstimos concedidos pelo sistema às entidades públicas têm sido muito superiores às poupanças governamentais por êle canalizadas. (*) Êsse problema de absorção de poupanças privadas pelo setor público será discutido com alguma minúcia no anexo ao presente capítulo.

(*) Os únicos recursos incluídos no Quadro IV e classificados como parte da poupança governamental correspondem ao saldo dos ágios sôbre bonificações.

Quadro IV *Poupanças brutas canalizadas pelo sistema financeiro — Variações anuais ou trimestrais*

Cr$ 1 000 000

DISCRIMINAÇÃO	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
I — POUPANÇAS MONETÁRIAS (a)	26 771	25 851	37 293	70 359	56 809	142 074	175 830	326 408	653 242
Papel-moeda em circulação fora do Sistema Financeiro	10 662	8 057	10 032	13 356	18 293	26 580	41 368	82 437	137 792
Moeda Escritural fora do Sistema Financeiro	16 109	17 794	27 261	57 003	38 516	115 485	134 462	243 971	515 450
Depósitos Populares	6 448	4 760	7 903	14 681	11 202	23 317	35 183	35 395	95 217
Outras	9 661	13 034	10 358	42 322	27 314	92 168	99 279	208 576	420 233
II — POUPANÇAS NÃO MONETÁRIAS DE ORIGEM INTERNA (b)	25 304	22 991	46 951	40 541	64 192	34 520	132 327	229 438	264 615
1. Voluntárias	11 527	11 087	17 991	22 230	30 383	32 025	64 836	85 934	163 053
Recursos próprios	3 776	6 084	10 636	10 128	18 059	17 488	33 018	54 522	120 058
Capital	1 034	835	5 482	2 458	8 129	7 472	9 517	19 850	24 463
Reservas	2 742	6 059	3 214	7 670	14 930	10 016	23 501	34 672	95 395
Recursos de terceiros	7 751	4 203	7 295	12 102	12 324	14 537	31 818	31 412	42 995
Depósitos à vista	2 980	4 110	3 698	6 910	7 198	6 612	12 087	18 854	29 858
Depósitos a prazo	3 119	— 1 036	2 417	3 514	3 274	5 631	16 729	8 154	6 043
Reservas técnicas de Companhias de Seguro	1 372	818	890	1 372	1 858	1 999	2 642	3 939	6 165
Reservas técnicas de Companhias de Capitalização	280	311	299	366	— 6	295	360	465	929
2. Compulsórias	13 777	11 904	28 960	18 311	33 809	2 495	67 491	143 504	97 112
BNDE — Adicional do Impôsto de Renda	241	4 360	4 895	5 911	5 648	7 206	10 580	17 154	22 258
BNDE — Depósitos especiais	— 9	330	1 696	2 498	3 733	4 613	— 1 659	306	11 095
Instituições de Previdência Social	2 929	3 429	6 597	6 948	12 643	7 468	26 138	22 747	— 1 047
Reservas técnicas	2 694	3 043	5 985	6 852	11 747	6 237	23 628	18 311	— 1 078
Recolhimentos diversos	235	386	612	96	896	1 231	2 500	4 436	31
Depósitos compulsórios no Sistema Bancário	107	195	— 180	303	744	917	1 656	758	3 826
Saldo líquido de ágios e bonificações (*)	13 102	3 705	16 951	2 400	10 310	— 18 063	17 796	20 309	— 15 769
Obrigações da Carteira de Câmbio do Banco do Brasil no País	— 2 593	—85	—999	251	733	354	12 980	82 230	76 749
Letras do Banco do Brasil	—	—	—	—	—	—	12 577	43 948	—
Outras	— 2 593	—85	—999	251	733	354	403	38 282	—
III — POUPANÇAS DE ORIGEM EXTERNA (c)	5 161	—760	— 2 005	1 979	5 646	6 233	10 240	— 5 127	— 9 638
Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico	541	958	1 402	237	810	3 268	8 031	6 966	6 548
Sistema Bancário	4 620	—1 718	— 3 407	1 742	4 836	2 965	2 209	12 093	—16 186
IV — OUTRAS EXIGIBILIDADES (d)	3 976	2 486	5 720	8 835	11 165	20 311	18 216	45 386	109 713
TOTAL GERAL (a+b+c+d)	61 212	50 568	87 959	121 714	137 812	203 138	336 613	596 105	1 013 482

FONTE: SUMOC.

(*) Inclusive compra e venda de produtos de exportação e importação.

Quadro V *Recursos para a formação de capital supridos pelo sistema financeiro*
Variações anuais ou trimestrais

Cr$ 1 000 000

DISCRIMINAÇÃO	1954	1955	1956	1957	1958
I — EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS.	50 010	35 848	67 245	101 272	97 893
Ao Tesouro Nacional	5 843	8 286	24 715	40 063	28 143
A Governos Estaduais e Municipais	6 933	1 808	782	— 948	623
A Autarquias e outras Entidades Públicas	612	209	— 310	1 209	— 64
Hipotecários	2 316	2 189	1 984	2 796	3 671
Outros empréstimos ao público	33 110	21 475	37 331	52 929	59 701
BNDE — Operações específicas de fomento econômico	1 196	1 325	2 432	5 162	5 647
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	—	556	311	61	172
II — INVESTIMENTOS MOBILIÁRIOS	243	753	1 162	1 239	4 748
Títulos públicos	2 052	446	— 61	— 90	2 884
BNDE — Participação em capitais por conta própria	— 5	—	48	248	71
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	—	—	361	19	155
Títulos particulares de outras entidades do Sistema	1 800	307	816	1 062	1 638
Títulos de países estrangeiros	— 4	—	— 2	—	—
III — INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS	3 356	3 318	6 637	7 167	11 339
IV — RETENÇÃO DE RECURSOS PELO TESOURO NACIONAL	646	2 200	4 893	2 559	924
V — RETENÇÃO DE CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS POR EMPRÊSAS	1 553	1 879	2 923	4 735	5 699
VI — CRÉDITOS ESPECIAIS	—	1 228	329	419	424
VII — APLICAÇÕES DIVERSAS DE BANCO CENTRAL	— 6	— 7	16	6	159
VIII — OURO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS	14	15	18	7	24
IX — OUTRAS CONTAS	4 545	5 121	4 754	4 099	12 781
X — VALOR RESIDUAL	851	213	— 18	211	3 821
TOTAL GERAL	61 212	50 568	87 959	121 714	137 812

FONTE: SUMOC

Quadro V *Recursos para a formação de capital supridos pelo sistema financeiro — Variações anuais ou trimestrais*

Cr$ 1 000 000

DISCRIMINAÇÃO	1959	1960	1961	1962
I — EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS....	161 409	288 277	488 349	799 234
Ao Tesouro Nacional.....	49 505	93 564	236 511	246 324
A Governos Estaduais e Municipais.....	— 668	2 577	1 778	3 285
A Autarquias e outras Entidades Públicas.....	3 520	5 760	5 757	2 575
Hipotecários.....	2 814	5 485	4 153	10 465
Outros empréstimos ao público.....	94 112	167 566	228 328	498 550
BNDE — Operações específicas de fomento econômico.....	12 071	13 259	11 635	31 724
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	55	66	187	6 311
II — INVESTIMENTOS MOBILIÁRIOS.....	2 565	6 677	7 848	45 811
Títulos públicos.....	— 211	— 1 411	2 426	4 311
BNDE — Participação em capitais por conta própria.....	830	753	850	27 576
BNDE — Idem por conta do Tesouro Nacional	234	756	7 093	— 9 329
Títulos particulares de outras entidades do Sistema.....	1 711	6 578	— 2 965	18 871
Títulos de países estrangeiros.....	1	1	444	— 190
III — INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS.....	13 496	26 564	32 605	10 496
IV — RETENÇÃO DE RECURSOS PELO TESOURO NACIONAL.....	306	— 700	— 4 138	3 404
V — RETENÇÃO DE CONTRIBUIÇÕES SOCIAIS POR EMPRÊSAS.....	5 048	6 292	6 191	3 187
VI — CRÉDITOS ESPECIAIS.....	278	— 299	1 561	2 285
VII — APLICAÇÕES DIVERSAS DE BANCO CENTRAL.....	16	162	185	
VIII — OURO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS.....	25	— 730	272	— 219
IX — OUTRAS CONTAS.....	22 529	4 631	61 130	58 728
X — VALOR RESIDUAL.....	— 2 529	5 739	2 102	— 9 352
TOTAL GERAL.....	203 138	336 613	596 105	417 377

FONTE: SUMOC

2.3 Classificação das Fontes de Recursos para o Financiamento de Formação de Capital

Para efeitos da análise do processo de formação de capital no Brasil é importante identificar as fontes de recursos que suprem, em última instância, os fundos para o financiamento dos investimentos. Essas fontes, vale repetir, não indicam a origem das poupanças, mas representam apenas as terminais das canalizações através das quais as economias públicas e privadas são conduzidas ao financiamento das inversões.

No presente estudo adotaremos, para os objetivos em causa, a seguinte classificação:

A. *Fontes internas públicas*

A-1) Orçamento da União;

A-2) Fundos Especiais (que não constam do orçamento);

A-3) Reinvestimentos federais (lucros reinvestidos pelas Sociedades de Economia Mista do Govêrno Federal);

A-4) Outras fontes federais (créditos especiais, agências financeiras do Govêrno Federal, Dívida Pública);

A-5) Orçamentos dos Estados e Municípios.

B. *Fontes internas privadas*

B-1) Poupanças privadas não canalizadas através do sistema financeiro;

B-2) Empréstimos dos Bancos Comerciais, Sociedades de Crédito e Financiamento e demais Instituições financeiras privadas.

C. *Fontes externas*

C-1) Públicas (empréstimos de agências internacionais e Governos);

C-2) Privadas (investimentos diretos, financiamentos privados e reinvestimentos de emprêsas estrangeiras).

Para ter-se idéia do que representam — ou deveriam representar — essas diversas fontes nos investimentos totais da economia brasileira,

é bastante instrutivo o exame do Quadro VI, que sintetiza os investimentos programados para o biênio 1965-1966 pelo Programa de Ação do Govêrno. Êsse programa consolidou os investimentos de certos setores, abrangendo 76 e 77 por cento, respectivamente, do total da formação bruta de capital fixo esperado para os anos mencionados.

Admitindo-se, como faz o Programa, que será alcançada a taxa da formação de capital fixo de 17% do PIB e que a parte de investimentos não consolidados ficará a cargo exclusivo do setor privado, a participação geral das fontes de financiamento apresentar-se-á nos valôres registrados no Quadro VI. A distribuição percentual entre fontes internas, externas, públicas, privadas, federais, estaduais e municipais, está assinalada no Quadro VII. Em relação ao PIB, os três grandes setores visados — público, privado e externo — apresentariam a seguinte proporção percentual, a qual ressalta, de um lado, a continuação da preeminência do setor público e, de outro, a importante contribuição que se espera do setor externo:

	1965	*1966*
Fontes públicas	7,7%	7,8%
Fontes privadas	5,7%	5,5%
Fontes externas	3,7%	3,9%

Convém observar, mais uma vez, que os dados acima indicam as percentagens sôbre o PIB do suprimento de recursos para inversão pelas diversas fontes, mas não exprimem as percentagens sôbre o PIB da poupança pública, privada e interna de onde se originarão os fundos para essas inversões. A poupança privada deverá, de fato, corresponder a maior percentagem do PIB do que a acima indicada, visto que parte do seu total será canalizada para as fontes públicas através do sistema financeiro e através dos empréstimos compulsórios. Em contrapartida, a poupança pública, numa época de orçamentos deficitários, será inferior ao fornecimento de recursos para inversão pelas fontes governamentais. Por último, a contribuição líquida do setor externo para a formação de capital será inferior aos 3,7 e 3,9% acima indicados, já que parte das divisas correspondentes se destinará não à cobertura do deficit do Balanço de Pagamentos em conta corrente (o qual é previsto, para cada um dos anos, em cêrca de 2% do PIB), mas simplesmente à amortização da dívida do país com o exterior.

2 — 25.028

Quadro VI *Programação de investimentos para 1965-1966 — Fontes de Recursos — Cr$ bilhões (preços de junho de 1964)*

FONTES DE RECURSOS	1965		1966	
	Cr$ bilhões	% s/ PIB	Cr$ bilhões	% s/ PIB
Fontes de Investimentos Consolidados:	*2 463,4*	*13,0*	*2 657,1*	*13,3*
Orçamento da União	591,8	3,1	654,5	3,3
Fundos	231,9	1,2	251,9	1,3
Reinvestimentos federais	219,9	1,2	227,7	1,1
Outras fontes federais	157,0	0,8	151,4	0,7
Estados e Municípios	260,7	1,4	271,9	1,4
Privadas	310,9	1,6	318,7	1,6
Externas	691,2	3,7	781,0	3,9
Não consolidados (fontes privadas)	*783,6*	*4,1*	*778,9*	*3,9*
TOTAL	3 247,0	17,1	3 436,0	17,2

FONTE: Programa de Ação Econômica do Govêrno 1964-1966 (Síntese)

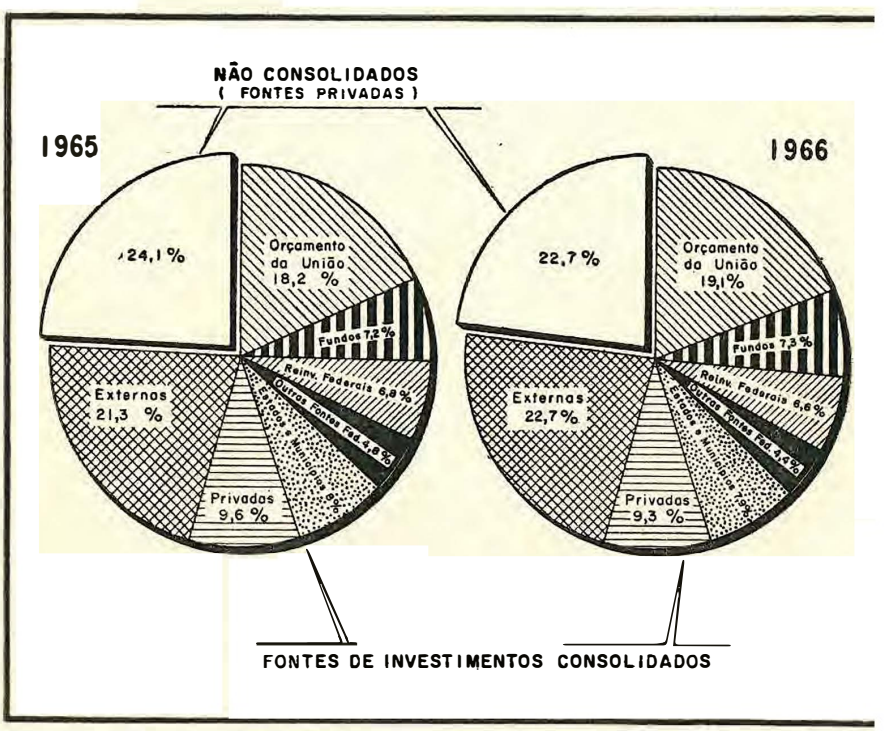
Quadro VII *Previsão da Participação percentual das Fontes de investimentos 1965-1966*

ITEM	1965	1966
Fontes de Investimentos Consolidados:	*75,9*	*77,3*
Orçamento da União	18,2	19,1
Fundos	7,2	7,3
Reinvestimentos Federais	6,8	6,6
Outras fontes federais	4,8	4,4
Estados e Municípios	8,0	7,9
Privadas	9,6	9,3
Externas	21,3	22,7
Não consolidados (fontes privadas)	*24,1*	*22,7*
TOTAL	100,0	100,0

FONTE: Programa de Ação Econômica do Govêrno 1964-1966 (Síntese)

GRÁFICO 3

PREVISÃO DA PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL DAS FONTES DE INVESTIMENTOS 1965 / 1966



Anexo à Parte II

O papel do govêrno e do setor privado na formação de capital

A) *Formação de Capital: Setor Público e Setor Privado*

Conquanto nos últimos anos o setor público só venha gerando 20% das poupanças investidas no país (os outros 80% correspondendo às poupanças privadas e ao deficit em conta corrente do Balanço de Pagamentos), a sua participação no processo de formação de capital tem sido bem mais pronunciada. O Govêrno, de fato, vem assumindo, no Brasil, um papel cada vez mais importante como investidor em setores básicos, e um considerável volume de poupanças lhe tem sido canalizado através da inflação e de diversos mecanismos compulsórios.

O Quadro VIII registra, de acôrdo com as estimativas do IBRE, Instituto Brasileiro de Economia — Fundação Getúlio Vargas, a distribuição da formação bruta de capital fixo conforme a sua realização, pelo setor privado e pelo Govêrno. O exame sucinto dêsse quadro ressalta a tendência ascendente da participação do Govêrno nos investimentos: ao passo que nos primeiros cinco anos do período a média de sua participação foi de 25,7%, nos últimos cinco anos essa média subiu para 34,7%. Simètricamente, a participação do setor privado caiu de 74,3% para 65,3%.

Contudo, a situação, tal como resulta do Quadro VIII, ainda não representa a realidade, pois subestima a participação do Govêrno pelo fato de incluir os investimentos das Sociedades Mistas no item referente às emprêsas privadas.

Um levantamento feito pelo IBRE, dos investimentos das 28 principais emprêsas ou órgãos do Govêrno Federal no período 1956/ /1960, resulta em desenvolver ainda mais a participação governamental nos investimentos totais. Com efeito, as 28 emprêsas consideradas procederam no período indicado a investimentos no valor total de Cr$ 106,5 bilhões, distribuídos anualmente como segue:

1956	Cr$	4,0	bilhões
1957	Cr$	7,2	"
1958	Cr$	34,8	"
1959	Cr$	26,1	"
1960	Cr$	35,2	"

Computando êsses valôres nos constantes do Quadro VIII, chega-se a um resultado bem diferente, registrado no Quadro IX, adiante.

Quadro VIII *Formação bruta de capital fixo — Govêrno e emprêsas* (*)

INVESTIDOR / ANOS	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
Govêrno							
Cr$ bilhões	4,5	7,0	9,5	11,8	12,3	14,6	16,4
% do total	15,8	23,3	29,4	35,1	25,0	26,8	29,4
Emprêsas							
Cr$ bilhões	23,9	23,0	22,8	21,8	36,9	39,8	39,4
% do total	84,2	76,7	70,6	64,9	75,0	73,2	70,6
Total							
Cr$ bilhões	28,4	30,0	32,3	33,6	49,2	54,4	55,8

	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
Govêrno							
Cr$ bilhões	22,2	23,8	29,0	51,0	73,9	93,1	136,5
% do total	24,3	24,0	24,8	37,0	40,8	32,3	38,4
Emprêsas							
Cr$ bilhões	69,2	75,4	88,0	86,9	107,1	194,9	219,1
% do total	75,7	76,0	75,2	63,0	59,2	67,7	61,6
Total							
Cr$ bilhões	91,4	99,2	117,0	137,9	181,0	288,0	355,6

FONTE: IBRE — FGV.

(*) Inclusive emprêsas governamentais.

Quadro IX *Formação bruta de capital fixo: Govêrno e emprêsas privadas*

INVESTIDOR \ ANOS	1956	1957	1958	1959	1960
Govêrnos e emprêsas federais					
Cr$ bilhões	33,0	58,2	108,7	119,2	171,7
%	28,2	42,2	60,1	41,4	48,3
Emprêsas privadas					
Cr$ bilhões	84,0	79,7	72,3	168,8	183,9
%	71,8	57,8	39,9	58,6	51,7

FONTE: IBRE — FGV.

No qüinqüênio, a participação média do setor governamental passou para 43,9% (em vez de 34,7% anteriormente) ao passo que as emprêsas privadas participaram com 56,1% (em vez de 65,3%). A participação mais alta no ano de 1958 deveu-se à concentração dos investimentos na Rêde Ferroviária Federal, de modo que se poderia considerar como normal uma percentagem de 40%, mas o quadro não inclui tôdas as emprêsas federais, nem a participação nas emprêsas de nível estadual ou municipal (vários organismos regionais de investimento desenvolveram-se ùltimamente, como o CODESUL, o BRDE, o CODEPAR, o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais, etc.). De outro lado, os últimos anos registraram o recrudescimento do estatismo, de modo que se pode considerar que a percentagem de 40% foi ultrapassada de muito.

Uma visão mais completa pode ser alcançada graças ao estudo do orçamento consolidado do Govêrno Federal para o exercício de 1964 (recentemente divulgado), abrangendo a Administração Centralizada bem como 69 entidades descentralizadas. O quadro sintético dêsse orçamento consolidado apresenta-se da forma seguinte (em Cr$ bilhões):

Orçamento consolidado do govêrno federal — 1964 (*) — Cr$ bilhões

CATEGORIA	*Total Consolidado*	*Tesouro Nacional*	*Administração descentralizada*
Receita	3 996,9	1 478,8	2 518,1
Despesa	5 021,7	1 157,6	3 864,1
Ordinárias	3 232,9	711,4	2 521,5
Capital	1 788,8	446,2	1 342,6
Deficit	1 024,8	321,2	1 346,0

(*) Os dados relativos ao Tesouro Nacional são os constantes da lei orçamentária para 1964, uma vez que as modificações na programação financeira, mencionadas anteriormente, são posteriores à consolidação.

FONTE: Gabinete do Ministro do Planejamento.

Como o PIB pode ser estimado, para 1964, em cêrca de Cr$ 18 bilhões, as despesas de capital constantes do orçamento consolidado alcançariam aproximadamente 10% do PIB. Se admitirmos a manutenção da taxa média da formação de capital no período estudado (1947-1960) ou seja 16,6% — o que talvez seja ainda um pouco superestimado — a participação federal atingiria cêrca de 60% do total dos investimentos. Se a esta percentagem acrescentássemos os investimentos aplicados pelos governos estaduais e municipais obteríamos uma imagem bastante elucidativa do grau de estatização da economia brasileira nos esforços desenvolvimentistas. Os cortes de despesa recentemente levados a cabo, como parte do programa de contenção inflacionária, reduziram de algo as cifras acima orçadas. Ainda assim, é provável que, no ano de 1964, a participação federal nos investimentos se situe em tôrno de 50%.

A crescente participação do Govêrno nos investimentos (apesar de continuar o setor privado como fonte principal dos recursos, tal como aparece no Quadro II) é resultado tanto das tendências políticas prevalecentes nos últimos anos, como das próprias necessidades do desenvolvimento, pois os setores criadores de economias externas de longa maturação e lucros reduzidos, interessam pouco à emprêsa privada, ficando o Govêrno na obrigação de assumir a aplicação dos recursos, (conforme o orçamento consolidado de 1964, quatro setores de base — transporte e comunicações, desenvolvimento regional, indústria e energia — absorvem 62,5% dos investimentos totais).

Essa tendência estatizante foi incentivada e sustentada pela aceleração do processo inflacionário. Com efeito, o desinterêsse pelas indústrias de base, de longa maturação, chegou a ser absoluto dentro de uma conjuntura inflacionária que torna impossível qualquer previsão orçamentária. A aplicação de contrôles de preços ou de tarifas irrealistas nesses setores, durante a inflação, afasta ainda mais o interêsse dos investidores. A dissolução do mercado de fundos privados para a aplicação em empréstimos a longo prazo, a necessidade de aplicar maiores parcelas dos lucros retidos para a reposição de estoques, as restrições à expansão de crédito, etc. — fenômenos típicos de uma inflação acelerada — contribuíram para a retração dos investidores privados e para a transferência forçada das poupanças para a área do Govêrno.

B) *A Absorção de Poupanças Privadas pelo Setor Público*

A importante e crescente participação do setor público na formação bruta de capital tornou-se possível graças à absorção da pou-

pança privada pelo referido setor, através de vários mecanismos. Com a exceção do *superavit* orçamentário em conta corrente, e dos reinvestimentos das emprêsas estatais ou de economia mista, os quais constituem uma poupança direta do setor público, o resto da formação de capital pelo Govêrno resulta de transferência de poupanças do setor privado.

Deixando de lado o aumento de tributação que, dentro dos critérios usuais de contabilidade social, gera poupanças para o próprio setor governamental (desde que não haja, em contrapartida, aumento das despesas em conta corrente), a absorção de poupanças privadas, pelo setor público, se processa através dos seguintes principais mecanismos:

a) *pela instituição dos empréstimos compulsórios.*

Observe-se que, nas condições inflacionárias em que a economia brasileira está vivendo faz muitos anos, não se pode falar na captação de poupança pelo lançamento de títulos de dívida pública, a não ser em caráter compulsório: a rentabilidade nominal dêsses títulos ficando muitas vêzes abaixo da deteriorização do poder de compra da moeda, não podia haver receptividade para a colocação dos empréstimos. A única solução era a colocação em caráter compulsório — até as recentes inovações referentes à atualização do valor real pela correção monetária.

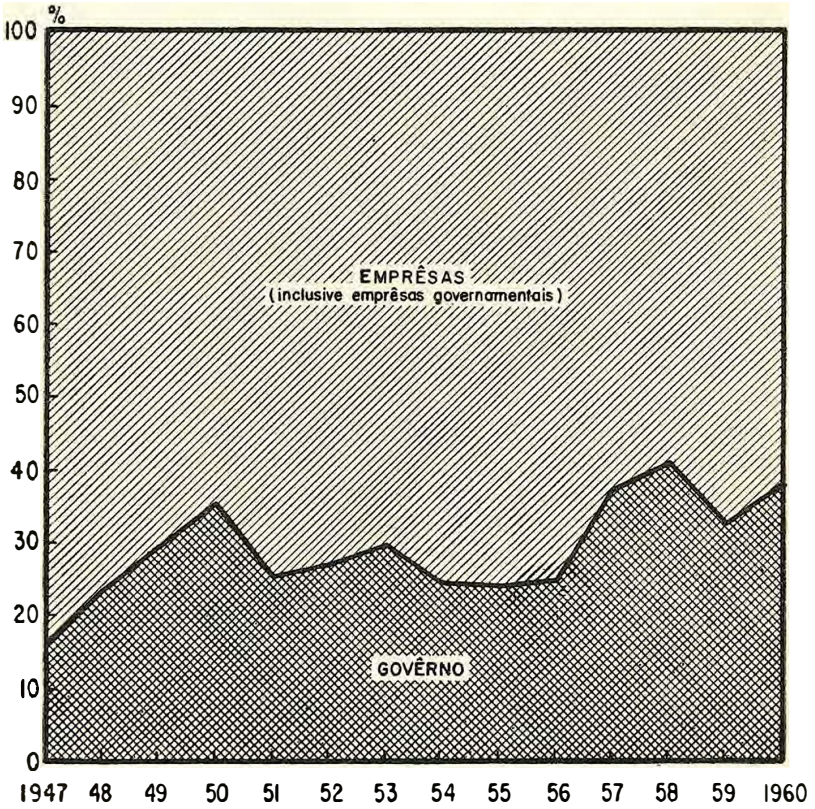
Os empréstimos compulsórios atualmente em vigor são os seguintes:

— impôsto adicional para reaparelhamento econômico, instituído por 5 anos pela Lei n.º 1 518, de 24-11-1951: 15% sôbre o montante do impôsto de renda a pagar pelas pessoas físicas e jurídicas e 3% sôbre reservas e lucros em suspenso ou não distribuídos das emprêsas; impôsto restituível depois de 5 anos, com bonificação de 25%, em Obrigações do Reaparelhamento Econômico, resgatáveis em 20 prestações anuais (Lei n.º 1 628, de 20-6-1952, que criou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico); com certas alterações (o adicional até 25% para pessoas físicas e de 4% sôbre reservas e lucros), a sua vigência foi prorrogada até 1966 (Lei n.º 2 973, de 26 de novembro de 1956);

— empréstimo compulsório de emergência instituído pela Lei n.º 4 069, de 11 de junho de 1962: 10-30% sôbre o impôsto de renda

GRÁFICO 4

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO
GOVÊRNO E EMPRÊSAS
(inclusive emprêsas governamentais)



das pessoas jurídicas a partir do lucro mínimo de Cr$ 1 milhão, e 20% sôbre o das pessoas físicas, com renda superior a Cr$ 3 milhões, exceto os rendimentos de trabalho; as respectivas obrigações, que vencem juros de 10% a.a, podem ser utilizadas para pagamento do impôsto de renda;

— empréstimo compulsório instituído pela Lei n.º 4 242, de 17-7-1963: sôbre os rendimentos sujeitos à cobrança do impôsto de renda na fonte e todos os rendimentos da pessoa física, a taxa de 10-15% sôbre o impôsto; os títulos de empréstimo, resgatáveis no 3.º e 4.º ano da emissão, vencem juros de 6% a.a.; o produto do empréstimo alimentará o Fundo Nacional de Investimentos e, no resgate dos títulos, os seus possessores podem optar pela conversão em quotas do Fundo. (*)

Os recursos captados através dos empréstimos compulsórios acima mencionados evoluíram da forma seguinte, desde a sua respectiva criação:

Quadro X *Recursos Provenientes dos Empréstimos Compulsórios — Cr$ bilhões*

ANOS	Lei n.º 1 628	Lei n.º 4 069	Lei n.º 4 242	Total
1952	1,0	—	—	1,0
1953	1,7	—	—	1,7
1954	2,2	—	—	2,2
1955	2,9	—	—	2,9
1956	3,8	—	—	3,8
1957	4,0	—	—	4,0
1958	4,6	—	—	4,6
1959	6,8	—	—	6,8
1960	9,8	—	—	9,8
1961	14,0	—	—	14,0
1962	19,9	11,2	—	31,1
1963 (1)	38,0	4,0	20,0	62,0

(1) Estimativas.
FONTE: Conjuntura Econômica.

b) Outro modo indireto de captação da poupança privada processa-se dentro da execução orçamentária, através do atraso de pa-

(*) O Empréstimo Compulsório foi revogado pela Lei 4 357, de 16 de julho de 1964.

gamentos compromissados e enquadrados nos "Restos a pagar". A transferência de despesas de um exercício para outro importa num crédito forçado obtido pelo Govêrno dos titulares dos direitos correspondentes aos referidos débitos governamentais. Para ter-se uma idéia do montante da poupança assim provocada, cite-se que a execução orçamentária de 1963 deixou uma conta de "Restos a pagar" de Cr$ 135,7 bilhões — mais de duas vêzes a receita dos empréstimos compulsórios.

c) Finalmente, o setor público absorve parte da poupança privada através do mecanismo monetário. O Quadro XI, construído de maneira simplificada, com dados do balancete consolidado pelo Sistema Bancário, mostra como, dos recursos resultados da criação de meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista e a curto prazo) e da coleta de recursos não monetários, o setor público recolhe uma boa parte para sustentar as suas atividades, outra parte sendo redistribuída ao setor privado sob a forma de empréstimos ao público. A divisão dos empréstimos entre os dois setores foi feita, no período focalizado, nas proporções seguintes (% do total):

Evolução dos Empréstimos em Percentagens do Total

ANOS OS / SETORES	*1958*	*1959*	*1960*	*1961*	*1962*	*1963*
Setor privado	66,5	63,1	61,7	47,0	64,7	54,8
Setor público	33,5	36,9	38,3	53,0	35,3	45,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: SUMOC.

Como se pode observar no Quadro XI, os aumentos de empréstimos ao público têm ficado significativamente abaixo do incremento do volume de meios de pagamentos — o que significa que parte das poupanças retidas pelos indivíduos e emprêsas sob forma de encaixes adicionais tem servido para financiar gastos governamentais. Por outro lado, vultosos recursos não monetários têm sido extraídos do setor privado, sob a forma de saldo de ágios sôbre bonificações, quotas de retenção de café, aumento de depósitos compulsórios de importadores, etc.

Quadro XI *Absorção de poupança privada pelo setor público através do mecanismo monetário — Cr$ milhões*

(Posição em 31.12) — Variação em comparação com ano anterior	1958	1959	1960	1961	1962	1963
A. CRIAÇÃO DE MEIOS DE PAGAMENTO	62 200	147 434	191 460	349 810	660 463	1 089 878
1. Papel-moeda em poder público	18 454	27 294	42 329	86 420	140 904	287 147
2. Depósitos à vista e a curto prazo	43 746	120 140	149 131	263 390	519 559	802 731
B. COLETA DE RECURSOS NÃO MONETÁRIOS	23 616	— 5 840	74 626	110 617	70 521	169 401
TOTAL (A + B)	85 816	141 594	266 086	460 427	730 984	1 259 279
C. EMPRÉSTIMOS AO PÚBLICO	57 068	89 282	164 185	216 378	473 050	690 436
D. EMPRÉSTIMOS AO SETOR GOVERNAMENTAL	28 748	52 312	101 901	244 049	257 934	568 843
1. Empréstimo ao Tesouro Nacional	28 188	49 460	93 564	236 514	252 074	529 438
2. Empréstimos a Governos Estaduais e Municipais	624	— 668	2 577	1 778	3 285	12 514
3. Empréstimos a Autarquias e outras entidades públicas	— 64	3 520	5 760	5 757	2 575	26 811
TOTAL (C + D)	85 816	141 594	266 086	460 427	730 984	1 259 274

FONTE: SUMOC

Parte III

Fundos públicos para a formação de capital

3.1 Orçamento da União

A fonte pública mais importante para o suprimento de recursos destinados à formação de capital é constituída pelo orçamento da União, seja na própria despesa orçamentária e sua suplementação, seja por intermédio de créditos especiais e extraordinários, seja através de fundos com determinados objetivos.

No que concerne ao orçamento e à sua suplementação, uma imagem global das dotações para formação de capital no período 1959-1964 aparece no Quadro XII, em que a despesa é classificada em três categorias básicas: desenvolvimento econômico e social, investimentos, participações financeiras.

As despesas para desenvolvimento econômico e social estão sobretudo a cargo dos Ministérios da Viação e Obras Públicas, Educação e Fazenda e, em menor proporção, dos Ministérios de Minas e Energia e de Saúde e do SPVEA, as outras entidades contribuindo com muito menos. Os investimentos pertencem mais aos três Ministérios militares e ao Ministério de Viação e Obras Públicas, que foi também o único a aplicar em participações financeiras.

No que concerne aos créditos especiais e extraordinários aprovados ao lado da despesa orçamentária, e aplicados para desenvolvimento e investimentos, a situação para o período 1959-1963 apresentou-se como segue:

ANOS	*(em Cr$ milhões)*
1959	4 427
1960	4 655
1961	3 668
1962	10 278
1963	119 082

FONTE: Contadoria Geral da República.

Finalmente, devem ser mencionados os fundos através dos quais a poupança é dirigida para vários investimentos específicos. Na relação constante no Quadro XIII encontra-se a identificação dos principais fundos, com a especificação da dotação orçamentária da qual tiram os seus recursos e a indicação dos órgãos encarregados da sua administração.

Quadro XII *Orçamento e suplementação — Despesas de capital*
Cr$ milhões

APLICAÇÃO \ ANO	1959	1960	1961	1962	1963	1964 (*)
Desenvolvimento econômico e social	31 690	45 462	58 946	91 447	210 369	349 244
Investimentos	10 399	11 836	15 740	27 408	20 267	96 974
Participações financeiras	797	1 180	1 062	728	1 650	—
TOTAL	42 886	58 478	75 748	119 583	232 286	446 218

FONTE: Contadoria Geral da República.
(*) Estimativa.

Quadro XIII *Fundos orçamentários*

NOME DO FUNDO	VINCULAÇÃO	ÓRGÃO
Comissão do Vale de São São Francisco	1% da Renda Tributária	Comissão do Vale de São Francisco
Comissão do Plano do Carvão Nacional	1,5% da Renda Tributária	Comissão do Carvão

NOME DO FUNDO	VINCULAÇÃO	ÓRGÃO
Valorização Econômica da Amazônia.....	3% da Renda Tributária	SPVEA
SUDENE.....	2% da Renda Tributária	SUDENE
Fundo Aeronáutico.....	15% da taxa de Despacho Aduaneiro	Ministério da Aeronáutica
Fundo Agropecuário....	3% da Renda Tributária Total das taxas arrecadadas pelo Ministério da Agricultura 0,5% da Taxa de Despacho Aduaneiro Rendas próprias do Ministério da Agricultura	Ministério da Agricultura
Fundo Federal de Eletrificação . .	Impôsto Único sôbre Energia Elétrica 4% do Impôsto de Consumo 10% da Taxa de Despacho Aduaneiro Dividendos de Sociedades Economia Mista	Eletrobrás BNDE e Tesouro Nacional (para integralização de capitais)
Fundo de Reaparelhamento.....	99% do Adicional sôbre Impôsto de Renda para Reaparelhamento Econômico	BNDE
Fundo Naval.....	15% da Taxa de Despacho Aduaneiro Impôsto de Faróis	Ministério da Marinha
Defesa contra as Sêcas do Nordeste.....	2% da Renda Tributária	DNOCS
Fundo de Marinha Mercante.....	32% da Taxa de Despacho Aduaneiro	Comissão da Marinha Mercante
Fundo Portuário Nacional.....	8% do Impôsto de Importação	Departamento de Portos
Fundo Nacional de Obras de Saneamento	2% da Renda Tributária	DNOS
Fundo Nacional de Investimentos Ferroviários.....	3% da Renda Tributária	DNEF e R.F.F. S/A

FONTE: Contadoria Geral da República.

4 — 35 028

Alguns dêsses fundos estão incluídos no orçamento das respectivas entidades responsáveis, enquanto outros fundos estão identificados separadamente. Para essa última categoria, o Quadro XIV dá uma demonstração da receita no período 1959-1963, (porém, deve-se observar que nem todos os fundos mencionados se referem a investimentos).

Resumindo o comportamento dessas diversas categorias de recursos orçamentais, encontramos a seguinte participação, em percentagens do PIB, da despesa de capital:

Fonte de Recursos / Anos	*1959*	*1960*	*1961*	*1962*	*1963*	*1964(*)*
Orçamento e suplementação	2,4	2,5	2,2	2,1	2,4	2,5
Créditos especiais e extraordinários	0,2	0,2	0,1	0,2	1,2	—
Fundos orçamentários	0,7	0,7	0,7	0,5	0,6	—

(*) Estimativa.
FONTE: Contadoria Geral da República.

Corroborando os dados mais recentes pode-se chegar à conclusão de que uma parcela de 3 a 4% do *PIB* é representada pelos investimentos a cargo do orçamento federal, inclusive créditos especiais e fundos.

Quadro XIV *Fundos orçamentários destinados ao financiamento da formação de capital e identificados separadamente.*
Receita em Cr$ milhões

ITEM / ANOS	1959	1960	1961	1962	1963
Fundo Aeronáutico	65,0	72,7	52,4	471,6	3,1
Fundo de Reaparelhamento Econômico	7 163,8	9 924,5	14 242,1	20 143,6	38 348,5
Fundo de Valorização Econômica da Amazônia	3 059,9	4 205,5	5 907,0	—	13 323,7
Fundo Federal de Eletrificação	594,1	679,5	766,9	2 513,8	5 875,0
Fundo de Valorização da Fronteira Sudoeste	499,0	550,0	550,0	—	905,3
Fundo de Marinha Mercante	1 504,3	1 425,6	1 812,0	3 357,6	5 399,5
TOTAL	12 886,1	16 857,8	23 330,4	26 486,6	63 855,1

FONTE: Contadoria Geral da República.

O Programa de Ação do Govêrno para o biênio 1965-1966 confirma as ordens de grandeza observadas. Com efeito, os investimentos totais financiados com recursos orçamentários, previstos em

Cr$ 591,8 e Cr$ 654,5 bilhões em 1965 e 1966, respectivamente, representam 3,1 e 3,3% do *PIB* (estimado, para os dois anos em foco, em Cr$ 19 000 e 20 000 bilhões).(*)

3.2 Fundos Especiais

Além dos fundos previstos no Orçamento Federal, existem outros fundos formados extra-orçamentàriamente e ainda outros de natureza mista, os quais drenam recursos para certos investimentos específicos. Nesta categoria entram:

a) *O Fundo Rodoviário Nacional,* formado por 89% da arrecadação do impôsto único sôbre combustíveis e lubrificantes. A sua receita evoluiu como segue, nos últimos seis anos:

Em Cr$ bilhões

ANO	RECEITA
1959	19,2
1960	23,1
1961	44,9
1962	59,1
1963	106,5
1964	198,8 (1)

(1) Estimativa.
FONTE: Contadoria Geral da República.

b) *O Fundo da Marinha Mercante* é constituído, além da parcela orçamentária de 32% da taxa de despacho alfandegário, pela Taxa de Renovação da Marinha Mercante, de modo que a sua composição é 17% orçamentária e 83% extra-orçamentária. Isto daria, para o período 1959-1963, os seguintes recursos extra-orçamentários (em Cr$ bilhões):

Cr$ bilhões

ANO	RECURSOS
1959	3,4
1960	4,0
1961	5,6
1962	9,4
1963	15,5

FONTE: Contadoria Geral da República.

(*) Em cruzeiros de junho de 1964.

c) *O Fundo Portuário Nacional,* formado dentro do Orçamento para uma parcela de 32% (correspondendo, como vimos, aos 8% do Impôsto de Importação), e extra-orçamento para os restantes 68%, pela Taxa de Melhoramentos dos Portos.

Os dois primeiros Fundos totalizaram no período 1959-1963, 1,2% do PIB, em média. As previsões para 1965 e 1966 referentes aos fundos especiais situam-se em Cr$ 231,9 bilhões para 1965 e Cr$ 251,9 bilhões para 1966. Isto representa 1,2% e 1,3% do *PIB* respectivamente, confirmando a ordem de grandeza do período analisado.

3.3 Reinvestimentos Federais

Faltam dados mais recentes e mais completos sôbre o comportamento dessa genuína modalidade de formação de capital no setor público. A pesquisa já citada, feita sôbre 28 emprêsas e entidades governamentais para o período 1956-1960, calculou que nas emprêsas industriais, para uma formação bruta de capital no valor de Cr$ 60,4 bilhões durante o qüinqüênio, Cr$ 49,7 bilhões, ou seja, 82,5%, foram devidos à poupança bruta das emprêsas (reservas para depreciações e lucros retidos).

Em relação ao PIB os reinvestimentos do período 1956-1960 alcançaram uma proporção média de 0,7%. Para o próximo biênio, 1965-1966, o Programa de Ação prevê um incremento relativo da formação de capital procedente desta fonte: a previsão é de Cr$ 219,9 e 227,7 bilhões, respectivamente, ou seja 1,2% e 1,1% do PIB.

3.4 Outros Fundos Federais

A. *Agências federais do Govêrno Federal*

a) O *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico* foi criado pela Lei n.º 1 628/1952, sob a forma de entidade autárquica com capital inicial de Cr$ 20 milhões, com o objetivo de dar execução às disposições referentes ao programa de reaparelhamento, concedendo financiamentos, e dar garantia nas condições das Leis n.º 1 474/1951 (que criou o adicional do impôsto de renda) e n.º 1 518/1951 (referente a financiamento estrangeiro). As disposições foram completadas pela Lei n.º 2 973/1956.

Os recursos de que dispõe o BNDE podem ser classificados da forma seguinte:

1) Recursos próprios: capital e reservas (Cr$ 43 bilhões em 31.12.1963)

2) Recursos administrados pelo BNDE:

— Fundo de Reaparelhamento Econômico, constituído pelo empréstimo compulsório, cobrado aos contribuintes do impôsto de renda (atualmente, de 15 a 25% sôbre o impôsto das pessoas físicas e 4% sôbre reservas e lucros em suspenso das emprêsas) e depósitos compulsórios (40% dos depósitos das Caixas Econômicas Federais e até 25% das reservas técnicas das emprêsas de seguro e de capitalização); tôdas essas medidas foram prorrogadas até 1967, pela Lei n.º 2 973/1956;

— Fundo Nacional de Investimentos, criado pela Lei n.º 4 242, de 1963 (empréstimo compulsório de 10 ou 15% sôbre dividendos e outros interêsses de ações e partes beneficiárias e sôbre rendimentos de pessoas físicas; o empréstimo será cobrado nos exercícios 1963/1965; (*) o Fundo assim constituído terá a participação do Tesouro e dos particulares portadores de quotas de participação do Fundo).

3) Recursos especiais: (Fundo do Trigo, empréstimos estrangeiros).

4) Recursos vinculados: (Recursos relacionados a diversos Fundos, depositados em caráter transitório).

Quanto ao campo de atuação do BNDE, a Lei n.º 2 973/56, definiu as prioridades para empréstimos e financiamentos dentro do programa de reaparelhamento:

I — ferrovias;
II — portos e navegação;
III — energia elétrica;
IV — indústrias básicas;
V — armazéns, silos e frigoríficos;
VI — agricultura e eletrificação rural;
VII — outros.

De outro lado, a Lei n.º 4 242, estabeleceu que os recursos do Fundo Nacional de Investimentos serão aplicados 35% na agricultura e 65% na indústria.

(*) O Empréstimo Compulsório foi revogado pela Lei 4 357, de 16 de julho de 1964.

As operações do BNDE são feitas, seja em moeda nacional (empréstimo reembolsável, empréstimo convencional, subscrições de ações "underwriting", participações diretas, depósitos para desenvolvimento, financiamento de transações com bens de capital nacionais, empréstimos a médio e curto prazo), seja em moeda estrangeira (prestação de garantia ou aval, repasse de créditos).

Os prazos de resgate dos financiamentos variam de 5 a 15 anos, de acôrdo com as circunstâncias específicas do beneficiário, sendo que no caso de projetos industriais se concede um período de carência de, no mínimo, 3 anos. Os juros são habitualmente de 12% a.a. mais uma comissão de abertura de 1% e uma taxa de fiscalização de 0,25/0,50% a.a.

Um resumo das atividades do BNDE aparece no Quadro XV.

Quadro XV *BNDE — Colaboração autorizada em moeda nacional e estrangeira — 1952/1963*

ANOS	VALOR DA COLABORAÇÃO AUTORIZADA		
	Em moeda nacional (Cr$ milhões)		Prestação de garantias (equiv. em US$ mil)
	A preços da época	A preços de 1963	
Até 1956	15 380,9	188 983,0	84 690
1957	8 445,7	73 337,6	112 422
1958	12 241,7	82 173,9	213 124
1959	10 032,5	46 959,9	165 215
1960	13 555,0	58 865,7	50 469
1961	23 872,5	71 688,9	65 592
1962	15 772,9	28 204,1	67 533
1963	52 159,2	52 159,2	22 853
de 1952 a 1963	151 460,4	602 372,3	781 898

FONTE: Relatório do BNDE.

b) o *Banco do Brasil* atua, como fonte de recursos para formação de capital, através da Carteira do Crédito Agrícola e Industrial, que, além de conceder à agricultura, pecuária e indústria empréstimos de até 8-10 anos, que em muitos casos se referem a uma formação de capital fixo, autoriza especìficamente empréstimos para investimentos, com prazo de até 15 anos, com vários objetivos nos

setores agrícola e industrial, com juros de 12% a.a. e uma comissão que chega a 2% semestrais.

Os recursos da CREAI provêm do encaixe geral do Banco do Brasil ou são obtidos por meio de redescontos ou então resultam de colocação de letras hipotecárias e bônus, depósitos obrigatórios, tributos específicos, etc.

No Quadro XVI aparece o valor total dos créditos concedidos pela CREAI em 1962 e 1963, podendo-se anotar a pequena importância dos créditos para investimentos.

Quadro XVI *Créditos concedidos*

ESPECIFICAÇÃO	1962		1963	
	N.º de contratos formalizados	Valor Cr$ 1 000	N.º de contratos formalizados	Valor Cr$ 1 000
Agricultura	311 869	111 583 652	365 249	168 111 514
Pecuária	45 112	30 283 288	33 094	25 929 359
Indústria	5 763	34 677 763	6 866	54 263 255
Cooperativas	285	10 234 237	368	11 647 411
Para investimentos	28	89 305	21	436 038
Govêrno Federal	1 012	8 108 642	2 053	24 568 038
TOTAL	364 069	194 976 887	407 651	284 955 615

FONTE: Relatórios do Banco do Brasil.

Aqui poderia ser lembrado o papel das Caixas Econômicas Federais, cujos recursos de terceiros evoluíram da seguinte forma nos últimos anos (em Cr$ milhões):

ANOS	*Depósitos populares*	*Outros depósitos à vista*	*Depósitos a prazo*
1959	29 479	1 644	1 804
1960	35 971	1 979	1 917
1961	45 419	3 727	1 452
1962	63 054	5 381	6 625
1963 (set)	78 933	6 973	5 370

FONTE: Relatório das Caixas Econômicas.

B. *Dívida Pública*

Êste meio de canalizar a poupança privada para o setor público, quando não de forma compulsória, tornou-se totalmente inexeqüível por causa da inflação. Títulos de rendimento fixo de um valor percentual reduzido não podem ter nenhuma aceitação (a não ser sob forma de empréstimos compulsórios) quando a taxa de inflação, muito mais alta, corrói totalmente o capital num intervalo bem curto.

Como exemplificação do reduzido montante da Dívida Consolidada Interna, anotamos que em fins de 1963 ela somava Cr$ 54,7 bilhões (dos quais Cr$ 44,9 bilhões em obrigações e Cr$ 9,8 bilhões em apólices) ou seja apenas 0,6% do PIB, tendo-se mantido virtualmente estacionária nos últimos anos.

3.5 Recursos Regionais

A. *Orçamentos Estaduais e Municipais*

O papel dos recursos estaduais e municipais para a formação bruta de capital é relativamente modesto. De acôrdo com estimativas da Fundação Getúlio Vargas, em 1961 os recursos estaduais com êsse destino se teriam situado em Cr$ 51,0 bilhões e os do municípios em Cr$ 11,1 bilhões. Em 1962 essas cifras se teriam elevado em correspondência com a inflação, a Cr$ 73,9 bilhões e a Cr$ 21,0 bilhões, respectivamente. Em conjunto, os recursos estaduais e municipais destinados à formação de capital teriam correspondido, nesses dois anos, a 1,8% e a 1,7% do PIB respectivamente.

O Programa de Ação para o biênio 1965-1966 incluiu os investimentos estaduais e municipais de possível quantificação, prevendo Cr$ 260,7 bilhões para o primeiro ano e Cr$ 271,9 bilhões para o segundo, o que representaria 1,4% do PIB, nos dois casos. Justifica-se essa percentagem ser inferior à observada em 1961 e 1962 pelo fato de nem todos os investimentos estaduais e municipais terem sido consolidados no Programa de Govêrno.

Como já assinalamos, os investimentos estaduais e municipais correspondem, para 1965-1966, a 17,8% e 17,4%, respectivamente, do total de investimentos a serem realizados pelo setor público.

B. *Bancos Regionais*

Os bancos criados em vários Estados foram, na maioria dos casos, bancos comerciais destinados a atender às necessidades financeiras

locais, sem propósitos especiais quanto ao desenvolvimento econômico. Além das operações com o público, êles funcionaram como órgãos de financiamento local, recebendo, também, como importantes recursos, os depósitos dos Podêres Públicos e das autarquias. O Quadro XVII é bastante esclarecedor quanto à distribuição dos recursos dêsses bancos.

Quadro XVII *Situação em 5 de outubro de 1964*
Cr$ milhões

ESTADOS	Capital e Reservas	Depósitos de Podêres Públicos e Autárquicos	Outros Depósitos
Amazonas	236,6	2 995,0	873,2
Guanabara (*)	4 348,2	15 217,4	38 543,4
Goiás	653,0	2 167,5	2 613,3
Maranhão	1 039,8	2 022,4	1 730,1
Mato Grosso	101,5	320,3	274,3
Paraná	1 430,5	14 486,7	9 835,4
Paraíba	189,7	1 209,7	689,3
Rio de Janeiro	248,6	6 234,8	4 319,3
Rio Grande do Sul	2 623,2	10 274,0	31 326,0
São Paulo	16 605,1	96 690,6	64 915,4

FONTE: Diários Oficiais.
(*) Em 4 de setembro de 1964.

Contudo, aos poucos, os bancos estaduais começaram a atuar, em certos casos, indiretamente, como bancos de desenvolvimento. Citem-se, por exemplo, as operações feitas pelo Banco do Estado de São Paulo através da Carteira de Expansão Econômica, em ação conjunta com o Govêrno do Estado: em 31 de dezembro de 1963 havia 213 processos deferidos (para reflorestamento, casas para trabalhadores, indústrias agropecuárias, eletrificação rural, drenagem, silos, etc.) no valor total de Cr$ 804 milhões, além de 45 processos em andamento, com finalidades semelhantes, totalizando outros Cr$ 857 milhões. Dentro dos financiamentos deferidos já tinham sido aplicados, até o fim de 1963, Cr$ 584 milhões. Para 1964 estavam consignadas verbas de Cr$ 20 bilhões para os Fundos de Expansão da Indústria de Base e de Financiamento de Bens de Produção e Cr$ 9 bilhões para o Fundo de Expansão Agropecuária. Essas alo-

cações eram parcialmente destinadas à realização do programa da "Aliança Brasileira para o Progresso", portanto fora dos limites do Estado de São Paulo.

Outro exemplo de atividade indireta como agência de desenvolvimento é constituído pelo Banco do Estado da Guanabara, que por motivos técnicos se tornou mutuário dos três empréstimos, no valor total de US$ 35 milhões, concedidos pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento para a Superintendência de Urbanização e Saneamento (SURSAN) e o Estado da Guanabara.

Sentiu-se, contudo, a necessidade de organizar bancos aparelhados especialmente para financiamentos, a médio e longo prazo, de projetos de desenvolvimento econômico. Para poder atender a essa finalidade, deviam os referidos bancos contar, além do capital e depósitos, com recursos especiais, de origem tributária, que permitem aplicações fora dos moldes das operações bancárias correntes. Neste sentido, merecem destaque especial:

— o Banco de Crédito da Amazônia
(capital e reservas: Cr$ 16 472,4 milhões);

— o Banco do Nordeste do Brasil
(capital e reservas: Cr$ 2 274,9 milhões);

— o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul
(capital e reservas: Cr$ 3 486,7 milhões, incluindo a cooperação financeira dos Estados).

O Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais, mais recente, já começou a fornecer financiamentos da ordem de Cr$ 2 bilhões. Acrescentem-se também os Bancos de Desenvolvimento de Pernambuco e de Santa Catarina.

Parte IV Fontes privadas de financiamento

4.1 O Mercado de Ações

O mercado brasileiro de ações através das Bôlsas de Valôres ainda é um mercado bastante incipiente. Conquanto, pela legislação do país, tôdas as ações de Sociedades Anônimas tenham acesso à Bôlsa, apenas um pequeno número (não mais de que as de 30 a 40 companhias) a freqüenta com razoável assiduidade.

As Bôlsas, por sua vez, têm servido mais como centro de transferência da propriedade de títulos de que como um instrumento de coleta de poupanças pessoais. Com efeito, no Brasil as Bôlsas de Valôres não lançam novas ações, mas apenas negociam ações já existentes. A única contribuição das Bôlsas para a formação de capital do país se observa quando as companhias, cujas ações adquiriram popularidade por seu intermédio, resolvem lançar direitos de subscrição ao par de novas ações. Essa parcela, todavia, parece ser bastante pequena entre nós. Assim, em 1963, o total dos aumentos de capital por subscrição efetuados pelas companhias populares na Bôlsa, andou pela ordem de 20 bilhões de cruzeiros. Como, na realidade, os investidores de Bôlsa não chegam a possuir a quarta parte do capital dessas Companhias (os três quartos restantes ou mais permanecendo fechados), não mais de 5 bilhões de cruzeiros representaria a poupança canalizada através do mercado de títulos — isto é, não mais de 0,05% do PIB.

Um aspecto positivo do mercado brasileiro de ações consiste na clara preferência do público e das companhias pela reinversão de lucros e, inclusive, pelas novas chamadas de capital. O nosso mercado mobiliário tem-se revelado pouco interessado nos dividendos em dinheiro, concentrando quase tôdas as suas preocupações no recebimento de bonificações, no aumento de cotações e no exercício ou na venda dos direitos de subscrição. Isso se pode atestar pelo fato de serem ínfimos os dividendos em dinheiro distribuídos pelas "blue-chips" comparativamente às suas cotações.

Êsse tipo de comportamento vem muito ao encontro dos interêsses do desenvolvimento econômico nacional. Em certos círculos se nota, por vêzes, o temor de que a democratização do capital debilitasse a capacidade de reinversão das emprêsas, provocando uma inconveniente hemorragia de recursos sob a forma de dividendos em dinheiro. No Brasil tem ocorrido justamente o oposto: a maior parte das emprêsas democratizadas distribui pequenos dividendos em dinheiro e ainda recolhe vastas somas do público pela concessão de direitos de subscrição.

As excessivas flutuações das cotações de Bôlsa, constituem, talvez, o aspecto mais negativo do nosso mercado de ações. A experiência do triênio 1962/1964 parece mostrar que as ações, entre nós, sobem e descem violentamente por fatôres externos à rentabilidade das companhias que representam. As oscilações se devem sobretudo a fatôres psicológicos, a afluxos repentinos de novos investidores ao mercado, a maiores ou menores facilidades de crédito, ao aparecimento de letras do Banco do Brasil, ao aumento dos meios de captação de recursos pelo setor público, às variações da conjuntura política, etc. Pelo menos a curto prazo sente-se considerável dissociação entre as cotações em bôlsa das ações e a rentabilidade ou o patrimônio das respectivas Companhias.

Essas violentas oscilações de cotações começaram particularmente em agôsto de 1962. Entre o início dêsse mês e o fim do ano de 1962, as principais ações negociadas nas Bôlsas valorizam-se, em média, de 115%. Ao longo do ano, os investidores da Bôlsa perceberam lucros absolutamente excepcionais entre bonificações, aumentos de cotação, direitos de subscrição e dividendos.

Durante os meses de janeiro e fevereiro de 1963 as ações continuaram subindo desmedidamente. Entre o último pregão de dezembro de 1962 e o primeiro de março de 1963, a média das ações mais negociadas valorizou-se de 73%. Ao todo, em sete meses, do início de agôsto ao início de março, as principais ações haviam subido de 219%, em média.

Logo no princípio de março, todavia, as cotações começaram a cair violentamente. Em um período de três meses, do início de março ao início de junho, essa queda atingiu nada menos de que 42%, o que significa que as ações caíram de quase metade do seu valor. Entre junho e outubro o mercado voltou a recuperar-se consideràvelmente. Do início de novembro a meados de dezembro, nova queda substancial, ainda que bem menos violenta do que a do primeiro semestre, e entremeada de uma pequena recuperação. No fim de dezembro o mercado voltou a recuperar-se parcialmente, mas no início de janeiro de 1964 tornou a cair. Ao todo, o ano de 1963 não foi um período brilhante para os investidores da Bôlsa. Entre o início e o fim do ano, entre aumentos de cotações, bonificações, direitos de subscrição e dividendos, as principais ações renderam apenas 25% — rentabilidade muito modesta em comparação com a taxa de inflação de 80% (o que significa que houve considerável prejuízo, em termos reais).

Em 1964, a queda continuou até março, atingindo 21% em relação a dezembro de 1963. A partir de abril, a instabilidade do mercado tornou-se ainda mais manifesta, registrando cotações altas e baixas alternadas, acusando variações no fim do mês, na ordem de grandeza de + 30%, + 11%, — 7%, — 19% e finalmente + 48% em agôsto. Os meses de agôsto e de setembro pareciam indicar uma franca recuperação do mercado de ações, mas já em outubro enfraquecia o mercado (— 14%) e o mês de novembro acentuou ainda mais a queda das cotações.

O Quadro XVIII, que contém as médias mensais do índice B/V de cotações para o período de janeiro de 1962 a dezembro de 1964, oferece uma imagem da instabilidade do mercado de ações (*).

Outro percalço do nosso mercado de capitais reside na dificuldade da colocação de novas ações junto ao público. A inflação, sem dúvida, estimulou bastante a procura de ações, mas concentrou-a demais nas "blue-chips" e de menos nos novos lançamentos. Isso, em grande parte, resulta do fato de que os atrativos que uma emprêsa em formação pode oferecer aos seus acionistas prospectivos

(*) O índice B/V indica qual seria a evolução do patrimônio de um investidor, que distribuísse seus recursos na compra de um certo conjunto ponderado de ações, e que reinvestisse todos os seus ganhos no mercado, sem, todavia, entrar com novos fundos em dinheiro após a compra inicial. O índice combina as cotações, as bonificações, os dividendos em dinheiro e os direitos de subscrição ao par.

Quadro XVIII *Índice B/V de cotações (médias mensais) (base: janeiro de 1962 = 100)*

MESES	1962	1963	1964
Janeiro	100	341	339
Fevereiro	105	387	315
Março	111	368	263
Abril	113	276	344
Maio	113	243	313
Junho	115	255	361
Julho	122	279	304
Agôsto	138	350	327
Setembro	152	379	452
Outubro	203	377	390
Novembro	236	363	341
Dezembro	263	331	338

FONTE: Bôlsa de Valôres do Rio de Janeiro.

se tornam totalmente irrelevantes quando a moeda se desvaloriza ràpidamente. A garantia preferencial de um dividendo mínimo de 12% ao ano, por exemplo, constituiria um bom atrativo para os investidores se a moeda se mantivesse estável, mas perde todo seu sentido diante de uma inflação de 50% ou 80% ao ano.

Muitos lançamentos de novas ações, de resto, têm suscitado desconfiança junto ao público. Em vários casos a colocação de novas ações é feita ràpidamente, graças a um intenso trabalho de propaganda e de corretagem, mas não se cria um mercado de revenda para os títulos recém-lançados. O resultado é que, pouco tempo depois, as ações — que haviam sido vendidas ao público com ágios destinados a cobrir os custos de colocação — passam a ser cotadas na Bôlsa abaixo do par. Lançamentos dêsse gênero têm ocorrido entre nós com péssimas repercussões sôbre o mercado de capitais.

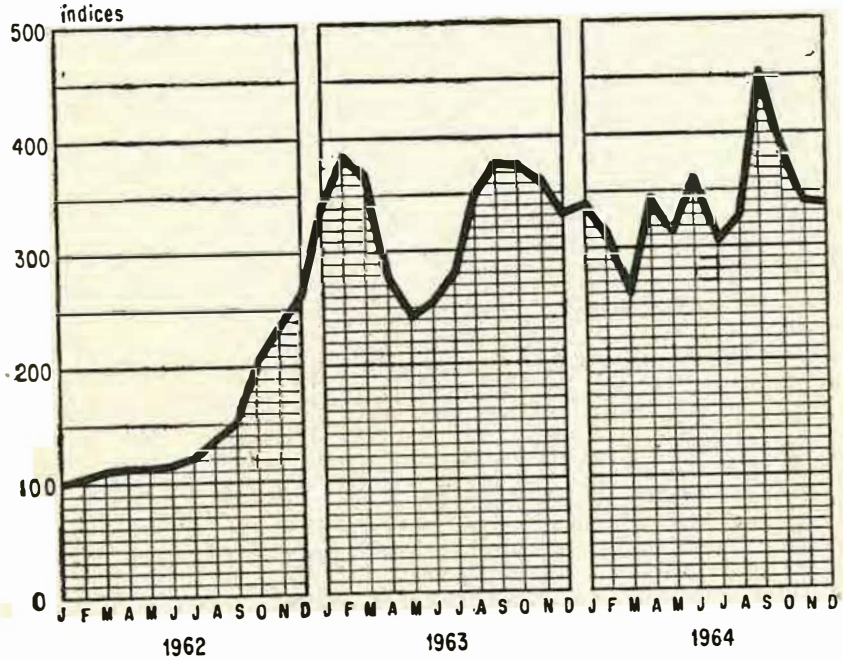
Falta, também, entre nós, um instrumento que permita ao público discernir entre as boas e as perigosas inversões mobiliárias. A cotação em Bôlsa, nesse caso, nada representa, já que ela é oficialmente exigida de tôdas as Sociedades Anônimas. A falta dêsse instrumento tem levado o público a concentrar-se na compra de "blue-chips", mesmo a índices preço/lucro excessivamente altos e a desinteressar-se pelos novos lançamentos.

Cabe acrescentar que a nossa lei de Sociedades Anônimas está longe de assegurar aos acionistas as garantias desejáveis para um

GRÁFICO 5

ÍNDICE B/V DE COTAÇÕES

MÉDIAS MENSAIS



mercado de capitais suficientemente desenvolvido. Nesse sentido, a nossa legislação parece adaptar-se muito mais à companhia fechada do que à aberta: faltam-lhe dispositivos de proteção aos acionistas minoritários. A inflação ainda torna a questão mais delicada, pois diante da alta geral de preços o problema do investidor não é só o de receber dividendos razoáveis e de não assistir ao declínio das cotações das suas ações; o problema principal passa a ser o da proteção do patrimônio mobiliário de cada um contra os efeitos da desvalorização monetária.

4.2 Problemas Básicos do Mercado de Crédito

Uma inflação crônica e violenta òbviamente provoca inumeras e profundas distorções no mercado de crédito de um país. Quando a inflação se inicia, surpreendendo as expectativas dos mutuantes e mutuários, a primeira dessas distorções consiste nos conhecidos "ganhos dos devedores em detrimento dos credores", já que êstes são reembolsados em moeda desvalorizada. Com o correr do tempo, as distorções vão-se aprofundando, pois a alta dos preços já não mais surpreende ninguém. Os ganhos dos devedores à custa dos credores, embora eventualmente possam subsistir, passam a ser obstados pela resistência dos mutuários, que já não deixam de incluir a inflação nas suas previsões. A taxa de juros nominal dissocia-se da taxa real, entre elas se interpondo o ritmo da inflação. Um aumento substancial das taxas nominais de juros se impõe como forma natural de adaptação do mercado de crédito à conjuntura inflacionária

A essa adaptação, todavia, se antepõem diversos obstáculos. Em primeiro lugar, freqüentemente existem limites institucionais à taxa nominal de juros. No Brasil, desde 1933, vigora a chamada *lei da usura,* a qual proíbe contratos de empréstimo com juros superiores a 12% ao ano (*). Òbviamente êsse limite (que corresponderia a uma taxa real bastante elevada se houvesse estabilidade monetária) torna-se totalmente irrisório diante de uma inflação de mais de 50% ao ano. Nos últimos anos, com o recrudescimento do processo inflacionário, a lei da usura vem sendo cada vez mais contornada pelos mais variados artifícios: os juristas e os financistas sempre descobrem fórmulas legais capazes de substituir as palavras "empréstimos" e "juros" e a lei da usura, ainda que respeitada na forma, passa a ser desobedecida no seu conteúdo. Todos os seus artifícios

(*) Decreto n.º 23 501, de 27 de novembro de 1933.

para contornar a lei da usura são de alguma forma estabilizadores, no sentido de que atenuam as distorções do mercado de crédito. De algum modo, todavia, a necessidade de se recorrer a êsses artifícios sempre constitui um obstáculo ao funcionamento do mercado de crédito.

Por outro lado, independentemente das limitações legais da taxa de juros, a inflação acarreta um outro problema, talvez de solução mais difícil. Quando um país enfrenta uma inflação como a que ocorreu no Brasil, o principal determinante das taxas nominais de juros passa a ser o ritmo esperado da alta geral de preços. As previsões quanto às taxas de inflação, todavia, são inevitàvelmente precárias e arriscadas, sobretudo quando se estendem a prazos não muito curtos. Êsse problema fatalmente conduz à redução dos prazos de operação do mercado de crédito, criando impasse de difícil solução para as operações a longo prazo.

Há um meio de contornar a imprevisibilidade da taxa de inflação em relação às operações de crédito, pela introdução de uma cláusula-móvel que estabeleça o reajustamento das prestações devidas de acôrdo com um índice de preços convencionado. Num certo sentido a cláusula-móvel seria a fórmula de adaptação do mercado de crédito a longo prazo a uma situação inflacionária crônica. No Brasil, por decreto com fôrça de lei promulgado em 1933 (Govêrno Provisório do Presidente Getúlio Vargas), a cláusula-móvel é proibida (*), e, até agora não se encontrou uma fórmula para contornar êste dispositivo.

Diga-se de passagem, ainda que fôsse permitida, a cláusula-móvel não constituiria uma solução de todo satisfatória. Os preços, numa inflação, não se movem equiproporcionalmente, e o mutuário de um contrato com essa cláusula sempre correria o risco de os seus rendimentos não se ajustarem com a mesma velocidade do número índice escolhido para o reajustamento das prestações.

Como se vê, a adaptação do mercado de crédito à inflação encontra vários obstáculos, alguns de caráter geral, outros de natureza institucional. O resultado inevitável é um mercado de crédito repleto de distorções, como o que se descreverá nos parágrafos seguintes.

(*) A Lei n.º 2 973, de 26-11-52, abre exceção específica para o BNDE, Recentemente, a Lei n.º 4 357, de 17-7-64, criou títulos públicos com cláusula móvel e instituiu a correção monetária dos débitos fiscais. Também a Lei Habitacional autorizou operações com cláusula móvel para o financiamento de habitações populares.

5 — 35 028

4.3 O Mercado de Crédito a curto prazo

O binômio inflação-lei da usura tem acarretado inúmeras distorções na operação dos bancos comerciais. Os juros dos depósitos bancários, à vista e a prazo, são controlados pela Superintendência da Moeda e do Crédito, não indo além de 5,6, ou quando muito 8% ao ano. Alguns bancos pagam juros adicionais a certos depositantes a prazo, mas isso é uma operação irregular e que não pode ser escriturada pelo banco.

A conseqüência natural foi a fuga quase total dos depósitos a prazo. Êsses depósitos, que em 1950 representavam cêrca da quarta parte do total dos depósitos bancários, estão hoje reduzidos a uma fração ínfima, não superior a 5% do total.

Os depósitos à vista resistem mais fàcilmente à inflação, já que as pessoas e as emprêsas não podem dispensar as suas contas de movimento. Ùltimamente, todavia, como conseqüência natural da inflação, êsses depósitos têm sido cada vez mais ràpidamente movimentados, o que diminui bastante a tranqüilidade de caixa dos bancos.

No que tange às operações ativas, os empréstimos dos bancos comerciais assumem, atualmente, duas características principais: a exigüidade dos prazos e as taxas de juros altos, bem acima dos limites da lei da usura.

Quanto às taxas de juros, até há alguns anos atrás os bancos comerciais geralmente se cingiam aos limites da lei da usura, embora a inflação já atingisse a ordem dos 20% anuais. Os bancos òbviamente podiam fazer isso porque pagavam juros ainda menores aos depositantes. Ùltimamente, todavia, as barreiras da lei da usura já estão totalmente ultrapassadas. As taxas efetivas de juros cobradas pelos Bancos Comerciais variam irregularmente, conforme o Banco e conforme o cliente. Não há estatísticas sôbre a matéria, mas, ao que parece, as taxas mais freqüentes foram de 3,5 a 4% ao mês, cobradas antecipadamente.

Os Bancos contornam a lei da usura por meio de três artifícios principais (às vêzes combinados):

a) *os juros cobrados por fora* — êsse é o artifício mais grosseiro e que consiste na cobrança de juros extra sem qualquer escrituração contábil pelo banco e pelo mutuário;
b) *a sobrecarga nas comissões bancárias* — êsse é o artíficio mais comum; os bancos, além dos juros, cobram dos mutuários diversas comissões, (de abertura de crédito, de cobrança, etc.). Essas comissões devidamente infladas, elevam a taxa efetiva de juros muito acima dos limites da lei de usura;

c) *as contas vinculadas* — êsse artifício, o mais sofisticado dos três, consite em o banco exigir que o mutuário contraia um empréstimo maior do que o que necessita, em montante ou em prazo, ficando uma parte depositada em conta vinculada, até a liquidação da dívida. Sendo os juros dêsses depósitos bem inferiores aos do empréstimo, os juros efetivos sôbre os saldos devedores elevam-se bem acima dos limites envolvidos no contrato. Para os bancos, os empréstimos dêsse tipo têm o inconveniente de provocar um aumento dos depósitos compulsórios à ordem da Superintendência da Moeda e do Crédito (pois a conta de depósitos do banco aumenta artificialmente); daí a maior preferência pelos outros artifícios.

O fato de os Bancos hoje exigirem juros efetivos bem superiores aos compatíveis com a lei da usura é, acima de tudo, uma questão de oferta e procura. Seria impossível equilibrar o suprimento e a demanda de crédito se a taxa de juros, na atual conjuntura inflacionária, se limitasse aos 12% legais. Diga-se de passagem, as taxas efetivas que atualmente vigoram no mercado ainda estão bem abaixo do ritmo da inflação, o que equivale a dizer que as taxas reais de juros são negativas. Também as taxas atuais não são suficientemente altas para equilibrar a oferta e a procura de empréstimos. O suprimento de crédito é bastante racionado, persistindo uma significativa margem de demanda insatisfeita. É evidente, todavia, que o racionamento é muito menos intenso do que o prevaleceria se os limites da lei da usura fôssem efetivamente respeitados.

Por outro lado, os prazos estão se tornando cada vez mais curtos. Há alguns anos atrás os Bancos Comerciais concentravam a maioria das suas operações no desconto de títulos de 90 a 120 dias; uma pequena faixa se estendia até 180 dias, e uma outra correspondia aos títulos de um ou dois meses. Recentemente êsses prazos se vêm encurtando bastante: as operações além de 90 dias tornam-se cada vez mais raras e as de 30 a 60 dias progressivamente mais freqüentes.

Três razões explicam a crescente redução dos prazos dos empréstimos bancários. Em primeiro lugar, o desaparecimento quase total dos depósitos a prazo e a rotação cada vez mais rápida dos depósitos à vista diminuíram sensìvelmente a tranqüilidade de caixa dos bancos, obrigando-os a operar em prazos cada vez mais restritos. Em segundo lugar, a existência de uma demanda insatisfeita de crédito permite aos Bancos selecionar bastante suas operações donde a preferência pelas operações de prazo curto que asseguram uma liquidez mais tranqüila. Em terceiro lugar, as comissões bancárias usualmente constituem uma carga mais ou menos fixa para o mutuário, não fà-

cilmente ajustável na proporção dos prazos. Para alcançar a taxa de juros desejada, contornando a lei da usura, e evitando que as comissões pareçam absurdamente altas, os Bancos são levados a restringir os prazos de operação, de modo a dissolver os juros implícitos nas comissões por um período de tempo suficientemente pequeno.

4.4 O Mercado de Crédito a médio prazo

Com o desenvolvimento das indústrias de bens duráveis de consumo e das indústrias de bens de capital, cresceu extraordinàriamente no Brasil a procura de crédito a médio prazo. Contudo, os Bancos comerciais, não dispondo, pelas razões já descritas, de depósitos a prazo suficientemente vultosos e estáveis, não podiam conceder créditos a êsses prazos. Após um certo período de dificuldades, o problema resolveu-se com a criação das chamadas "Sociedades de Crédito e Financiamento", as quais, utilizando-se de certos artifícios legalmente permitidos, conseguem captar recursos do público, remunerando-os a taxas bem superiores às compatíveis com a lei da usura. Isso propicia a angariação de algo equivalente aos depósitos a prazo (os nomes são devidamente mudados para que se escape à lei da usura) — base para as operações de empréstimos a médio prazo.

Dois são os principais sistemas de operação das Sociedades de Crédito e Financiamento: o das Contas de Participação e o das Letras de Câmbio.

O primeiro sistema consiste, em essência, em substituir depósitos e empréstimos por contratos de sociedade em conta de participação. O código comercial brasileiro regula essas sociedades nos seus artigos 325 a 328, dispondo que a sua constituição pode realizar-se sem as formalidades requeridas para os demais tipos de sociedade, o que torna as contas de participação extremamente flexíveis e isentas dos entraves burocráticos que usualmente se antepõem à formação de qualquer sociedade. Isto pôsto, as Sociedades de Crédito e Financiamento criam fundos de participação, nos quais entram como sócios ostensivos e nos quais associam o público a título de sócios ocultos. Os recursos do fundo são aplicados em novas sociedades em conta de participação com os mutuários da companhia, os mutuários entrando como sócios ostentivos e o fundo como sócio oculto. Fundamentalmente, há apenas um mudança de rótulos: os depósitos e empréstimos passam a denominar-se sociedades em conta de participação, e os juros tomam o nome de lucros. Essa mudança de nomes, todavia, permite que se escape à lei da usura, pois a remuneração das sociedades em conta de participação é considerada lucro

e não juro. Dessa forma, as Sociedades de Crédito e Financiamento conseguem pagar aos seus depositantes (que oficialmente se denominam participantes) taxas da ordem de 40% ao ano; aos mutuários cobra-se essa taxa, acrescida de u'a margem destinada a cobrir as despesas e a propiciar lucros para a Sociedade de Crédito ou Financiamento.

O segundo sistema, o das letras de câmbio, é ainda mais engenhoso. Em linhas gerais, o mutuário troca suas duplicatas ou promissórias por letras do câmbio por êle sacadas e aceitas pela Sociedade de Crédito e Financiamento. Os prazos das letras de câmbio são escalonados de tal forma que o vencimento de cada uma delas seja precedido pelo de um montante não inferior de promissórias ou duplicatas trazidas pelo mutuário; a Sociedade de Crédito e Financiamento garante assim o pagamento das letras de seu aceite pelo prévio vencimento dos títulos por ela recebidos. Por essa operação a Companhia não cobra juros — o que não teria o sentido no caso — mas apenas uma comissão de aceite.

Até aí o mutuário limitou-se a trocar duplicatas e promissórias por letras de câmbio. Todavia, como as letras de câmbio são consideradas títulos de Bôlsa, é possível vendê-las com deságio no mercado de capitais. Dessa forma, o mutuário obtém o dinheiro de que necessita. (Na prática, uma companhia vendedora de títulos compra as letras do mutuário e as revende ao público).

Para o comprador da letra os juros são substituídos pelo deságio e, mais uma vez, essa substituição permite que se escape à lei da usura. Assim, uma letra de um ano que seja vendida por 64% de seu valor nominal (isto é, com 36% de deságio), proporciona a seu comprador um juro implícito de 36/64, ou seja, de 56,3% ao ano. O mutuário da Sociedade de Crédito e Financiamento, que trocou as suas duplicatas ou promissórias por letras de câmbio, paga indiretamente êsse juro implícito mais uma série de impostos e comissões.

Deve-se salientar que o custo efetivo para o mutuário do dinheiro emprestado pelas Sociedades de Crédito e Financiamento é hoje extremamente elevado, como se deduz do Quadro XIX. Em operações de 6 meses o mutuário paga $\frac{100}{70,4} - 1 = 42\%$ de juros, o que equivaleria a uma taxa de 102% ao ano. Em operações a 12 meses, a taxa anual de juros chega a 130%.

As Sociedades de Crédito e Financiamento têm as suas operaçoes regulamentadas por uma Portaria do Ministro da Fazenda (Portaria n.º 309) e por algumas Instruções da Superintendência da Moeda e do Crédito. De acôrdo com essas disposições, as Sociedades em questão podem conceder empréstimos entre 6 meses e 2 anos. Na

prática, porém, as operações a mais de 12 meses são extremamente raras. Outras limitações impostas às operações dessas sociedades se indicam a seguir:

a) o total de operações ativas não pode exceder 15 (quinze) vêzes o capital mais reservas livres;
b) o ativo imobilizado não pode exceder de 30% (trinta por cento) do capital;
c) a Sociedade deve ter pelo menos 40 (quarenta) clientes nas operações ativas;
d) o limite de aplicação por cliente não pode ultrapassar 5% (cinco por cento) do total das operações ativas;
e) por disposição estatutária, pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) das operações ativas devem, direta ou indiretamente, beneficiar a agricultura.

As Sociedades de Crédito e Financiamento devem possuir no mínimo 50 milhões de cruzeiros de capital. Para obtenção da Carta Patente, os interessados são obrigados a depositar prèviamente no Banco do Brasil quantia não inferior nem a 50 milhões de cruzeiros nem à metade do capital social.

Há algum tempo, várias emprêsas do país passaram a lançar diretamente suas letras no mercado, sem a intervenção das Sociedades de Crédito e Financiamento. Essas letras, que procuravam atrair o público com deságios maiores, passaram a constituir o apelidado "mercado paralelo", que escapava completamente à fiscalização da Superintendência da Moeda e do Crédito. Recentemente o mercado paralelo foi tornado ilegal (*). Todavia, por falta de fiscalização, o mercado paralelo continua em franca operação.

Deve-se notar que os rendimentos auferidos pelos compradores das letras de câmbio das Sociedades de Crédito e Financiamento ficam substancialmente abaixo da taxa de inflação. A grande aceitação do público se explica apenas pela falta de melhores alternativas para a aplicação de dinheiro a juros fixos. As comissões de aceite e revenda e os encargos fiscais, no entanto, tornam o custo do dinheiro extremamente alto para o mutuário.

Estima-se que em 1963 as Sociedades de Crédito e Financiamento tenham captado cêrca de 40 bilhões de cruzeiros de poupanças — pelo aumento da circulação de letras de câmbio e certificados de participação — quantia equivalente a cêrca de 0,4% do Produto Nacional Bruto.

(*) Lei n.º 4 242, de 14 de julho de 1963 — Art. 78.

Quadro XIX *Tabela de letras de câmbio — Despesas fixas e variáveis*

	6 mêses	7 mêses	8 mêses	9 mêses	10 mêses	11 mêses	12 mêses
DESPESAS FIXAS							
Selos Contrato.....	24,00	28,00	32,00	36,00	40,00	44,00	48,00
Selos Promissórias.....	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00
Selos Letras Câmbio.....	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00	1 000,00
Comissão Aceite.....	2 400,00	2 800,00	3 200,00	3 600,00	4 000,00	4 400,00	4 800,00
TOTAIS.....	4 424,00	4 828,00	5 232,00	5 636,00	6 040,00	6 444,00	6 848,00
DESPESAS VARIÁVEIS							
Deságio.....	18 000,00	21 000,00	24 000,00	27 000,00	30 000,00	33 000,00	36 000,00
D. Profissionais (*).....	7 210,00	8 298,00	9 382,00	10 460,00	11 550,00	12 634,00	13 710,00
TOTAIS.....	25 210,00	29 298,00	33 382,00	37 460,00	41 550,00	45 634,00	49 710,00
Despesas Fixas.....	4 424,00	4 828,00	5 232,00	5 636,00	6 040,00	6 444,00	6 848,00
Despesas Variáveis.....	25 210,00	29 298,00	33 382,00	37 460,00	41 550,00	45 634,00	49 710,00
Total Despesas.....	29 634,00	34 126,00	38 614,00	43 096,00	47 590,00	52 078,00	56 558,00
Sacador Recebe.....	70 366,00	65 874,00	61 386,00	56 904,00	52 410,00	47 922,00	43 442,00
	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00	100 000,00

(*) Discriminação das Despesas Profissionais:

15 % s/valor do deságio (Impôsto de Renda)

10 % s/valor do deságio (Impôsto Adicional)

2 % s/valor da Letra p/corretores

0,5 % s/valor da Letra para comissão da distribuidora

0,21% s/valor da Letra p/comissão do corretor da Bolsa (Registro)

FONTE: Informações diretas de 6 Sociedades de Crédito e Financiamento.

4.5 O Mercado de Crédito a longo prazo

Se as dificuldades de crédito a médio prazo, criadas pelo binômio inflação-lei da usura, podem considerar-se em parte resolvidas pelo desenvolvimento das Sociedades de Crédito e Financiamento, na área de crédito a longo prazo perdura o impasse. A não ser da parte de certas instituições governamentais, como o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, virtualmente não existe, no Brasil, oferta de fundos para empréstimos a longo prazo.

O problema, no caso não mais reside na limitação legal da taxa de juros — o que sempre se poderia contornar por algum artifício como o dos deságios. O impasse resulta bàsicamente da incerteza quanto ao futuro ritmo da inflação. Numa conjuntura inflacionária como a atual, a taxa de juros que livremente tende a estabelecer-se no mercado depende, fundamentalmente, das expectativas quanto à velocidade da alta de preços. E a longo prazo essa velocidade é totalmente imprevisível.

Sintoma característico dêsse impasse de crédito a longo prazo é a exigüidade do mercado brasileiro de debêntures. Embora a Lei de Sociedades Anônimas permita que as companhias emitam debêntures até o equivalente do capital social, raríssimas são as emprêsas que conseguem lançar no mercado êsses títulos de renda fixa. Assim, basta dizer que, em 1962, enquanto as sociedades anônimas brasileiras emitiam um total de Cr$ 341 bilhões em ações, a emissão total de debêntures restringia-se a Cr$ 2,4 bilhões, isto é, a menos de 1 por cento do lançamento de novas ações. E vale acrescentar que grande parte dessas debêntures lançaram-se com prazos curtos de vencimento, quase nunca chegando a um ano.

No quadriênio 1960/1963, a emissão de debêntures apresentou a seguinte variação em Cr$ bilhões e em percentagem do *PIB* — a qual mostra a extrema exigüidade dêste mercado:

ANOS	Emissões de Debêntures	% *do PIB*
1960	Cr$ 1,2 bilhões	0,05
1961	Cr$ 0,6 »	0,02
1962	Cr$ 2,4 »	0,04
1963	Cr$ 2,2 »	0,02

FONTE: IBRE — FGV.

A solução natural para os problemas de crédito a longo prazo na atual conjuntura inflacionária consistiria, como já apontamos anteriormente, nos contratos com cláusula de escala móvel. Êsse tipo de cláusula, todavia, é proibido pela legislação brasileira (salvo para o caso do BNDE, para títulos públicos criados pela lei 4 357 e para certas operações habitacionais).

Dentro do panorama descrito, é claro que o suprimento de crédito a longo prazo em cruzeiros é absolutamente racionado. As fontes principais, tôdas elas estatais, são, em primeiro lugar, o BNDE, que centraliza a maior parte da oferta de empréstimos a longo prazo para os setores de base, e, em segundo lugar, o Banco do Brasil, e algumas agências regionais ou estaduais. Algumas agências financeiras internacionais, como o BID e a AID, também ocasionalmente emprestam cruzeiros a longo prazo. Para certas finalidades específicas, como a compra de moradia própria, existe uma oferta

racionada de fundos das Caixas Econômicas e de alguns Institutos de Previdência Social (*).

O custo de dinheiro emprestado por essas entidades é extremamento baixo, em face da atual conjuntura inflacionária (o BNDE freqüentemente opta pela participação societária ao invés da concessão de empréstimos); incluindo-se os juros, comissões e sobretaxas, não costuma ultrapassar a casa dos 20% anuais — o que está muito aquém das taxas efetivamente cobradas para os empréstimos a curto e a médio prazo. Òbviamente, para os mutuários, um financiamento nessas condições é altamente vantajoso. Como é inevitável, todavia, a oferta dêsses fundos é altamente racionada.

4.6 As Sociedades de Investimentos

O desenvolvimento das Sociedades de Investimentos no Brasil pode considerar-se bastante recente. Conquanto já operassem de há mais tempo algumas companhias distribuidoras, o desenvolvimento em maior escala das grandes sociedades de investimentos, como o International Basic Economy Corporation (que administra o Fundo Crescinco) e a DELTEC, data do último decênio.

Muitas das sociedades em questão operam como emprêsas mistas, de Crédito e Financiamento, e de Investimentos. Nas Carteiras de Investimentos, três são os tipos fundamentais de operações:

a) *o lançamento de novas ações à subscrição pelo público* — realizado por uma combinação de instrumento de propaganda e de equipes de distribuidores que vão procurar os possíveis investidores em suas residências ou em seus locais de trabalho a fim de procurar vender-lhes as ações;

b) os "*underwritings*" — por meio dos quais a Sociedade de Investimentos garante, total ou parcialmente, a subscrição das ações emitidas pelo cliente;

c) os "*investment trusts*" — por meio dos quais a Sociedade de Investimentos aplica em títulos da Bôlsa os recursos de um Fundo em Condomínio, cujas quotas são vendidas ao público (exemplo: Fundo Crescinco).

(*) Essa oferta deverá expandir-se com a entrada em operação do Banco Nacional de Habitação e com a generalização da cláusula móvel nas operações de crédito imobiliário.

A regulamentação das Sociedades de Investimentos, no Brasil, se limita à Portaria 309 do Ministro da Fazenda (expedida em novembro de 1959) e a umas poucas disposições complementares de certas Instruções da SUMOC.

Inegàvelmente as Sociedades de Investimentos têm a seu crédito a democratização do capital de várias emprêsas. Certas práticas predatórias, todavia, têm tido a maior repercussão em nosso mercado de capitais. Trata-se dos já mencionados lançamentos de ações, com ágios para cobrir os custos de distribuição, despreocupados da criação de um mercado para a revenda dos títulos. Atualmente a ADECIF (Associação dos Diretores de Emprêsas de Crédito, Investimentos e Financiamento) cogita da constituição de um "pool" de " underwriting" destinado a solucionar êsse problema.

4.7 Tratamento Fiscal

No que concerne ao tratamento tributário das inversões mobiliárias, as principais disposições da atual legislação do Impôsto de Renda são as que a seguir se discriminam:

a) Os dividendos em dinheiro proporcionados pela ação nominativa recebidos por pessoas físicas, quando superiores, anualmente, a três vêzes o salário mínimo fiscal, sujeitos ao desconto do impôsto de renda na fonte à razão de 10% (dez por cento). Além disso, o beneficiário dos dividendos é obrigado a incluir êsses rendimentos na cédula F de sua declaração como pessoa física, podendo abater do impôsto a pagar o total já retido na fonte.

   Os dividendos de ações nominativas percebidos por pessoas jurídicas não são tributados nem na fonte, nem na declaração posterior do beneficiário;

b) Os dividendos em dinheiro das ações ao portador estão sujeitos ao impôsto de renda na fonte à razão de:

   i) 28%, se o beneficiário se identificar, incluindo posteriormente os rendimentos na cédula F de sua declaração, se se tratar de pessoa física;

   ii) 60% se o beneficiário não se identificar.

   Em qualquer dos casos, o dividendo fica sujeito à retenção na fonte do adicional restituível do BNDE à razão de 15% do impôsto acima mencionado. Durante os exercícios de 1963 e

1964 será cobrado também um impôsto adicional à razão de 5% sôbre o valor bruto do dividendo. Finalmente, quando o beneficiário não se identificar, a fonte deverá recolher ainda 15% do valor bruto do dividendo a título de empréstimo compulsório (Lei n.º 4 242), nos exercícios de 1963 e 1964.

c) As bonificações em ações resultantes de incorporação de reservas ao capital ou da correção monetária dos ativos não trazem nenhum ônus fiscal para os seus beneficiários. A emprêsa que distribuiu as bonificações fica sujeita ùnicamente ao impôsto de renda sôbre o aumento do capital, à razão de 15% no caso das incorporações de reservas, e de 10% no caso de correção monetária do ativo.

d) Os lucros percebidos por pessoas físicas em decorrência da desvalorização de ações ou da venda de direitos de subscrição estão isentos do impôsto de renda.

e) Os juros pagos pelos bancos aos depositantes pessoas físicas devem ser incluídos na cédula E das declarações pessoais.

f) Os juros de debêntures estão sujeitos ao desconto do impôsto de renda na fonte à razão de:

   i) 21%, se o beneficiário se identificar, incluindo posteriormente os rendimentos na cédula F de sua declaração, se se tratar de pessoa física, e no seu lucro tributável se se tratar de pessoa jurídica.

   ii) 45%, se o beneficiário optar pela não identificação.

Em qualquer dos casos, a fonte ainda deverá recolher:

   i) 10% sôbre o valor bruto dos juros, a título de empréstimo compulsório (Lei n.º 4 242).

   ii) nos exercícios de 1963 e 1964, 5% sôbre o valor bruto dos juros como impôsto adicional.

g) Os juros dos títulos da dívida pública (salvos os que gozarem de imunidade fiscal) estão sujeitos ao desconto do impôsto de renda na fonte à razão de 6%. No caso dos títulos nominativos, os juros correspondentes, quando percebidos por pessoas físicas, deverão ser incluídos na cédula A da declaração pessoal da renda, permitindo-se ao contribuinte abater do impôsto a pagar o que já tiver sido descontado na fonte.

h) Os deságios das letras de câmbio, desde que os beneficiários se identifiquem, ficam sujeitos, ùnicamente, ao impôsto de 15% na fonte e ao empréstimo compulsório de 10% (o que equivale a um ônus fiscal total de 25%) (*). Na prática, o problema da identificação tem sido resolvido da seguinte maneira: O sacador da letra de câmbio vende-a com deságio, a uma pessoa jurídica distribuidora. Esta se identifica — o que é supérfluo em se tratando de pessoa jurídica — em seu nome sendo descontados o impôsto e o empréstimo compulsório. Posteriormente a distribuidora revende a letra ao público, naturalmente por preço maior ou igual ao da sua aquisição. Nesse caso, segundo a Lei n.º 4 242, não há mais deságio e em relação ao valor de aquisição, dispensando-se, dessarte, a identificação do comprador final da letra, o qual a recebe livre de qualquer ônus fiscal.

i) Os fundos de participação administrados pelas Sociedades de Crédito e Financiamento não são tributados como pessoa jurídica (os rendimentos da Sociedade de Crédito e Financiamento, êstes sim). Os lucros recebidos pelos participantes devem entrar na cédula H da declaração pessoal, quando se tratar de pessoa física.

j) Os fundos em condomínio administrados pelas Sociedades de Investimentos não são tributados como pessoa jurídica, desde que todos os seus rendimentos sejam distribuídos entre seus participantes. Os lucros auferidos por pessoas físicas na alienação de quotas de fundos em condomínio estão também isentos do Impôsto de Renda.

(*) A partir de 1965, não mais será cobrado o Empréstimo Compulsório, pois foi revogado pela Lei n.º 4 357, de 16 de julho de 1964.

Parte V

Conclusões e sugestões

5.1 Síntese das Características do Mercado Brasileiro de Capitais

Pelo que vimos nos capítulos anteriores do presente estudo, o mercado brasileiro de capitais ainda se encontra em fase bastante rudimentar, ressentindo-se de inúmeras distorções oriundas do processo inflacionário. Com efeito, a dissociação entre o indivíduo que poupa e o indivíduo que investe tem sido alcançada muito mais à custa de mecanismos compulsórios de transferência do que à custa de decisões voluntárias estimuladas pelo mercado. A maior parte das poupanças privadas, ou flui diretamente para emprêsas controladas pelos indivíduos que as constituem, ou é retida sob a forma de encaixes adicionais, correspondente à alta geral de preços, e que sustentam boa parte das aplicações do sistema financeiro, ou é drenada para o setor público sob a forma de empréstimos compulsórios e artifícios congêneres. A canalização voluntária de poupanças privadas para investimentos não controlados pelas pessoas que poupam ainda se processa com bastante dificuldade, como atestam a insignificância das emissões de títulos públicos de subscrição voluntária, o pequeno volume de debêntures emitidos, a exígua absorção de novas poupanças pelas Bôlsas de Valôres, e, ainda, as dimensões moderadas das operações das Sociedades de Crédito e Financiamentos(*). Embora

(*) Um certo fluxo de poupanças entre emprêsas e indivíduos ocorre através dos mecanismos de venda a crédito. Infelizmente, não há elementos para analisar quantitativamente a ação dêsses mecanismos.

faltem dados estatísticos mais precisos, é de se supor à luz dos resultados anteriormente apresentados que as poupanças voluntárias assim mobilizadas não financiem sequer 5% da formação de capital do país.

Releva notar ainda que grande parte da flexibilidade da canalização poupança-investimentos tem sido alcançada meramente como subproduto da inflação. Com efeito, a alta geral dos preços obriga o setor privado a constituir poupanças sob a forma de incremento de meios de pagamento, incremento êsse que permite ao sistema financeiro suprir flexìvelmente recursos às emprêsas e ao Govêrno para o financiamento da formação de capital.

O atual Govêrno situou o combate à inflação entre os principais objetivos de sua política econômico-financeira. Em princípio, a relativa estabilização dos preços poderá corrigir várias das distorçoes que hoje se identificam em nosso mercado de capitais. Dois problemas, todavia, devem ser levados em conta a êsse respeito. Em primeiro lugar, o Govêrno precisará tomar alguns cuidados para que a contenção do processo inflacionário não seja feita à custa da compressão da taxa de poupança do país; isso constitui essencialmente um problema de política salarial e de política fiscal, aliás bem equacionado pelo Programa de Ação do Govêrno. Em segundo lugar, o combate à inflação reduzirá o volume de poupanças constituídos sob a forma de aumentos de encaixes monetários do setor privado, e que financiam a operação flexível do sistema financeiro. Isso significa, de fato, a eliminação de uma das componentes de mobilidade do nosso mercado de capitais. É verdade que a estabilidade relativa dos preços tenderia a suprimir muitos dos atuais focos de rigidez do mercado, mas há o risco de que essa supressão leve bastante tempo para efetivar-se. Com efeito, mesmo que se estabilizem por completo os preços, nos próximos anos, não será possível impedir que os capitalistas formulem todo seu raciocínio econômico com têrmos de um risco de inflação futura. E, na ausência de providências compensatórias do Govêrno, pode ocorrer que o combate à inflação venha a extinguir o mecanismo flexível de canalização de poupanças monetárias pelo sistema financeiro, sem que se eliminem prontamente as distorções de mercado causadas pelo temor de futuras altas de preços. As principais sugestões que se apresentarão no curso do presente capítulo visam precisamente à neutralização imediata dos efeitos das expectativas inflacionárias sôbre o mercado de capitais.

5.2 Providências Recentes do Atual Govêrno

O atual Govêrno, empossado em abril do corrente ano, já tomou uma série de providências legislativas no sentido de melhorar o funcionamento do mercado brasileiro de capitais. Bàsicamente, as medidas adotadas visam à criação de maiores atrativos para a aplicação de poupanças privadas em investimentos mobiliários públicos e particulares. Assim:

a) A Lei n.º 4 357, de 17 de julho de 1964, criou as Obrigações reajustáveis do Tesouro, cujo valor nominal será trimestralmente corrigido de acôrdo com os coeficientes de inflação declarados pelo Conselho Nacional de Economia, cujos prazos de resgate variarão de 3 a 20 anos, e cujos juros serão, no mínimo, de 6% ao ano sôbre os valôres atualizados. As obrigações em questão serão compulsòriamente subscritas pelas emprêsas, para a constituição de seus Fundos de Indenizações Trabalhistas (3% das fôlhas de pagamento), podendo também ser voluntàriamente subscritas pelo público;

b) A Lei n.º 4 357 instituiu o direito de abatimento, da renda tributável das pessoas físicas, de 20% das quantias aplicadas na aquisição de títulos da dívida pública federal, de 15% das quantias aplicadas na subscrição integral em dinheiro de ações nominativas para o aumento de capital de Sociedades Anônimas, de 15% das quantias aplicadas em depósitos ou letras destinadas ao financiamento de habitações populares, e do valor integral das quantias empregadas comprovadamente em investimentos de interêsse do Nordeste ou da Amazônia;

c) A Lei n.º 4 380, de 21 de agôsto de 1964, instituiu a correção monetária dos contratos imobiliários de interêsse social permitindo a emissão de letras reajustáveis pelo Banco Nacional de Habitação e pelas Sociedades de Crédito Imobiliário. Essas letras serão reajustadas sempre que houver aumento do salário mínimo na proporção do aumento do índice do custo de vida, e renderão juros de até 8% ao ano sôbre seu valor atualizado.

Como se observa, o Govêrno está procurando instituir os empréstimos com cláusula móvel, a fim de tornar atrativa a aplicação voluntária de poupanças voluntárias em títulos imobiliários de longo prazo. À primeira vista pode parecer paradoxal que isso ocorra justamente numa época em que o mesmo Govêrno reitera seus propósitos de acabar com a inflação. O paradoxo, todavia, se desfaz quando se interpretam devidamente as expectativas dos inversores. Ainda que o Govêrno conseguisse estabilizar de pronto a moeda,

muitos anos seriam necessários até que os capitalistas brasileiros fôssem capazes de abstrair, nos seus cálculos, a posibilidade de uma futura alta de preços. Assim, mesmo com os preços estabilizados, seria difícil encontrar, a curto prazo, um mercado voluntário para títulos de 5 ou 10 anos de vencimento sem cláusula de reajustamento, ante o temor de uma futura repetição da experiência inflacionária. A defesa automática contra a alta de preços constitui o método de obviar êsse problema de expectativas; e nada tem de psicològicamente incompatível com o combate à inflação, já que com preços estáveis a cláusula móvel não opera.

É difícil prever a receptividade do público a êsses títulos reajustáveis criados pelas Leis n.os 4 357 e 4 380. Potencialmente êles são melhores do que quaisquer dos títulos de renda fixa ora existentes (letras de câmbio, etc.). Existem, todavia, certos problemas de confiança a serem solucionados. É preciso que o público espere que os coeficientes de inflação do Conselho Nacional de Economia traduzirão a realidade (o que não ocorria até há um ano atrás, quando os índices eram visìvelmente subestimados por um critério de cálculo por médias trienais). É preciso também desfazer certos temores associados ao fato de que os títulos só serão resgatados num futuro Govêrno, que eventualmente poderia ser tentado a mudar as regras do jôgo depois de já atraídas as poupanças do público. É òbviamente difícil antever a resultante dessas duas fôrças opostas — as qualidades potenciais dos títulos e as desconfianças de natureza política. Talvez o êxito final dependa, em grande parte, da habilidade com a qual o Govêrno fôr capaz de lançar os títulos em questão em nosso mercado de capitais.

5.3 Sugestões para o Aperfeiçoamento do Mercado Brasileiro de Capitais

Das atuais lacunas do mercado brasileiro de capitais a que mais urge preencher é a dos Bancos Privados de Investimento. Como assinalamos anteriormente, a conjugação da inflação com a lei da usura e com a proibição genérica de cláusula móvel reduziu a oferta de crédito a longo prazo à categoria de benesse governamental acessível apenas a umas poucas emprêsas privilegiadas. Isso tem acarretado consideráveis dificuldades ao reequipamento do parque industrial do país e, em particular, tem tolhido o desenvolvimento das indústrias produtoras de bens de capital. É indispensável criar as condições necessárias ao desenvolvimento de uma rêde pri-

vada de Bancos de Investimentos, a fim de desafogar o BNDE da sobrecarga de pedidos que sôbre êle incidem.

De nenhum modo essa rêde privada deverá considerar-se substitutiva do BNDE, mas simplesmente como o complemento necessário para equilibrar a oferta e procura de crédito a longo prazo.

A solução natural consiste em remover as atuais dificuldades institucionais pela aprovação de uma lei que permita o funcionamento de Bancos Privados de Investimento, dentro das seguintes linhas gerais:

a) seria permitida a criação de Bancos de Investimento, devidamente fiscalizados pela SUMOC, e cujas cartas-patentes seriam concedidas, observadas as condições usuais exigidas dos Bancos Comerciais, das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimentos (um certo capital mínimo, depósito prévio de pelo menos 50% dêsse capital, etc.);

b) os Bancos em questão deveriam submeter-se a limites de operação em função do capital e a padrões de diversificação dos empréstimos, em condições análogas às exigidas das Sociedades de Crédito e Financiamento;

c) os Bancos de Investimentos teriam o direito de financiar com cláusula móvel a aquisição de bens de capital (preferencialmente de produção nacional), a correção monetária se processando de acôrdo com índices de preços convencionados pelas partes;

d) em contrapartida das operações de empréstimos acima referidos, os Bancos de Investimentos teriam o direito de aceitar letras de câmbio reajustáveis, desde que de prazo superior a um ano; a correspondência entre empréstimos e letras se processaria de forma a tornar as operações auto-liquidáveis, tal como ocorre com as Sociedades de Crédito e Financiamento;

e) os Bancos Privados de Investimentos não teriam acesso nem à Carteira de Redescontos nem à Caixa de Mobilização Bancária.

É de se notar que as letras de câmbio em questão, por serem aceitas por emprêsas privadas, não esbarrariam com as mesmas suspeições de ordem política que talvez venham a cercar os títulos públicos reajustáveis. Seria conveniente, também, para fortalecer a confiança do público, que se deixasse na lei uma certa flexibilidade quanto à escolha do índice de correção monetária (muitos capitalistas prefeririam os índices da Fundação Getúlio Vargas aos do Conselho Nacional de Economia).

Do lado do mercado de ações há também várias providências a serem tomadas. A principal provàvelmente se refere ao lançamento

de novas ações ao público. Conforme assinalamos anteriormente, vários dos lançamentos por Sociedades de Investimentos foram mal sucedidos, as ações sendo por elas vendidas com altos ágios, para cobrir os custos de colocação, e alguns meses depois sendo negociadas nas Bôlsas bem abaixo do par. Seria importante controlar as operações das Sociedades em questão de modo a obrigá-las a, paralelamente aos lançamentos, criar um mercado de revenda para as ações. A ADECIF (Associação dos Diretores de Emprêsas de Crédito, Investimentos e Financiamentos) preparou um plano interessante de criação de um "pool de underwriting". Êsse "pool" seria responsável pela idoneidade dos lançamentos e se encarregaria, durante um certo tempo complementar, de sustentar um mercado de revenda nas Bôlsas de Valôres para as ações lançadas.

Importante também seria a redução dos ônus fiscais que hoje incidem sôbre os dividendos de ações ao portador. Hoje êsses ônus se elevam (*), incluindo adicionais e empréstimos compulsórios, de nada menos do que 84%, e, em 1965, mesmo com as reduções de encargos previstos, deverá situar-se em tôrno de 60%. Por mais antipatia que o anonimato possa merecer do ponto de vista ético ou do ponto de vista fiscal, cumpre reconhecer que êle é um poderoso instrumento de estímulo ao mercado de capitais num país pollìticamente ainda não sedimentado. E, sobretudo, que a alternativa à preservação do anonimato pode ser a exportação de poupança para o exterior.

Também os mecanismos da Bôlsa de Valôres merecem ser aprimorados. O mercado de revenda de títulos é hoje sensível a inúmeras formas de manipulação e de distorção que seria útil evitar.

Por último, uma revisão da Lei de Sociedades Anônimas, dando melhores garantias aos grupos minoritários de acionistas, poderia incentivar consideràvelmente a mobilização de poupanças privadas. Pela legislação vigente, qualquer grupo que congregue mais da metade do capital votante de uma emprêsa elege tôda sua Diretoria cabendo à minoria, quando muito, o direito de eleger um membro do Conselho Fiscal. A obrigatoriedade de representação de grupos minoritários (**) na Diretoria teria a vantagem de tornar mais democrática as Sociedades Anônimas Brasileiras, aliviando a sua tendência à concentração familiar.

(*) No caso de não identificação do beneficiário.

(**) Por exemplo, um grupo de acionistas com 20% do capital votante teria o direito de eleger um Diretor.

COMPOSTO E IMPRESSO
NO SERVIÇO GRÁFICO DO
IBGE — LUCAS, GB — BRASIL