

CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS E AVALIAÇÃO DO FUNCIONAMENTO DO SETOR FINANCEIRO NO BRASIL

*Álvaro Antônio Zini Júnior**

O mercado financeiro do Brasil, em sua organização formal, segue o princípio da segmentação e especialização entre as principais modalidades de crédito. Esse fracionamento era, inclusive, um dos objetivos das reformas de 1964-65 visando a alcançar uma organização competitiva de mercado.¹

A primeira característica básica do funcionamento do setor financeiro após sua reordenação, entretanto, é o alto grau de conglomeração das instituições financeiras, acompanhado da oligopolização do setor.

A segunda característica fundamental é que, ao longo do período de acelerada expansão que se seguiu às reformas de 1964-65, pouco se aprofundaram as ligações de interesse entre o setor financeiro, a indústria, o comércio e a agricultura. Maturo-se no Brasil um capitalismo financeiro “desancorado” diretamente do setor produtor. Um aspecto disso é o incipiente desenvolvimento do mercado emissor de ações e debêntures.

A terceira característica — e de relevo inquestionável — é a maior abertura externa e o estreitamento de ligações com o mercado financeiro internacional. Entre outros efeitos, deve-se buscar nesses vínculos as raízes da formulação de uma volumosa dívida externa e de uma dívida interna de origem eminentemente financeira.

A quarta característica é a existência de diversas unidades de conta no interior do sistema. Há fundamentalmente três unidades básicas: os valores contratados em termos nominais, os valores vinculados a divisas estrangeiras e os contratos com cláusula de correção monetária. A existência dessas diversas unidades, além de trazer problemas para a real compreensão dos registros contábeis, remete a discussão para a concepção de que o setor financeiro deve operar com taxas de juros positivas.

Quinta característica é a multiplicação da existência de linhas de crédito sele-

* Professor da FEA-USP e da PUC-SP.

Pesquisador da FIPE-USP.

¹ Está-se falando aqui das reformas bancárias e do mercado de capitais ocorridas entre 1964-65. Sobre este tema veja o Capítulo 3 da Tese de Zini (1982).

tivas, fundos setoriais, condições de crédito diferenciadas por tipos de operação, etc., fazendo com que, efetivamente, o setor financeiro opere com um espectro de taxas de juros desde muito negativas até muito positivas. Esse espectro de taxas é, por si, um forte indutor à especulação financeira.

A ação do Governo está na base da existência desse espectro de juros. O setor financeiro tem-se beneficiado largamente dessa atuação para sua expansão e lucratividade. Através de repasses de fundos, operações de refinanciamento e outras modalidades, foi-se formando um elevado grau de solidariedade entre os conglomerados financeiros privados e as esferas governamentais encarregadas da gestão financeira. A contrapartida da política financeira do Governo foi — de um lado — o crescente embaralhamento das contas do Tesouro (Fisco) das contas financeiras (orçamento monetário) e a gestão monetária. De outro, esse mecanismo tem possibilitado transferências de rendas para o segmento rentista, bem como alterações no estado patrimonial das empresas no Brasil.

Como resultado dessas características, atingiu-se praticamente uma fase de esgotamento da capacidade fiscal-financeira do Estado para sustentar esses processos, sem que se desorganizassem completamente os pagamentos federais constantes dos orçamentos fiscal e monetário.

Para a compreensão, portanto, do funcionamento do setor financeiro e uma avaliação qualitativa de seu papel, é necessário enfocar cada um desses aspectos. A avaliação do setor é feita na seção final do artigo.

A organização do texto está feita na seqüência exposta nesta introdução. Inicialmente, analisam-se cada uma das cinco características principais do sistema financeiro do Brasil e, posteriormente, efetua-se a avaliação geral de seu funcionamento recente.

1 — A Oligopolização do Setor Financeiro

O processo de conglomeração financeira é um dos principais aspectos em que a evolução do setor se deu de forma diferente ao que se apontava como espírito das leis das reformas de 1964-65 (Pedreira, 22 e 23 mar. 1981). Uma vez que a lei não vedava expressamente a conglomeração, o processo iniciou-se, timidamente, com a formulação de bancos de investimento por parte dos bancos e financeiras mais fortes. O próprio setor bancário já vinha, desde os anos 50, passando por um processo de concentração, como já se conhece da literatura (Sayad, 1976).

Esse processo de concentração e conglomeração ganhou, entretanto, a partir de 1969, o apoio explícito das autoridades monetárias do Governo Médici. Passou-se a incentivar — concedendo recursos, perícia financeira e outros incentivos — as fusões e incorporações² (Fenaban, 1972). A defesa desse procedimento apontava que

² Como exemplo ver os pronunciamentos de autoridades no simpósio sobre fusões e incorporações: (Fenaban, 1972).

a conglomeração traria economias de escala, diminuição dos custos operacionais e, conseqüentemente, queda da taxa de juros efetiva. A pergunta lógica, mesmo ingênua, é em que raciocínio econômico ou experiência histórica se baseavam as autoridades para afirmarem que maior grau de oligopolização conduz ao rebaixamento de preço? A boa teoria diz que pode até haver rebaixamento do custo operacional, mas a margem maior é internalizada no oligopólio.

Outro ponto importante: o processo de conglomeração foi encabeçado pelos **bancos comerciais**. Esses, sem abdicarem ou colocarem em risco suas tradicionais e lucrativas operações de financiamento de capital de giro, expandiram sua esfera de ação efetiva para todos os outros segmentos do mercado através de empresas coligadas.

Também aqui a evolução do setor financeiro foi diferente da pensada. Depoimentos de pessoas envolvidas com a reforma financeira de 1964-65 indicam que o papel de cabeça dos conglomerados estava reservado para os **bancos de investimentos** (Wanderley & Pimentel, 1970). O esquema pensado inspira-se no exemplo americano onde os "Investment Banks" junto com os "Trust Funds" capitaneiam os conglomerados.

Levantando-se ainda outro aspecto, pode-se especular se não se concebeu de fato — por ocasião das reformas de 1964-65 — a internacionalização do setor sob o comando dos bancos de investimento. Essa internacionalização, inclusive, completaria o círculo de internacionalização da economia brasileira, posto que o setor produtivo está fortemente marcado pela presença do capital estrangeiro em seus ramos mais dinâmicos. Ademais, para a definição dos estatutos legais dos bancos de investimento, foi ampla a ação das duas sociedades de investimento que existiam na época — a DELTEC e o Fundo CRESCINCO —, ambas ligadas ao capital estrangeiro. Como o jogo de bastidores que esteve por detrás das reformas não é do conhecimento público, não se pode concluir afirmativamente. Alguns pontos, contudo, merecem comentário.

Mesmo que tal internacionalização tenha sido cogitada, algumas das decisões que se consubstanciaram nas leis reduziram bastante o possível interesse dos bancos internacionais na formação de bancos de investimento no Brasil. Como se sabe, o conglomerado financeiro americano apoia-se em três segmentos diferentes de captação de fundos: o setor bancário comercial, o setor de captação de poupanças voltadas para o mercado hipotecário e o setor de fundos previdenciário e securitário que formam os principais aplicadores de longo prazo. No Brasil, o setor bancário comercial e o setor securitário já estavam formados e seriam de difícil penetração diante da oposição dos antigos banqueiros. O setor de fundos previdenciários e outros fundos de seguridade social foi unificado e centralizado sob o comando estatal, exceção feita a fundos de seguridade privados e regulamentados posteriormente. Por fim, a poupança habitacional, embora tenha deixado um lugar para os intermediários privados, foi colocada sob a esfera de ação de um "banco central" próprio — o BNH —, apoiando-se na época, em um instrumento novo de captação: as letras imobiliárias com correção monetária. Conclusão: os bancos internacionais viriam formar bancos de investimento com que perspectiva, se os principais filões do mercado já estavam ocupados?

Mesmo assim, houve esforço do Governo no período de 1965-67 para interessar o capital estrangeiro na constituição dos bancos de investimento. Alguns deles, associando capital doméstico com externo, chegaram a ser constituídos. Posteriormente a 1967 e à troca de ministros, essas iniciativas foram desestimuladas. Iniciou-se, então, o período de apoio à conglomeração bancária. Os bancos de investimento ficaram relegados ao segundo plano e foram progressivamente restringindo suas atividades ao fornecimento de capital de giro às empresas. Nos dias de hoje se pergunta, com propriedade, para que estão servindo os bancos de investimento a não ser como uma espécie de departamento dos bancos comerciais especializados no financiamento de médio prazo e que não estão sujeitos às restrições que dizem respeito a reservas compulsórias e comprometimento das aplicações?

O resultado fundamental do processo de conglomeração bancária foi a oligopolização do setor financeiro e a formação de 10 ou 20 conglomerados que operam em escala nacional em todas (ou quase todas) as faixas de financiamento.

A Tabela 2 traz alguns dados sobre oligopolização do setor financeiro no Brasil. No setor bancário propriamente dito, a perda de participação relativa do Banco do Brasil conduz a um menor índice de concentração absoluta. Os 10 maiores bancos — privados e oficiais — detinham 73% dos depósitos em 1970, passando para 64% em 1980. Entretanto há uma indicação expressiva do forte aumento da concentração do setor privado. Os 10 maiores bancos privados passaram a controlar 78,2% dos empréstimos e 64,5% dos depósitos em 1980 (contra 46,8% e 57,1% respectivamente em 1970) sobre os totais de empréstimos e depósitos dos bancos privados.

Dada a oligopolização, não surpreendem as constantes denúncias sobre a alta taxa de lucro das instituições financeiras. Ela reflete a ampliação da margem cobrada por financiamento sobre o custo de captação. É ilustrativo desse processo o fato de que o setor financeiro, que se apropriava de 4,4% da renda interna do País em 1965, tenha passado a apropriar-se de 8,6% da renda de 1980. Isso representou cerca de 2/3 da renda do setor agrícola naquele ano.

2 — O Capitalismo Financeiro “Desancorado”

No estudo do processo de expansão das instituições financeiras, chama atenção o pouco aprofundamento das ligações do setor financeiro com o setor produtivo no Brasil. Ou seja, não ocorreu aquele processo que Ignácio Rangel em 1963 acreditava que viria a ocorrer: a consolidação de um capitalismo financeiro nacional, unificando o capital industrial e o capital bancário sob os mesmos grupos de controle acionário (Rangel, 1978).

O estudo clássico sobre o capital financeiro feito por Hilferding (1973), em 1909, ressaltava a vinculação institucional e real do segmento diretamente produtor de mais-valia com sua “cabeça” financeira. Uma das características dessa unificação seria a maior estabilidade da trajetória econômica (embora não se afastem as crises gerais de acumulação capitalista). Um exemplo contemporâneo dessa forma de organização são os conglomerados japoneses.

Por outro lado, Hilferding deixou bastante claro que o processo de constituição do capitalismo financeiro foi de fato o processo histórico de cartelização do capital industrial e bancário que potenciou o capitalismo alemão na virada do século. O entrelaçamento de interesses foi uma das formas encontradas na Alemanha para acelerar a acumulação capitalista e ultrapassar seu maior concorrente, o capitalismo precursor da Inglaterra³.

Marx, por sua vez, havia sublinhado anteriormente que a acumulação financeira, **em última instância**, se vincula à produção de mais-valia, posto que o juro é uma das suas partes. Porém, em sua imediatez, o juro é o rendimento propiciado por qualquer montante de valor que é cedido emprestado para um terceiro. Não aparece aí vinculado à produção de mais-valia.

A acumulação financeira, basicamente, é a capitalização de rendas atribuídas aos títulos financeiros que, em si, representam apenas direito de haver sobre o excedente gerado. O capital financeiro, assim, é “capital” apenas no sentido de conceder direito de propriedade sobre uma renda. Não representa diretamente o resultado da produção e acumulação de mais-valia e sim a acumulação de direitos de propriedade. A confiança em que esses direitos de propriedade serão honrados se baseia na hegemonia das relações sociais de modo capitalista de produção e fundamenta-se no substrato real que é a produção de mais-valia.

Posto que a acumulação financeira é uma acumulação de direitos de haver, e a acumulação real é a reconversão ampliada de mais-valia ao processo produtivo, essas duas formas de capitalização desenvolvem esferas de valorização próprias. A valorização do capital real é o próprio processo de produção e realização do valor que implica a geração e a acumulação de mais-valia. A valorização financeira é o crescimento dos direitos de propriedade sobre o excedente econômico e desenvolve-se, essencialmente, através da troca de posições patrimoniais representadas pelos títulos financeiros.

A separação dessas duas esferas de valorização do capital implica a existência de um potencial instabilizador para a reconversão ampliada da mais-valia na esfera produtiva — movimento que é o motor básico da acumulação capitalista. Quando a esfera financeira de valorização se separa em demasia da acumulação real, absorvendo excedentes de valor que seriam recanalizados para a produção, ocorrem períodos de crise capitalista. Essas crises, no período que Marx as analisou, tinham como consequências desvalorizações violentas do capital fictício e transferências patrimoniais que permitiam novamente recolocar em consonância os dois circuitos de valorização⁴.

³ Cabe notar que, para Hilferding, essa característica do capitalismo alemão era, por assim dizer, a “tônica” que deveria vigor para o sistema capitalista em geral. As alusões que são feitas à Inglaterra, por exemplo, identificam o capitalismo inglês como “atrasado” relativamente à Alemanha.

⁴ É justo registrar que o deslocamento dessas esferas de valorização no mercado internacional é praticamente total. Daí a dimensão latente da crise internacional dos dias de hoje (Tavares, 1980).

Esse ponto levantado por Marx remete para uma questão básica da economia brasileira. Quanto mais dissociadas estiverem essas duas esferas de valorização, maior é o poder disjuntivo das instituições financeiras sobre a economia⁵.

Cabe aqui discurrir sobre alguns aspectos dessa dissociação.

Quero ressaltar um ponto que tem sido pouco tocado pelos economistas brasileiros. Tanto no capitalismo alemão como no americano ou no japonês — por percursos históricos próprios —, a formação dos conglomerados financeiros fez-se em paralelo e em interação com a cartelização do setor produtivo, ajudando a potenciar a acumulação e o próprio processo de cartelização.

No Brasil, a constituição dos conglomerados financeiros fez-se em condições distintas. A formação dos conglomerados relaciona-se primordialmente ao processo de concentração do capital bancário nacional em interação com a expansão do capital financeiro internacional. O crescimento do capital financeiro internacional tem sido um componente novo (e qualitativamente ainda mal compreendido) na evolução do capitalismo contemporâneo. Assim, o processo de constituição dos conglomerados financeiros privados no Brasil (verificados também na maioria dos países da América Latina) é a contrapartida do caráter cada vez mais financeiro que vem assumindo a acumulação capitalista internacional. Segundo, as fusões e incorporações financeiras deram-se em um período em que os **pólos dinâmicos** de acumulação industrial **já estavam oligopolizados**, quer pelo capital estrangeiro, quer pelo capital nacional privado ou estatal. Desse modo, o interesse **recíproco** de unificação sob uma mesma “holding” tem sido pequeno. Quem será o acionista majoritário? Quem comandará?

A meu ver, isto implica mais da questão do que afirmar — embora seja verdadeiro — que os banqueiros brasileiros têm demonstrado pouco interesse em saírem de seus negócios tradicionais para incursionarem na esfera produtiva, bem como dizer que, da parte das empresas industriais e comerciais, a maioria se estrutura como empresa familiar e pouca intenção têm em recorrer ao mercado acionário (o que também é verdadeiro).

Por que será que esse interesse tem sido tão pequeno? Por que os capitalistas brasileiros tão pouco fizeram para o desenvolvimento do mercado de ações? E por que se bateram tanto pela montagem de fortes bancos (estatais) de fomento setorial, como o BNDE, BNH e a Carteira Agrícola do Banco do Brasil?

Em que pese essa faceta do capitalismo brasileiro, isso não significa dizer que não haja espaço para um mercado de ações e debêntures, nem tampouco que esse esteja bem organizado.

⁵ Os estudiosos de Keynes (1974) e (Minsky, 1974) reconhecerão aqui um ponto semelhante levantado na Teoria Geral. A diferença é que Keynes enfatizava o papel agravador da instabilidade do investimento trazido pela existência do sistema financeiro. Já Marx vai buscar o fenômeno mais global, ligando a análise do aspecto conjuntural com a compreensão do movimento geral. Isto é, o estudo da acumulação como expressão da lei da valorização das mercadorias no capitalismo.

Pelas reformas de 1964-65, o mercado privado de capitais de longo prazo se assentaria na ação dos bancos de investimento, apoiados pela existência de fundos fiscais e pela possibilidade de captação de depósitos com cláusula de correção monetária. A ação de uma rede de distribuição relativamente atomizada que “picaria” os pacotes de aplicação, junto com a reorganização e modernização das bolsas e a exigência de institucionalização dos corretores individuais, corrigiria distorções e dinamizaria o sistema.

Como se sabe, não foi assim que evoluiu o mercado. Os financiamentos de longo prazo continuam concentrando-se ou na **esfera estatal** (BNDE para o sistema industrial e agroindústria, BNH para a construção civil e atividades correlatas e Banco do Brasil para o crédito agrícola; do mesmo modo, grande parte dos fundos especiais administrados pelo Banco Central são, basicamente, fundos para empréstimos a longo prazo) ou nos **empréstimos externos** (crédito de fornecedores para os financiamentos vinculados de importações e recursos da Lei nº 4.131).

Os bancos de investimento, idealizados para serem êmulo da expansão do mercado primário de ações (através de operações de “underwritings”), terminaram por se especializar no fornecimento de capital de giro de médio prazo⁶.

A rede de distribuição também se desenvolveu de modo distinto do pensado. As corretoras e distribuidoras deveriam formar uma rede intermediária entre as empresas com necessidade de recursos de médio e longo prazos e o público. Na prática, com a formação dos conglomerados, tornaram-se instrumentos auxiliares das instituições financeiras matrizes. Posteriormente, puderam atuar também no mercado aberto, operando com títulos públicos, o que é uma distorção completa do seu objetivo inicial⁷.

Por fim, os fundos fiscais criados para a aplicação no mercado acionário igualmente se desviaram dos objetos da lei. Originalmente, os fundos fiscais deveriam voltar-se para a aplicação majoritária na subscrição de **emissões primárias** de ações. Para permitir que, no processo de formação das carteiras, os fundos não se vissem ilíquidos, foi concedida a possibilidade de aplicação de certo percentual dos recursos no mercado secundário. Esse percentual foi progressivamente aumentado de tal modo que, no presente, os fundos fiscais operam majoritariamente no mercado secundário. O objeto de servir de instrumento de capitalização das empresas nacionais ficou apagado. É com razão que se discute hoje qual a validade social dessa isenção do imposto.

⁶ Inclusive é interessante relembrar o argumento de Conceição Tavares de que os oligopólios do setor produtivo já estavam com seus esquemas de financiamento de longo prazo equacionados: as filiais de multinacionais através de suas ligações com as matrizes, as estatais com o setor governo e as nacionais privadas com os bancos oficiais e o autofinanciamento (Tavares, 1972).

⁷ Esse aspecto também foi criticado por Pedreira (22 mar.1982), em seu depoimento à CPI do Congresso sobre o setor financeiro. A função da rede de distribuição seria “picar” os títulos transacionados na Bolsa de Valores. Não deveria operar com os papéis da dívida pública que — em tese — deveriam ser instrumento de controle da liquidez.

Dados os diversos fatores apontados, situa-se melhor a chamada “preferência” das empresas brasileiras pelo endividamento ao invés de recorrer ao mercado mobiliário. Mesmo assim, nos últimos anos, devido ao agravamento da situação financeira acompanhada da forte expansão das taxas de juros reais, o que se tem observado é certa ativação do mercado acionário e do mercado de debêntures.

Não obstante os fatores apontados dão razão a um certo ceticismo quanto à possibilidade de um estreitamento das ligações dos grupos financeiros nacionais com os grupos industriais e comerciais no médio prazo.

Ainda no campo da especulação, pode-se indagar se processos como os que viabilizaram o Projeto Carajás e a transferência do Projeto Jari para capitais nacionais não ganharão maior frequência. Ou seja, situações em que o Estado visualiza e projeta o campo de inversões e convence banqueiros, industriais e outros empresários a abrirem uma empresa conjunta para aquele empreendimento. Nesses projetos, em que coube ao Estado o papel de “empresário schumpeteriano”, cada grupo entra como acionista de uma empresa que conta com os beneplácitos governamentais. Ao mesmo tempo, não perde sua personalidade própria como ocorreria nos casos de fusões. Essa é uma forma transitória que está apenas se iniciando e pode vir a ter maior importância.

Em suma, ao se examinar o caráter do capitalismo financeiro no Brasil, observa-se a baixa interpenetração de propriedade do capital industrial com o capital bancário. A acumulação financeira e a acumulação produtiva estão, no presente, articuladas sob uma estrutura institucional que aumenta, ao invés de reduzir, o potencial disjuntivo das instituições financeiras.

3 – A Interconexão com o Mercado Financeiro Internacional

Junto com as reformas bancária e do mercado de capitais entre 1964 e 65, também foram redefinidas as políticas comercial e cambial, tendo por filosofia uma maior abertura externa da economia brasileira (Von Doellinger et alii, 1974). A Lei nº 4.390 de 1964 deu nova regulamentação à Lei nº 4.131 de 1961, conferindo um tratamento bastante liberal ao capital estrangeiro. A Portaria nº 289/65 da SUMOC autorizou a contratação de empréstimos de médio prazo diretamente entre empresas estabelecidas no Brasil e fontes internacionais. Finalmente, a Resolução nº 63 de 1967 aprovou que os bancos brasileiros pudessem captar **aportes financeiros** externos de médio e longo prazos para serem repassados a empresas nacionais.

A entrada desses recursos no Brasil se faz sob a supervisão das autoridades monetárias que recebem as divisas e creditam a empresas ou bancos, no Brasil, com o equivalente em cruzeiros do montante do empréstimo externo. A conversão é feita à taxa de câmbio em vigor no dia. O que difere do período anterior a 1965 é a **vinculação direta** entre o setor financeiro nacional e o mercado financeiro internacional, fato que anteriormente se restringia a poucas entidades estatais como o BNDE e o Banco do Brasil, por exemplo.

A maior liberdade no tratamento dos movimentos do capital externo fez-se no período em que ganhava maior velocidade e autonomia a expansão do capital financeiro internacional e o chamado mercado de eurodólares. Como se sabe, tendo por êmulo primário a “exportação de liquidez” provocada pelos vultosos déficits do balanço de pagamentos americano, os principais bancos privados e as grandes corporações passaram a atuar em grande escala no mercado financeiro internacional (Bacha & Dias, 1981; Hymer, 1976). A liquidez internacional, como resultado, apresentou ampla folga a partir dos anos 60. Assim, quando a economia brasileira recobrou seu dinamismo no final daquela década, tornou-se uma das áreas que oferecia melhores oportunidades lucrativas para as aplicações financeiras. O processo resultante no Brasil — além do acúmulo da dívida externa — foi uma crescente penetração de fluxos financeiros externos no passivo do setor bancário. A Tabela 3 reporta dados sobre o passivo dos bancos comerciais e de bancos de investimento. Em 1980, cerca de 30% dos recursos dos bancos comerciais provinham de operações com empréstimos externos.

Em relação à dívida externa, há dois aspectos a comentar. Primeiro, esse processo tem sido apresentado para a população como o expediente que tornou possível o crescimento econômico acelerado⁸. Segundo, a expansão da dívida externa acarretou uma expansão em contrapartida da dívida interna do Governo Federal. Essa, já por volta de 1972 ou 1973, deixava instalados os elementos básicos para que o sistema se tornasse fortemente especulativo e instabilizador, na medida em que diminuiu o controle efetivo das autoridades monetárias sobre a expansão dos dois volumes da dívida — interna e externa —, a não ser com o custo alternativo de penalização de algum setor da economia ou com a redução do nível de atividade econômica, fato que se observou no período subsequente.

O argumento de que a dívida externa se constitui em captação de poupança — há que repetir — envolve um uso indevido desse conceito.

O conceito macroeconômico de poupança⁹ vincula-se ao conceito de investimento real, isto é, a poupança de um País é o que foi investido em certo período — sob a forma de ampliação da capacidade produtiva e aumento dos estoques — mais o saldo do comércio exterior¹⁰. Poupança e investimento, portanto, são conceitos que remetem à produção; mais especificamente, referem-se à parcela da produção de um país que é utilizada para ampliar a capacidade de produzir em um período subsequente. A poupança externa ocorre quando um país quer investir

⁸ Para uma exposição com essa ordem de argumentação ver, por exemplo, Lira (1972).

⁹ Para discussões teóricas que tentam precisar o conceito de poupança externa, ver: McKinnon (1971).

¹⁰ Se esse saldo for positivo, significa que o País acumulou direitos de haver sobre o exterior: o País realizou um investimento sobre o exterior com poupança interna. Se o saldo for negativo, significa que o exterior investiu no País, tendo havido captação de poupança externa. Mesmo essa conceituação mais precisa induz a problemas analíticos, pois nem todo saldo negativo nas transações correntes necessariamente corresponde a investimentos efetivos.

mais do que poupa de sua produção, exigindo, portanto, importações de mercadorias que permitam concretizar aquele investimento. Quando isso ocorre, a balança comercial apresenta resultado líquido negativo.

Um país, entretanto, não se engaja nas relações econômicas com o exterior apenas através da troca de mercadorias. Trocam-se também serviços. Alguns serviços são diretamente necessários à realização do comércio exterior como os representados pelos transportes, viagens internacionais e pagamentos de representação do País no Exterior. Denominam-se pagamentos de “serviços de não-fatores” os desembolsos com esses itens.

Por outro lado, sob a forma atual de organização das relações econômicas entre as nações, existem outros tipos de pagamentos para proprietários de “fatores de produção” alugados a um país. Esses gastos denominam-se “serviços de fatores”. São os desembolsos com “royalties”; despesas genéricas com aluguéis de “fatores”, com serviços de assistência técnica, etc. Os rendimentos remetidos para o exterior sob essa rubrica são pagamentos de natureza essencialmente financeira, devendo, por essa razão, serem distinguidos dos serviços de não-fatores.

A soma do saldo da balança comercial com o movimento líquido da conta de “serviço de não-fatores” resulta no conceito de “hiato real de recursos”. Esse item representa o registro contábil que mais se aproxima da efetiva participação da “poupança externa” no financiamento da ampliação da capacidade produtiva de um país.

As Tabelas 4 e 5 apresentam os dados do balanço de pagamentos do Brasil, de 1967 a 1980, reagrupados segundo esses conceitos¹¹. A Tabela 4 resume as informações básicas. Nessa tabela, a soma do “hiato de recursos” com o movimento líquido de “capitais de risco” mais os “fluxos contábeis” (serviços de fatores, transferências, outros capitais, erros e omissões) resulta no item denominado “necessidade de recursos”. O sinal positivo dessa conta indica que não há necessidade de recursos para fechar o balanço de pagamentos.

Observando-se a tabela, pode-se apontar para o **caráter financeiro** da dívida externa brasileira. Assim é que, de 1965 a 1970, a tabela acusa uma “necessidade de recursos” positiva e da ordem de US\$ 472 milhões. Ou seja, nesse período, não era preciso a captação de US\$ 893 milhões (soma da absorção de crédito dos dois subperíodos) para fechar o balanço de pagamentos, e ainda sobriariam US\$ 472 milhões para amortização da dívida anterior a 1965. O que resultou foi um acúmulo de reservas e uma expansão da dívida externa.

No período de 1971-73, entretanto, a absorção de créditos externos (US\$ 6.635 milhões) é quantitativamente ainda menos justificável pela “necessidade de recursos”. O resultado acumulado, diminuído de uma pequena fração para o pagamento do diferencial entre os juros recebidos e pagos, simplesmente acrescentou-se às reservas do País. Chegou-se, assim, a uma situação absolutamente ímpar no final de

¹¹ O Banco Central, em estudo publicado em 1973, foi quem primeiro retomou a utilização desses conceitos no Brasil. Posteriormente deixou de publicar os dados do balanço de pagamentos sob esses conceitos.

1973: o País tinha US\$ 6,4 bilhões em reservas para uma dívida de US\$ 12,5 bilhões. Ter cerca de 50% da dívida mantida sob a forma de reservas, sabendo-se que os juros recebidos pelos depósitos no exterior são menores que os juros pagos pelos empréstimos captados no exterior, é uma política sábia?

Mas mais danosas foram as consequências dessa situação. A principal delas é que a dívida externa gerada entre 1968 e 1973 conduziu a uma paralisação relativa do início do Governo Geisel no campo das políticas comercial e cambial¹².

O Governo Geisel, apesar de se defrontar com a elevação dos preços internacionais do petróleo e com vultosos déficits da conta comercial, agiu muito timidamente entre 1974 e 1975 para reequilibrar o balanço. Não só não se tomaram, nesses anos, medidas substantivas para conter as importações (nem mesmo as de petróleo), como se manteve defasada a taxa de câmbio. Quanto à evolução da taxa cambial, é reconhecido que um dos principais problemas que fazia com que o ex-Ministro Mário H. Simonsen hesitasse em promover uma desvalorização cambial maior era o temor quanto às repercussões financeiras sobre as empresas endividadas no exterior. Mesmo a maxidesvalorização de dezembro de 1979, promovida por Delfim Netto, só foi decidida após um hiato de tempo para as empresas converterem suas dívidas junto ao Banco Central (Resolução nº 432). Com isso, a responsabilidade por essas dívidas passou para o Governo.

O segundo aspecto importante dessa questão refere-se à operação de uma dívida pública interna também estéril do ponto de vista do gasto público. Essa dívida, dada a desaceleração da economia, a partir de 1976 passou a servir para a ampliação da especulação financeira.

Para se entender esse jogo especulativo embutido no financiamento do setor financeiro, é necessário rever a maneira pela qual o crescimento da dívida externa gerou como contrapartida o crescimento da dívida pública federal.

O lançamento dos títulos da dívida pública com correção monetária em 1964 — as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional — visava tanto a recuperar a confiança do público nos títulos federais quanto a fornecer um instrumento de captação de recursos não inflacionários para cobrir os déficits orçamentários. Nos anos iniciais do seu lançamento, a principal função da emissão de ORTNs foi a de carrear recursos para equilibrar os gastos deficitários do Tesouro (Silva, 1976; Pastore, dez. 1973).

Por volta de 1970 até 1971, com os gastos orçamentários estando praticamente equilibrados, a colocação de títulos da dívida pública federal¹³ passou a ser feita

¹² Deve-se mencionar, também, que a política de ajuste iniciada após 1976 implicou a vinculação da taxa de juros doméstica à taxa de juros internacional devido à necessidade de captação de divisas.

¹³ Em paralelo com as operações de ORTNs (títulos de dívida com prazo médio de maturação), o Governo lançou, em 1970, as Letras do Tesouro Nacional, cujo principal objetivo era servir de instrumento auxiliar da política monetária. As LTNs diferem das ORTNs tanto por serem instrumentos de maturação de prazo mais curto, 12 meses, quanto por se utilizarem da correção monetária pré-fixada.

crescentemente vinculada a uma segunda função: instrumento da política monetária para enxugar a expansão da liquidez resultante das operações cambiais. Explícito melhor, a partir de 1968, como a captação de recursos externos superasse as “necessidades de recursos” e como essas divisas ficam depositadas no Banco Central (que credita o empréstador interno com o equivalente em cruzeiros das divisas depositadas), o excedente líquido das contas cambiais passou a ser um elemento de expansão da base monetária. Para não deixar a expansão da base ficar totalmente descontrolada, as autoridades monetárias ampliaram as colocações de títulos públicos para “enxugar” a expansão da liquidez. Esse expediente, entretanto, gerou entre 1968 e 1973 uma grande dívida pública interna, ou seja, a expansão da dívida interna esteve, nesse período, primariamente vinculada ao crescimento da dívida externa.

Quanto à esterilidade dessas dívidas, o nó da questão reside em compreender que essa foi uma forma de financiamento que pode ser substituída por operações unicamente domésticas. Na prática, o Banco Central exerceu no mercado interno — pela vinculação do crescimento das duas dívidas — um papel típico de “intermediário financeiro”. Ou seja, captava liquidez, vendendo títulos domesticamente, e repassava os recursos, via setor privado, para outros setores. Essas operações interessavam ao setor financeiro privado, pois permitiam cobrar comissões de repasses e outras taxas, bem como ganhar com os juros e deságios pagos pela expansão da dívida pública. O Banco Central foi, assim, tornando-se um repassador de recursos setoriais cada vez mais importante. Esse fundamento peculiar da dívida externa já foi apontado em diversos estudos e, em especial, no estudo pioneiro de José E. Carvalho Pereira (1974), Von Doellinger et alii, out./dez. 1973; Wells e Sampaio, out./dez. 1973).

A conclusão, portanto, é que a dívida externa acumulada entre 1968 e 1973 foi estéril para o crescimento econômico no sentido de servir fundamentalmente para acumular reservas. Foi igualmente prejudicial para a evolução da economia, pois terminou por condicionar a formulação da política econômica subsequente, dada a falta de decisão política de atacar mais diretamente o desequilíbrio da balança comercial. Em economia, infelizmente, as decisões trazem consequências: o desemprego e a recessão, iniciados em 1981, são o preço que o País está pagando.

A pergunta que resta, ao se constatar que a dívida externa não financiou a acumulação é: por que ter acumulado essa dívida?

Os pronunciamentos das autoridades monetárias do período 1968-73, por exemplo, reduziam-se à observação de que para ter crédito é necessário ter “caife” — no caso, as reservas acumuladas. Fora isso verdadeiro, como pode o Brasil aumentar sua dívida externa de US\$ 13 para US\$ 60 bilhões entre 1973 e 1981, com o mesmo volume de reservas?

Explicação mais interessante foi avançada por Wells e Sampaio (out./dez. 1973). A utilização dos “aportes financeiros” — diz o argumento — teria sido um expediente do sistema financeiro para contornar barreiras no tocante a prazos e condições de operações de médio e longo prazos.

Dada algumas dificuldades de captação e a tradicional “timidez” do setor financeiro **privado** em conceder financiamentos de médio e longo prazos, esse diag-

nóstico tem alguma base real. Principalmente os maiores financiamentos de importações (“supplier credit’s”), representaram um relativo ganho de flexibilidade para as empresas importadoras. Porém os créditos de fornecedores ingressaram no País, primordialmente, através das agências **oficiais** (BNDE, BB). Por outro lado, o argumento induz à idéia de que os recursos externos são captados para aplicação a médio e longo prazos. Mas o que se sabe é que a maioria desses recursos basicamente se concentram em operações de seis a 12 meses, e esses prazos são perfeitamente compatíveis com os depósitos a prazo captados tanto por bancos comerciais quanto por bancos de investimento¹⁴.

As razões do endividamento externo parecem estar ligadas a uma ordem mais geral de fatores, principalmente o processo de internacionalização dos diversos circuitos financeiros domésticos, acentuado nos últimos 15 anos. Esse processo, por facilitar a obtenção de empréstimos no mercado financeiro internacional e propiciar margens extremamente lucrativas — tanto ao prestador externo quanto à instituição financeira doméstica —, conduz à imagem de ser inevitável e de ter-se desdobrado pela via da menor resistência. O ponto básico, no entanto, é que esse processo tem-se mostrado extremamente lucrativo para as duas partes — o segmento financeiro doméstico e o internacional. Dada a sua generalidade e abrangência, percebe-se que é um desdobramento novo do capitalismo pós-guerra. A indicação mais geral é que se trata de uma onda profunda de transnacionalização do capitalismo. Assim, é no processo de internacionalização dos circuitos financeiros que se deve procurar as razões da dívida externa brasileira. E na lucratividade privada o motor para sua expansão no período em que não era necessária para fechar o balanço de pagamentos.

4 — A Diversidade de Unidades de Conta

O sistema financeiro opera no Brasil com três unidades básicas de conta: contratos em valor nominal (cruzeiros correntes), contratos com correção monetária (ORTNs ou UPCs) e contratos com correção cambial.

Alguns autores julgam que o grande problema trazido por essa diversidade de contas é o potencial instabilizador que introduz no sistema financeiro. Adroaldo Moura da Silva, por exemplo, afirma que esse é um dos pontos nodais das dificuldades do setor financeiro e de sua instabilidade recorrente, especialmente entre 1974 e 1978. Isso porque a possibilidade de converter (praticamente a custo zero) valores nominais em valores constantes (cruzeiros correntes em UPCs, por exem-

¹⁴ Igualmente não procedendo o argumento de que a facilidade de captar recursos externos inibiu parcialmente a intermediação doméstica. Esse argumento não procede porque, como se viu, o crédito doméstico é sustentado pela operação de intermediação feita pelo Banco Central que repassa os recursos ao setor privado. O que há é uma recomposição na estrutura de captação interna entre os diferentes tipos de ativos presentes no mercado.

plo) conduz ao seguinte: nos momentos de surto inflacionário, dada a dispersão de expectativas, os poupadores tendem a concentrar suas aplicações em haveres expressos em valores reais — isto é, contratos com correção monetária —, enquanto os tomadores tendem a fugir dos financiamentos com correção. Nesses períodos, as autoridades monetárias são obrigadas a intervirem, fornecendo liquidez às instituições financeiras para não levar todo o setor à bancarrota.

No entanto Adroaldo não explica porque as autoridades respaldam fluxos diferenciados com as diversas unidades e tampouco porque isso deva causar dificuldades para os conglomerados. Nesses, as filiais de cada segmento são solidárias entre si. Desse modo, Adroaldo deixa de grifar que existe um grande componente de especulação nos movimentos diferenciados com essas unidades de conta que podem trazer um potencial instabilizador se as autoridades monetárias derem sustentação aos movimentos especulativos.

Por outro lado, as gestões empresariais ocorridas ao longo de 1982 a favor dos contratos pós-fixados coloca em cheque a afirmação de que nos momentos inflacionários os tomadores tendem a fugir dos contratos com correção. Isso depende do panorama do mercado e do tipo de orientação que as autoridades estiverem seguindo.

Conceição Tavares (1979), analisando a especulação generalizada dos anos 70, diz que esse movimento engendrou uma nova espécie de liquidez: **a liquidez financeira**. Essa pode-se expressar em títulos de grande aceitação (ORTNs ou LTNs), e é a característica básica da circulação de valores intra e interinstituições financeiras.

A liquidez dos ativos emitidos pelo sistema financeiro apoia-se no mecanismo da carta de recompra. As aplicações em valores expressos em termos constantes, dadas essas características (e relembando-se que as ORTNs, por exemplo, garantem rentabilidade, segurança e plena liquidez financeira), passaram a ser um tipo de “meio de pagamento financeiro”. Mas essa deve ser uma das funções da moeda.

Baseando-se nesse diagnóstico, Conceição Tavares constata que a liquidez financeira, por estar ligada à especulação e por ser lucrativa, passou a comprometer a liquidez monetária (no sentido de absorver os excedentes de caixa que tornariam fluido o mercado monetário). Desse modo, devido a essa fragmentação da unicidade da unidade de contas e das funções da moeda, Conceição fala na “esquizofrenia” do dinheiro no Brasil.

Subjacente a essa discussão sobre as unidades de conta está o fato de que as autoridades monetárias agiram de forma a respaldar a especulação. Para sustentar as distorções do mercado e as pressões contraditórias dos segmentos empresariais, as autoridades passaram a captar recursos caros (remunerados com correção monetária mais juros) e, por outro lado, rebaixaram a taxa cobrada pelos fundos cedidos emprestados.

Há ainda outra questão — a meu ver mais importante — implícita na existência dessas unidades de conta: trata-se da concepção de que o sistema financeiro deva operar com taxa de juros real positiva.

Convém lembrar que as reformas de 1964-65 explicitavam como um de seus objetivos fazer o sistema financeiro do Brasil operar com juros reais positivos (Bra-

sil, 1968; p. 22). Entre outros, esse foi um dos motivos da introdução da correção monetária e da correção cambial em ativos financeiros. Argumentava-se que, com a taxa de juros positiva, haveria melhor distribuição dos recursos escassos entre suas aplicações alternativas. O juro seria positivo, mas não tão alto a ponto de comprometer o combate à inflação.

Ocorre, porém, que, mesmo para a validade teórica desse argumento, é básico o pressuposto de que a economia esteja operando em regime de concorrência perfeita. No Brasil, tem-se uma economia cujos principais setores são oligopolizados. No setor financeiro prevalecem os conglomerados e os grandes bancos oficiais. Com esse tipo de organização, a taxa de juros, **a rigor**, pode ser fixada em qualquer nível. Para os oligopólios do dinheiro interessa a margem obtida entre o que pagam pelos recursos captados e os juros que cobram dos tomadores.

Ainda com relação a essa questão, sabe-se, pela experiência histórica (Schumpeter, 1930; Mandel, 1978; Sweezy & Magdoff, 1978), que os diferentes processos de ajustes do capitalismo a fases de crise sempre se deram promovendo violentas desvalorizações de patrimônios financeiros e com taxas de juro reais estabelecidas em níveis negativos. Mesmo a expansão do mercado financeiro internacional privada nos anos 70 ocorreu a juros reais nulos ou ligeiramente negativos, conforme registram Bacha e Dias Alejandro (1981).

Em oposição a esses exemplos, o Brasil está tentando promover o ajuste da economia com um nível de taxa de juros real bastante positivo. O ônus sobre as empresas do setor produtivo tornou-se assim, bastante pesado.

Por outro lado, 1980 serviu para mostrar que o setor financeiro pode operar com taxas de juros negativas, em que pese a fuga de certa parcela dos fundos para a especulação com outras mercadorias (como “commodities”, construção civil, terras e divisas). Mas a especulação com outras mercadorias **não** está imune aos custos de transação e não apresenta o mesmo grau de liquidez dos ativos financeiros.

A questão do nível da taxa de juros é um problema que os diferentes segmentos da sociedade brasileira terão que enfrentar na decisão dos rumos futuros da economia. O que se sabe é que promover ajustes estruturais na economia com taxa de juros positiva é bastante complicado e mais oneroso em termos de custo social.

5 — O Espectro de Taxas de Juros, a Especulação e a Ação do Governo

No Brasil, existe um espectro de taxas de juros que varia desde taxas muito negativas¹⁵ até absurdamente positivas. Isso constitui, em si, um forte estímulo à especulação financeira e ao desvio de verbas de suas aplicações esperadas. A sua existência deve-se primordialmente às políticas econômica e financeira seguidas pelo Governo.

¹⁵ Por exemplo, os financiamentos ao custeio agrícola em 1981 apresentavam uma taxa real de - 36%.

Para compreender as implicações principais que isso traz, convém recapitular como se geraram esse espectro de taxas de juros e a especulação financeira.

O espectro de taxas está estreitamente associado à multiplicação de linhas de crédito seletivas, fundos setoriais, incentivos creditícios e demais artifícios engendrados pelo Governo para promover a expansão das atividades e setores considerados prioritários. O crédito subsidiado, na realidade, é antigo no Brasil. Com as reformas de 1964-65 e a correção monetária, tentou-se limitá-lo ao crédito agrícola. Mesmo assim, já na época se definiram fundos de incentivo a atividades e setores (Brasil, mar. 1967).

De uma forma esquemática, é possível dividir os fundos e programas de financiamentos oficiais segundo seus agentes responsáveis:

a) fundos setoriais arrecadados pelo Tesouro Nacional — fundos de fomento específicos que abrangem o FINOR (para o Nordeste) e o FINAM (para a Amazônia, Pesca, Turismo, etc.);

b) fundos financeiros do Banco Central — FUNAGRI e suas subcontas como o FNRR, FUNDEPE, FUNDAG, PROCAL, Proálcool e mais o FUMCAP, FUNIN-
SO, FINEX, PROTERRA, PIN, etc.;

c) fundos financeiros específicos do Banco do Brasil, BNDE e BNH — FIREX, FDI, FUNDIGRA, FAD (Banco do Brasil); FRE, FIPEME, FUNGIRO, FMRI, e FUNTEC (BNDE); FIMACO, FINASA, Recon (BNH).

Uma característica importante é que praticamente todos esses fundos são para **atividades de fomento** e operam a médio e longo prazos — exceção feita ao crédito rural de custeio e comercialização e ao financiamento das exportações. Essa característica aponta para um fato já visto que é a inexistência de um mercado doméstico privado de fundos de longo prazo. O Governo, desde o início da industrialização, tem sido pressionado a cobrir as necessidades de financiamento de longo prazo do setor privado. Nas fases anteriores de industrialização, essas necessidades não foram muito intensas, mas, mesmo assim, resultaram na criação do BNDE, bem como da SUDENE, da SUDAM e alguns outros órgãos de promoção do desenvolvimento. Na medida em que o prosseguimento da industrialização, a partir de meados dos anos 60, passou a depender mais do suprimento de recursos, foram definidos fundos de captação de poupança compulsória (FGTS, PIS, PASEP) e/ou fundos com origem em dotações orçamentárias (como os fundos sob responsabilidade do BACEN e do Banco do Brasil).

Em paralelo, têm sido frequentes as pressões dos setores interessados para a obtenção de condições especiais. Para atender os setores e atividades que lhe são politicamente “caros”, o Governo foi modificando as normas, prazos e condições de aplicações de cada um desses fundos. O resultado é conhecido: tem-se, no Brasil, quase uma centena de linhas de crédito diferenciadas com origem em órgãos oficiais. Talvez, com exceção do Banco Central, possivelmente mais ninguém conheça todos os fundos e modalidades de operações. E mesmo dentro do Banco Central, as transferências contábeis entre os diversos fundos é prática tão frequente — e admitida à imprensa — que não se sabe realmente o que se passa com cada fundo específico.

As redefinições acumuladas nesses anos fazem com que varie bastante o juro

efetivo cobrado nos diversos tipos de operação. Some-se a isso o fato de que a maior parte dos fundos com origem nas entidades federais são repassados para outras instituições como os bancos de desenvolvimento, bancos comerciais, etc. Esses, quando se trata de conceder crédito subsidiado, promovem verdadeiros leilões entre os clientes preferenciais em troca de “reciprocidades”.

Por outro lado, o Governo, na medida em que desde o final dos anos 60 foi multiplicando as linhas seletivas de crédito, viu-se diante da necessidade de captar recursos para que os fundos não se descapitalizassem. E daí resultou uma política ativa de colocação de títulos de dívida federal junto ao público para cobrir o subsídio implícito nesses créditos.

Viu-se, na seção terceira deste artigo, alguns aspectos da expansão da dívida pública interna após 1965. Encadeando os elementos apontados, a expansão da dívida federal bruta deve-se a três fatores mais importantes: à absorção de liquidez, dado o excesso de captação de recursos cambiais; à necessidade de recursos para financiar a expansão das demais aplicações financeiras do orçamento monetário; e à própria inércia da dívida passada que, se vencida, obrigaria o Governo a pagar o “principal” acrescido de juros e correção monetária.

Desse modo, o Governo foi-se vendo preso a uma armadilha que ele próprio armou por ceder emprestar a juros negativos. Com a desaceleração da economia e o aumento da inflação, passaram a crescer as aplicações especulativas feitas com base na expansão da dívida federal. Mas o crescimento da especulação agrava a inflação, obrigando as autoridades a emitirem mais títulos de dívida para recompor o valor dos fundos subsidiados, o que reinicia esse “carrocel financeiro”.

É importante ressaltar que o fenômeno do crescimento da especulação relaciona-se com a perda de dinamismo do ciclo econômico brasileiro. A partir de 1974-75, com a queda do horizonte de inversões, verificou-se, esquematicamente, o seguinte: do lado das empresas superavitárias (em especial aquelas cuja posição oligopolista de mercado permite compensar a desaceleração das vendas com a elevação do “mark-up”) a operação favorita passou a ser a aplicação no mercado financeiro — preferencialmente nos títulos federais. Como a dívida federal garante reserva de valores (pela correção monetária), paga juros, apresenta liquidez plena (com o esquema de cartas de recompra) e tem baixo risco, tornou-se o instrumento maior da especulação. As operações com títulos financeiros, inclusive, propiciaram lucros não operacionais elevados para os ramos mais oligopolizados.

Por outro lado, nos setores mais concorrenciais e mais descapitalizados, a desaceleração das vendas e a elevação dos preços das matérias-primas aumentaram a necessidade de capital de giro. Mas isso, junto com a liberação da taxa de juros dos bancos e financeiras, levou a um grande aumento da incidência de despesas financeiras — parcial ou totalmente repassadas aos preços¹⁶.

Desse modo, a utilização de uma política de concepção monetarista sem maiores cuidados com o funcionamento descrito do orçamento monetário teve

¹⁶ Para evidências empíricas desse processo ver Zini (1982).

como resultado o respaldo às pressões especulativas. A especulação financeira, portanto, é o movimento que se acelerou a partir do início da retração econômica, servindo de unificador da desordenação das ações governamentais no tocante à dívida externa, à dívida pública interna, ao crédito subsidiado e à cartelização do setor financeiro privado.

Outro ângulo dessa questão é que, por essa política aparentemente “incoerente”, o Estado assumiu um papel fundamental de centro aglutinador de recursos e, ao passar a operar com o “spread” negativo, dissolveu eventuais conflitos entre os setores financeiros privado e público. Formou-se pela ação do Governo, ao contrário, um estreita interdependência e solidariedade entre todos os segmentos do mercado. As entidades privadas beneficiaram-se desse processo, primeiro, porque a concentração da captação nas mãos do Governo não implicou queda de rentabilidade do segmento privado — esse pode ganhar generosa margem com as “reciprocidades” exigidas nos repasses. Segundo, porque com esse mecanismo as entidades privadas escapam do risco do endividamento em termos reais junto ao público, sem, no entanto, sacrificarem receitas advindas das aplicações dos fundos.

Sumarizando a análise desta seção, pode-se grifar dois grandes problemas que resultaram dessa ação do Governo na esfera financeira (descontando-se a especulação).

Primeiro, o acúmulo de um elevado déficit corrente do setor governo, decorrente principalmente do volume de subsídios concedidos. E na mesma medida em que cresceu o subsídio total, o Governo viu-se em dificuldades cada vez mais sérias para cobrir esses gastos. Ante o recrudescimento inflacionário e o condicionamento decorrente da dívida externa, passou a ocorrer um sucessivo jogo de malabarismos fiscais e financeiros para “fechar as contas”: ganhou maior frequência a colocação compulsória de títulos junto às instituições financeiras públicas; cortaram-se os gastos orçamentários para permitir transferências para o orçamento monetário; elevou-se a alíquota do IOF; multiplicaram-se as portarias, redefinindo as condições de operação dos diversos programas creditícios oficiais; e voltou-se a praticar algo execrado no Governo Goulart — os atrasos sistemáticos nos pagamentos a empreiteiras e outros credores.

Esse embaralhamento das contas e estrangulamento da capacidade de captação de recursos com os instrumentos à disposição do Governo ressalta uma questão extremamente importante: a concepção posta em prática no Brasil de que os instrumentos financeiros, em última instância, representam um complemento à ação fiscal. Desse modo, ao invés de buscar recursos para seus programas reformando a estrutura tributária, preferiu-se a multiplicação de mecanismos financeiros¹⁷. So-

¹⁷ Como diz Adroaldo M. Silva (s.d.; p.18), “Ao nível da reforma financeira, a natureza da questão é a mesma e ostensivamente complementar à fiscal: pela poupança compulsória garantir-se-ia recursos para o setor habitacional; pela criação de condições para a emissão da dívida pública garantir-se-ia uma fonte de recursos de origem não inflacionária para o Tesouro Nacional, além de estimular a intermediação financeira não bancária do setor privado”.

mente que essa concepção, quando montada sobre uma mesma e restrita base fiscal, confuz ao esgotamento da capacidade de exação.

Porém ainda mais grave é o segundo aspecto dessa questão. O embaralhamento das contas e a necessidade de captação de divisas, junto com o crescimento da especulação fizeram com que se perdesse praticamente todo o controle sobre a destinação final dos recursos e programas de cunho desenvolvimentista. Obviamente, aqui há uma opção política envolvida e não se trata de descontrole das contas, fruto de má gestão técnica. Teoricamente, uma posição deficitária do Tesouro deveria refletir a transferência de recursos do setor privado para o Governo, com a finalidade de financiar programas considerados prioritários. No Brasil, pelos mecanismos descritos, esse déficit tem servido principalmente para transferir renda (e patrimônio) dos demais setores econômicos para o setor financeiro privado e para os que se beneficiam da especulação.

Em suma, se por um lado a política do Governo permitiu um vigoroso crescimento das instituições financeiras privadas, bem como altas taxas de expansão do setor financeiro em seu todo. Por outro, à medida que a crise foi-se instalando, multiplicaram-se medidas de amparo a setores e atividades, e foi crescendo o emaranhado das contas oficiais. O Governo, com um diagnóstico equivocados da origem dos problemas, deixou agravar a situação da dívida externa, deixou ganhar terreno a especulação, impulsionou a elevação generalizada dos juros e disso tudo resultou a escalada inflacionária. A situação adotada no presente — a recessão econômica — simplesmente adia a solução dos problemas: como ampliar a base fiscal do Governo? Como corrigir o cipoal de juros contábeis embutidos no registro das contas dos orçamentos federais? Como baixar os juros internos?

6 — Avaliação do Desempenho do Setor Financeiro

Através do exame dos documentos¹⁸ sobre as reformas financeiras de 1964-65, pode-se resumir em três os principais objetivos previstos nas leis:

- a) redefinir e dar estabilidade à política monetária para evitar surtos inflacionários semelhantes ao do início dos anos 60;
- b) regularizar o financiamento à produção e ao consumo, permitindo utilizar, em seu pleno potencial, o aparelho produtivo instalado;
- c) incentivar o mercado de capitais no sentido de desenvolver um mercado privado de fundos de longo prazo para permitir uma maior capitalização das empresas nacionais e elevar a taxa de formação bruta de capital da economia.

Em relação ao primeiro objetivo, apesar das tentativas de se conferir um grau maior de independência à gestão monetária com a constituição do Conselho Monetário Nacional (que deveria encarregar-se apenas deste assunto) e a criação do Banco Central, a política monetária continuou estreitamente vinculada às prioridades mais ge-

¹⁸ Ver o Capítulo 3 da tese de Zini (1982, cap. 3).

rais de cada governo. O próprio Conselho Monetário, previsto para ter seis membros não passíveis de demissão pelo Executivo, teve sua composição aumentada para cerca de 20 componentes em 1967 — todos demissíveis por decreto presidencial. Ademais, o Conselho Monetário, à medida que foi ganhando um número grande de outras atribuições, foi perdendo em poder decisório efetivo. Formalmente, o Conselho tem sob sua responsabilidade praticamente todos os assuntos referentes da gestão monetária e financeira do País. Na prática, porém, suas reuniões limitam-se a referendar as decisões tomadas nos gabinetes do Ministério da Fazenda e da Secretaria do Planejamento. A não ser por um grau de centralização maior (e que ignora a necessidade de prestar contas à Nação), em que esse funcionamento difere do antigo Conselho da SUMOC?

A própria idéia — presente na lei da reforma bancária — de que se faria uma separação mais distinta entre as autoridades monetárias e o Banco do Brasil (que continua sendo depositário das reservas oficiais) ficou anulada na prática pela manutenção da “conta movimento” entre o Banco Central e o Banco do Brasil.

Quanto ao segundo objetivo, sem dúvida o principal efeito do desenvolvimento recente do setor financeiro no País foi ampliar o financiamento aos setores e atividades com maiores necessidades de capital de giro. Também relevante foi ter permitido (e induzido) o endividamento das famílias de modo a que essas pudessem aumentar o consumo de bens duráveis¹⁹. Já está assentado na literatura sobre a economia brasileira o papel dinamizador que teve o crescimento desse consumo sobre o restante da economia.

Mas permanece uma questão grave: a que se refere ao nível efetivo dos juros. Não será possível continuar fazendo vistas grossas ao nível da taxa de juros. No presente, a taxa de juros basicamente está condicionada à necessidade de captação de divisas para o pagamento dos serviços da dívida externa. Isso impõe que a taxa de juros doméstica fique em nível mais elevado que a taxa de juros internacional. Mas mesmo esse nível ainda é acrescido devido às práticas oligopolistas do setor financeiro nacional.

Esses fatores apontam para a necessidade de se quebrar a vinculação dos juros internos aos juros externos, bem como para a necessidade de administrar os preços do ologopólio (fixação da taxa de juros, etc.), se se quiser recuperar o nível da atividade econômica.

O terceiro objetivo, por sua vez, seguiu um percurso totalmente diverso do referido pela reforma. Não só o mercado de fundos de longo prazo não se desenvolveu, como as empresas nacionais não buscaram capitalizar-se nesse mercado. Ao invés disso, reforçou-se, por pressão das empresas privadas, o papel do Estado como fornecedor de financiamentos de longo prazo.

Isso diz que o próprio diagnóstico que amparou as reformas financeiras apontou para um **problema falso**: o que as empresas pressionavam, no início dos anos 60,

¹⁹ Não se esquecendo que esse maior endividamento se juntava ao processo de concentração da renda, privilegiando o setor consumidor urbano moderno.

era para vencer as limitações de financiamentos correntes. O financiamento da formação de capital (que exige recursos de longo prazo) foi feito principalmente através das reinversões dos lucros acumulados, complementarmente com os financiamentos de agências oficiais e agências internacionais.

O crescimento dos fundos de fomento oficiais foi expressivo e propício para o setor privado, posto que, em sua maior parte, seus juros são baixos, nulos ou negativos. Nesse segmento, o papel reservado aos bancos de investimento e ao mercado acionário não foi cumprido. Mesmo o mercado de debêntures, que ainda pode ganhar certa importância, não deve iludir o observador. Tem alcance limitado, pois apenas as grandes empresas possuem porte para entrar no mercado.

O subsistema de financiamento à habitação merece, por outro lado, uma menção específica. Através da poupança compulsória do FGTS e da poupança voluntária traduzida nos depósitos de poupança, conseguiu-se vencer os entraves financeiros à construção civil. O que não se conseguiu vencer foi a pobreza da população que não tem casa própria, nem renda para pagar os financiamentos onerados com correção monetária. Quanto à essa população, pode-se bem perguntar: posto que o Governo decidiu embutir generosos subsídios em seus financiamentos para atividades e setores considerados carentes (inclusive nos empréstimos para a indústria de material de construção), por que critério social esses subsídios seriam preferíveis ao subsídio à habitação popular?

Há, por outro lado, problemas graves e pendentes no que diz respeito à crescente **perda de controle da destinação final dos fundos** oficiais de fomento. A superação da crise atual exigirá uma definição mais clara da autoridade encarregada da gestão de cada um desses fundos, assim como maior fiscalização de suas condições de operação. Deve-se cuidar para que os recursos reservados pela sociedade para setores merecedores de incentivos efetivamente atinjam sua destinação.

Em suma, as reformas de 1964-65 moldaram o sistema financeiro no Brasil de modo a torná-lo ágil no financiamento do curto e médio prazos e permitiram o desenvolvimento de um subsetor financeiro da habitação que, embora tenha apresentado alguns desvios para outros objetivos, experimentou forte crescimento e impulsionou a construção civil. Porém a evolução e as regulamentações posteriores permitiram que o setor se conglomerasse, tornando-se altamente oligopolizado.

Outro aspecto negativo foi o tipo de conexão estabelecida com o mercado financeiro internacional. É somente a partir desse nexo que se pode compreender o **"nó" financeiro** existente no presente entre as contas externas, dívida federal doméstica, fundos de fomento dos bancos oficiais, orçamento monetário e orçamento fiscal. Tampouco objetivo de desenvolver um mercado de capitais privado foi alcançado. Nesse segmento depende-se basicamente da ação do Estado²⁰.

²⁰ Convém relembrar o argumento de Conceição Tavares (1979) que aqui o Estado tem assumido o papel passivo de aglutinar as massas de recursos financeiros para serem repassadas aos emprestadores finais. Não cabe falar no papel ativo do capital financeiro de promover a centralização de capital sob seu controle acionário.

Nestes últimos 15 anos, enquanto o dinamismo dos setores líderes dava a tônica e o incentivo para o crescimento econômico, o setor financeiro funcionou de modo a suprir com financiamento ágil o setor produtivo. Quando o setor produtivo começou a entrar em crise, os reflexos na superestrutura financeira foram rápidos. Uma vez instalada a crise, os fluxos especulativos passaram a ganhar maior magnitude. Nesse sentido, pode-se apontar os seguintes sinais de “desfuncionalidade” do setor: a) aumento da especulação e estrangulamento da liquidez monetária; b) co-responsabilidade na elevação da taxa inflacionária; c) poder disruptivo sobre a canalização de fundos para o investimento produtivo dada a queda do horizonte de inversões; d) instabilidade institucional devido à prática de negócios prescritos pela lei, bem como de operações em margens próximas ao risco máximo, o que levou muitas financeiras, corretoras e distribuidoras à intervenção do Banco Central e à liquidação extrajudicial.

A crise atual tem manifestação financeira, porém é mais geral. É uma crise de perda de dinamismo do horizonte de crescimento da economia, em decorrência, não é uma simples reforma das **instituições** do setor financeiro que fará superar a crise.

Contrapondo-se a crise atual com a crise dos anos 60, hoje o grande problema não é liberar o setor financeiro de sua incapacidade de prover financiamento corrente para a produção e consumo. O problema financeiro básico consiste em conseguir dar coerência ao desarranjo das contas do Estado — fruto de políticas econômicas imediatistas e contraditórias entre si — e desamarrar a ligação da taxa de juros doméstica com a taxa de juros internacional. **O que se faz imperativo, preliminarmente, é uma reforma fiscal e uma reforma da política da dívida externa** (quer se passe para a renegociação, estatização da dívida ou outro tipo de expediente). A reforma das contas do Governo deve dotá-lo com recursos captados sobre uma base mais larga de contribuintes; permitir que os fundos destinados para setores e atividades específicas sejam controlados mais democraticamente e com maior fiscalização para que atinjam suas verdadeiras finalidades (tudo indica que a prática de consolidá-los junto ao orçamento monetário é a menos indicada possível, pois, via de regra, tende a confundi-los com a gestão monetária); e, finalmente, uma reconsolidação da dívida federal, transformando, por exemplo, as principais carteiras de títulos em carteiras de ações de empreendimentos prioritários do Estado.

A conclusão, portanto, é que, apesar de o setor financeiro não ter atingido várias das metas previstas pelas reformas de 1964-65, o movimento da economia não está impondo a necessidade de **nova reforma das instituições**, mas está exigindo uma **reordenação profunda dos mecanismos de ação do Governo na gestão financeira**. Essa é a questão que se coloca para os grupos políticos que lutam pela superação da crise atual.

Tabela 2

Indicadores de concentração do sistema bancário nacional no Brasil – 1970-1980

a) depósitos

BANCOS	a) depósitos (%)					
	1970		1975		1980	
	Privados	Privados e Oficiais	Privados	Privados e Oficiais	Privados	Privados e Oficiais
O maior	10,7	43,3	16,1	35,1	17,2	26,6
Os cinco maiores	38,3	60,1	46,0	55,9	47,2	49,9
Os dez maiores	57,1	73,0	68,9	69,0	64,5	64,0
TOTAL DE DEPÓSITOS (1)	18646	45623	95501	205128	878642	1635328

(continua)

Tabela 1

Indicadores da rotatividade de títulos e da circulação
da moeda no Brasil – 1964-1980

ANOS	COEFICIENTE DE ROTATIVIDADE (DIAS)		TOTAL DE EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO/MEIOS DE PAGAMENTO	PASSIVO NÃO MONETÁRIO/BASE MONETÁRIA
	LTN (1) Mercado Secundário	Compensação de Cheques (2)		
1964	—	—	0,9	0,6
1968	—	8,8	1,5	0,8
1972	8,1	5,5	2,5	2,1
1973	13,8	5,0	2,6	2,1
1974	13,0	4,2	3,1	2,6
1975	7,8	2,9	3,4	2,8
1976	2,1	2,2	3,9	3,1
1977	1,9	1,9	4,3	3,0
1978	1,9	2,0	4,4	3,5
1979	2,1	2,8	4,3	3,0
1980	1,8	3,1	4,4	3,3
1981	1,6	3,2	5,2	4,2

FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV, v.30, n.2, fev. 1982.
BOLETIM DO BANCO CENTRAL. Brasília, v.18, n.2, fev.1982.

(1) Resulta da razão entre duas vezes a dívida total de LTN e as transações totais por dia. (2) Razão entre o índice ajustado de depósitos à vista em final de período de cada ano e o índice ajustado de cheques compensados.

Tabela 2

Indicadores de concentração do sistema bancário nacional no Brasil — 1970-1980

b) empréstimos

BANCOS	(%)					
	1970		1975		1980	
	Privados	Privados e Oficiais	Privados	Privados e Oficiais	Privados	Privados e Oficiais
O maior	7,8	51,9	14,9	45,0	25,3	41,5
Os cinco maiores	27,0	66,5	42,6	62,3	56,1	60,8
Os dez maiores	46,8	79,0	65,8	72,4	78,2	71,2
TOTAL DE EMPRÉSTIMOS (1)	16459	39566	105 392	297278	1099320	2947545

FONTE: QUEM É QUEM NA ECONOMIA BRASILEIRA, 1970/1975. São Paulo, Visão, 1970/1975.

BALANÇO FINANCEIRO ANUAL. São Paulo, Gazeta Mercantil, v.4, n.4, set.1980.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v.6, n.12, dez.1970.

———. Brasília, v.11, n.12, dez.1975.

———. Brasília, v.16, n.12, dez.1980.

(1) Em Cr\$ milhões.

Tabela 3

Composição percentual dos recursos dos bancos comerciais no Brasil — 1967-1980

ANOS	DEPÓSITOS À VISTA	DEPÓSITOS A PRAZO E OUTROS	DÉBITOS COM O BANCO CENTRAL E OBRIGAÇÕES COM O PODER PÚBLICO	OPERAÇÕES CAMBIAIS	ARRECADAÇÕES DE TAXAS	RECURSOS PRÓPRIOS
1967	66,2	11,5	4,3	1,7	1,6	14,7
1970	52,8	10,7	9,3	11,0	2,4	13,8
1973	48,7	10,2	11,1	14,0	3,8	12,2
1977	35,0	10,7	20,7	17,5	4,4	11,7
1979	28,9	12,3	17,8	27,6	3,6	9,8
1980	28,1	9,1	18,5	30,4	4,4	9,5

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v.3, n.12, dez.1967.

———. Brasília, v.6, n.12, dez.1970.

———. Brasília, v.9, n.12, dez.1973.

———. Brasília, v.13, n.12, dez.1977.

———. Brasília, v.15, n.12, dez.1979.

———. Brasília, v.16, n.12, dez.1980.

Tabela 4

Composição percentual dos recursos dos bancos
de investimento no Brasil – 1967-1979

ANOS	DEPÓSITOS A PRAZO	OBRIGAÇÕES POR REPASSES DE FUNDOS FEDERAIS	REPASSES DE RECURSOS DA RESOLUÇÃO Nº 63	OUTROS	RECURSOS PRÓPRIOS
1967	8,9	4,6	1,1	71,9	13,5
1970	34,3	3,3	8,2	41,2	13,0
1973	42,0	7,6	17,6	18,9	13,9
1977	49,1	15,0	11,3	15,2	9,4
1979	51,7	15,3	17,2	5,7	10,1

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v.3, n.12, dez.1967.

———. Brasília, v.6, n.12, dez.1970.

———. Brasília, v.9, n.12, dez.1973.

———. Brasília, v.13, n.12, dez.1977.

———. Brasília, v.15, n.12, dez.1979.

———. Brasília, v.16, n.12, dez.1980.

Tabela 5

Resumo de análise do balanço de pagamentos no Brasil – 1965-1980

(US\$ milhões acumulados no período)

DISCRIMINAÇÃO	1965-67	1968-70	1971-73	1974-77	1978-80
1. Hiato de recursos	952	-343	-2644	-15916	-12054
2. Fluxos contábeis e de "capitais de risco"	-521	384	1550	791	-112
3. Saldo (1 + 2) "necessidade de recursos"	431	41	-1094	-15125	-12166
4. Absorção de crédito	-192	1085	6835	15329	9343
5. Resultado acumulado	239	1126	5541	204	-2823
6. Montante da dívida externa bruta no final de cada período	3281	5295	12572	32037	53847
7. Reservas no final de cada período	198	1187	6416	7256	6912

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v.12, n.7, jul.1976.

———. Brasília, v.16, n.7, jul.1980.

———. Brasília, v.17, n.10, out.1981.

Tabela 6

Resumo de análise do balanço de pagamentos no Brasil — 1965-81

DISCRIMINAÇÃO	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981 (jan./jun.)
1 - Hiatos de Recursos	590	305	57	-221	30	-152	-824	-880	-940	-6122	-4981	-3697	-1116	-2310	-4565	-5179	-1155
1.1 - Balança comercial	655	438	213	26	318	232	-341	-244	7	-4690	-3514	-2147	97	-1024	-2829	-2829	-319
Exportações FOB	1596	1596	1741	1654	2311	2739	2904	3991	6199	7961	8653	10130	12120	12659	15244	20132	10852
Importações FOB	-941	-1303	-1441	-1855	-1993	-2507	-3245	-4235	-6192	-12641	-12169	12278	12023	-13683	-18084	-22961	-11171
1.2 - Serviços de não-fatores	-65	-133	-156	-247	-263	-384	-483	-635	-947	-1432	-1467	-1549	-1213	-1286	-1725	-2350	-836
2 - Fluxos Contábeis e de Capital	-162	-155	-204	298	-7	93	-17	560	1007	510	429	640	-818	188	-70	-290	573
2.1 - Serviços de fatores	-123	-133	-114	-81	-79	-78	-77	-94	-63	-100	-97	-232	-363	434	-652	-829	-386
2.2 - Capital de risco	52	32	3	-23	96	13	50	157	742	639	654	630	355	345	855	836	483
Investimento externo líquido	70	74	76	61	177	132	168	318	940	887	889	1010	810	906	1491	1146	769
Lucros (movimento líquido)	-18	-42	-73	-84	-81	-119	-118	-161	-198	-248	-235	-380	-455	-561	-636	-310	-286
2.3 - Demais	-91	-54	-93	402	-24	158	10	497	328	1	-128	242	810	277	-273	-237	476
Transferências	75	79	77	22	31	21	14	5	27	1	0	4	0	72	18	155	132
Outros capitais	-135	-108	-135	381	-14	45	5	56	-54	-68	-12	-149	-208	-163	-161	16	-51
Erros e omissões	-31	-25	-35	-1	-41	92	-9	-436	355	68	-116	387	-602	368	-130	-402	395
3 - Saldo (1 + 2)	428	150	-147	77	23	-59	-841	-320	67	-5582	-4852	3057	-1934	-2122	-4635	-5409	-582
4 - Absorção de Créditos	-97	3	-98	-45	526	604	1371	2759	2505	4782	3596	4388	2563	6002	1421	1920	253
4.1 - Empréstimos de curto prazo	-	-	-	-	178	77	486	21	137	464	424	1113	303	235	763	2182	-342
4.2 - Empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos	363	508	530	583	1023	1433	2037	4299	4495	6891	6760	7021	8424	13632	11228	11069	7277
4.3 - Serviço da dívida	-460	-505	-628	-628	-675	-906	-1152	-1561	-2187	-2573	-3588	-4646	-6164	-7865	-10570	-11331	-7188
Amortizações	-304	-350	-444	-484	-493	-672	-850	-1202	-1673	-1920	-2149	-2888	-4060	-5170	-6385	-5020	-3353
Juros (líquidos)	-156	-155	-184	-144	-182	-234	-302	-359	-514	-652	-1440	-1758	-2104	-2695	-4185	-6311	-3835
5 - Saldo do balanço	331	153	-245	32	549	545	530	2439	2572	-800	-956	1331	629	3880	-3214	-3489	-329
Movimento de reservas (3 + 4)																	

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL, Brasília, v.12, n.7, fev.1976.

—, Brasília, v.16, n.7, jul.1980.

—, Brasília, v.17, n.10, out.1981.

BIBLIOGRAFIA

- 1 – BACHA, E. & ALEJANDRO, C. Dias. Mercados financeiros internacionais: uma perspectiva Latino-Americana. **Estudos Econômicos**, /s.l./, 2(3), 1981.
- 2 – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Setor externo e desenvolvimento da economia nacional. **Boletim**, Rio de Janeiro, (2), fev.1973. (Anexo Especial, 2).
- 3 – BRASIL. Ministério do Planejamento e Coordenação Geral. **Plano decenal**. Rio de Janeiro, EPEA, 1968.
- 4 – BRASIL. Ministério do Planejamento e Coordenação Geral. **Plano decenal de desenvolvimento econômico social: política monetária e mercado de capitais**. Rio de Janeiro, EPEA, mar.1967. (Versão preliminar).
- 5 – FENABAN. **Simpósio sobre funções e incorporações**. Rio de Janeiro, Mestre Jou, 1972.
- 6 – HILFERDING, R. **El capital financiero**. Madrid, Tecnos, 1973.
- 7 – HYMER, S. **Empresas Multinacionais e internacionalização do capital**. Rio de Janeiro, Graal, 1978.
- 8 – KEYNES, J. **Teoria geral do emprego do juro e da moeda**. Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1974.
- 9 – LIRA, Paulo Pereira. Setor externo e desenvolvimento da economia nacional. **Revista Econômica do Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 1972.
- 10 – MANDEL, Ernest. **Late capitalism**. London, Verso Editions, 1978.
- 11 – McKINNON, R. On misunderstanding the capital constraint in LDC's: The consequences for Trade Policy. In: BHAGWATI, J. & MUNDELL, R. ed. **Trade, balance of payments and growth**. Amsterdam, North-Holland, 1971.
- 12 – MINSKY. The financial instability hypothesis. **Nebraska Journal of Economics**, Winter 1974.
- 13 – PASTORE, A.C. A oferta da moeda no Brasil: 1961/72. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, 3(4), dez.1973.
- 14 – PEDREIRA, Bulhões. Depoimento à Comissão Parlamentar de Inquérito do Senado Federal, nov.1980. **Jornal do Comércio**, 22/23, mar.1981.
- 15 – PEREIRA, J. E. C. **Financiamento externo e crescimento econômico do Brasil: 1966/73**. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974. (Relatório de Pesquisa, 27).
- 16 – RANGEL, Ignácio. **A inflação brasileira**. 3.ed. São Paulo, Brasiliense, 1978.
- 17 – SAYAD, J. **Regulation of brazilian commercial banks**. New Haven, Yale University, 1976. (Ph.D. Dissertation Thesis).
- 18 – SCHUMPETER, Joseph. **Bussines cycles**. New York, McGraw-Hill, 1930.

- 19 – SILVA, Adroaldo Moura da. **Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e evolução.** São Paulo, FIPE, /s.d./. (mimeo).
- 20 – SILVA, Maria C. **A dívida do setor público brasileiro.** Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976. (Relatório de Pesquisa, 32).
- 21 – SWEEZY, P. & MAGDOFF, H. **O fim da prosperidade.** Rio de Janeiro, Graal, 1978.
- 22 – TAVARES, Maria da Conceição. **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização no Brasil.** Rio de Janeiro, UFRJ, 1979. cap.14. (Tese para professora titular-UFRJ). (mimeo).
- 23 – _____. O movimento geral do capital: um contraposto à visão da auto-regulação da produção capitalista. **Estudos CEBRAP**, São Paulo, (25), 1980.
- 24 – _____. Natureza e contradições do processo de substituição de importações. In: _____. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro.** Rio de Janeiro, Zahar, 1972.
- 25 – VON DOELLINGER, Carlos et alii. **A política brasileira de comércio exterior e seus efeitos: 1967/73.** Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974. (Relatório de Pesquisa, 22).
- 26 – WANDERLEY, C. & PIMENTEL, R. O caminho brasileiro dos bancos de investimento. **Cadernos Halles**, São Paulo, (5), 1970.
- 27 – WELLS, John. Eurodolares, dívida externa e o milagre brasileiro. **Estudos CEBRAP**, São Paulo, (6), out./dez.1973.
- 28 – WELLS, John & SAMPAIO, J. Endividamento externo, etc., uma nota para discussão. **Estudos CEBRAP**, São Paulo, (6), out./dez.1973.
- 29 – ZINI, A.A. **Evolução dos gastos das empresas brasileiras com tecnologia: 1960/1977; um estudo sobre a estrutura financeira das empresas com base nos CADEC's.** São Paulo, FINEP-FIPE, 1982. (mimeo).
- 30 – _____. **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil.** Campinas, UNICAMP, 1982. (Dissertação de mestrado).