

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PELOTAS
Departamento de Economia
Programa de Pós-Graduação em Organizações e Mercados



Dissertação

**Política Econômica, Desenvolvimento Financeiro
e Financiamento do Crescimento no Brasil: 1960-2010**

Marcos Idalino Rodrigues

Pelotas, 2015

MARCOS IDALINO RODRIGUES

**Política Econômica, Desenvolvimento Financeiro
e Financiamento do Crescimento no Brasil: 1960-2010**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Organizações e Mercados da Universidade Federal de Pelotas, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia Aplicada

Orientador: Marcelo de Oliveira Passos

Pelotas, 2015

Marcos Idalino Rodrigues

**Política Econômica, Desenvolvimento Financeiro
e Financiamento do Crescimento no Brasil: 1960-2010**

Dissertação aprovada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre em Economia
Aplicada, Programa de Pós-Graduação em
Organizações e Mercados, Faculdade de
Economia, Universidade Federal de Pelotas.

Aprovado em: _____ de _____ de 2015.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo de Oliveira Passos (Orientador)
PPGOM - UFPel

Prof. Dr. Paulo de Andrade Jacinto
PPGE - PUC/RS

Prof. Dr. Regis Augusto Ely
PPGOM - UFPel

RESUMO

ROGRIGUES, Marcos Idalino. *Política Econômica, Desenvolvimento Financeiro e Financiamento do Crescimento no Brasil: 1960-2010*. 2015. 154 f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Organizações e Mercados. Universidade Federal de Pelotas.

O presente trabalho procura analisar, cliometricamente, o papel das três principais fontes de financiamento (poupança privada, pública e externa) e do aprofundamento financeiro no processo de crescimento brasileiro no período de 1960 a 2010. A abordagem cliométrica é desenvolvida por meio de duas técnicas de pesquisa: (i) a análise de séries temporais, baseada na utilização de um VECM (*Vector Error Correction Model* ou modelo de vetor de correção do erro); e (ii) a investigação histórica por meio de análise bibliográfica e de dados referentes ao período, no sentido de reforçar as conclusões sobre os resultados obtidos na avaliação cliométrica. Portanto, o objetivo central deste trabalho é contribuir com a historiografia econômica brasileira procurando oferecer respostas às seguintes questões: (i) como se deu o financiamento do crescimento na economia brasileira econômica?; (ii) a poupança interna foi mais importante do que a externa, nesse processo, ou foi o contrário?; e (iii) quais foram os efeitos do aprofundamento financeiro sobre os níveis de poupança e taxas de crescimento? Examinando os resultados obtidos, podemos concluir que o crescimento da economia brasileira foi em sua maior parte financiada pela poupança externa. No entanto, houve também a importância do aprofundamento financeiro por meio de uma reestruturação do sistema financeiro (alargamento financeiro) no início do período (anos 60). Nesse sentido, considera-se que a análise cliométrica permite uma melhor avaliação a respeito do processo de financiamento do crescimento no referido período, do que uma análise puramente econométrica.

ABSTRACT

RODRIGUES, Marcos Idalino. *Economic policy, financial development and financing of growth in Brazil: 1960-2010*. 2015. 154 f. Dissertação (Mestrado) – Undergraduate Program of Markets and Organizations (Programa de Pós-Graduação em Organizações e Mercados). Federal University of Pelotas, State of Rio Grande do Sul, Brazil (Universidade Federal de Pelotas/RS).

This paper analyzes, cliometrically, the role of the three main sources of financing (private, public and foreign savings) and of financial deepening in the Brazilian growth process from 1960 to 2010. The cliometric approach is developed through two research techniques: (i) time-series analysis, based on the use of a VECM (Vector Error Correction Model); and (ii) historical research by the means of a bibliographical and a data analysis in the mentioned period., to strengthen the conclusions about the results obtained in the econometric evaluation. Therefore, the main objective is to contribute to the Brazilian economic history seeking to provide answers to the following questions: (i) how was the financing process of economic growth in the Brazilian economy over a period of fifty years ?; (ii) domestic savings was more important than the foreign, in this process, or was otherwise ?; and (iii) what were the effects of financial deepening on savings levels and growth rates? Looking at the results, one can conclude that the growth of the Brazilian economy was mostly financed by foreign savings. However, there was also the importance of financial deepening through a restructuring of financial system (financial enlargement) at beginning of period (decade 60). In this sense, we consider that cliometric analysis allows a better assessment about the financing of growth process in that period, than a purely econometric analysis.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modelo de ciclo de vida	35
Figura 2: Evolução das poupanças externa, pública e privada no Brasil – 1960/69. (%)	53
Figura 3: Composição da poupança agregada brasileira – 1960/69. (%)	54
Figura 4: Evolução das poupanças externa, pública e privada no Brasil – 1970/79. (%)	73
Figura 5: Composição da poupança agregada brasileira – 1970/79. (%)	75
Figura 6: Evolução das poupanças externa, pública e privada no Brasil – 1980/89 (%)	82
Figura 7: Composição da poupança agregada brasileira – 1980/89. (%)	84
Figura 8: Evolução das poupanças externa, pública e privada no Brasil – 1999/00. (%)	90
Figura 9: Composição da poupança agregada brasileira – 1999/00. (%)	92
Figura 10: Evolução das poupanças externa, pública e privada no Brasil – 2001/2012 (%)	100
Figura 11: Composição da poupança agregada brasileira – 2001/12. (%)	100
Figura 12: Variáveis do modelo em percentual do PIB (1960-2012)	106
Figura 13: Esquema resumido das relações do modelo	115
Figura 14: Resposta do crescimento a um choque em Spriv	117
Figura 15: Resposta do crescimento a um choque em Sgov	117
Figura 16: Resposta do crescimento a um choque em Sext	118
Figura 17: Resposta do crescimento a um choque em M2/PIB	119

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Relação entre M2 e PIB – 1961/2008 (%).	18
Tabela 2: Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil –1960/1969	52
Tabela 3: Importância relativa das três fontes de financiamento da poupança agregada – 1960/69	54
Tabela 4: Proporção total de empréstimos bancários (bancos oficiais e privados) concedido aos setores – 1968/76 (%)	71
Tabela 5: Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 1970/1979	72
Tabela 6: Importância relativa das três fontes de financiamento da poupança agregada – 1970/79	75
Tabela 7: Inflação e PIB no Brasil nos anos 80	77
Tabela 8: Participação do SFN no PIB brasileiro nos anos 80	80
Tabela 9: Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 1980/1989	81
Tabela 10: Importância relativa das três fontes de financiamento da poupança agregada – 1980/89	83
Tabela 11: Taxas médias de poupança no Brasil de 1960/99	88
Tabela 12: Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 1990/00 (%)	89
Tabela 13: Importância relativa das três fontes de financiamento da poupança agregada – 1990/00 (%)	91
Tabela 14: Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 2001/12 (%)	99
Tabela 15: Importância relativa das três fontes de financiamento da poupança agregada – 2001/12 (%)	101
Tabela 16: Variáveis e suas respectivas fontes	105
Tabela 17: Teste Dickey – Fuller _{GLS} (DF-GLS)	108
Tabela 18: Ordem de defasagem do modelo VAR	109
Tabela 19: Teste de cointegração de Johansen	109
Tabela 20: Estimação do modelo VEC para crescimento (g)	111
Tabela 21: Teste de causalidade Toda-Yamamoto (Wald modificado)	113
Tabela 22: Restrição de sinais	116
Tabela 23: Decomposição da variância para crescimento real	120

*“Não criarás prosperidade se desestimulares a poupança.
Não criarás estabilidade permanente baseada em dinheiro
emprestado.
Não evitarás dificuldades financeiras se gastares mais do
que ganhas.”*

Abraham Lincoln (1809-1865) 16º presidente dos EUA

*“A riqueza só pode ser acumulada pelos lucros da indústria
e a poupança, pela frugalidade.”*

John Tyler (1790-1862), 10º presidente dos EUA

SUMÁRIO

RESUMO	4
ABSTRACT	5
LISTA DE FIGURAS	6
LISTA DE TABELAS	7
1 INTRODUÇÃO	12
2. ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E POUPANÇA	15
2.1 Sistemas financeiros e desenvolvimento.....	15
2.1.1 <i>Conceito de desenvolvimento financeiro</i>	16
2.1.2 <i>Sistema financeiro na ótica neoclássica</i>	23
2.1.3 <i>Sistema financeiro na ótica novo-keynesiana</i>	26
2.2 Poupança e crescimento.....	30
2.2.1 <i>Relações entre poupança e crescimento de longo prazo</i>	30
2.2.2 <i>Teoria do ciclo de vida, renda permanente e equivalência ricardiana</i>	33
3. ANÁLISE HISTÓRICA DA POLÍTICA ECONÔMICA E DO DESENVIL MENTO FINANCEIRO NO BRASIL: 1960-2010	37
3.1. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 60.....	37
3.1.1. <i>Antecedentes históricos: crises política e econômica</i>	37
3.1.1.1. <i>A crise política</i>	37
3.1.1.2. <i>A crise econômica</i>	39
3.1.2. <i>O PAEG e o governo reformador de Castelo Branco</i>	40
3.1.3. <i>A retomada do crescimento: governo de Costa e Silva</i>	45
3.1.4. <i>Desenvolvimento financeiro e formação de poupança nos anos 60</i>	48
3.2. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 70	55
3.2.1. <i>O governo Médici</i>	55
3.2.2. <i>O aumento da presença do Estado: governo Geisel</i>	58
3.2.3. <i>Endividamento, inflação e crise externa: o governo Figueiredo</i>	62

3.2.4. <i>Desenvolvimento financeiro e formação de poupança na década de 70</i>	68
3.3. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 80 (a “década perdida”)	76
3.3.1. <i>O aprofundamento da crise econômica no governo Figueiredo</i>	76
3.3.2. <i>Redemocratização, hiperinflação, moratória e heterodoxia: governo Sarney</i>	77
3.3.3. <i>Desenvolvimento financeiro e formação de poupança na década de 80</i>	81
3.4. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 90	84
3.4.1. <i>O triênio 1990/93</i>	84
3.4.2. <i>A primeira fase do Plano Real: 1994/99</i>	87
3.4.3. <i>Desenvolvimento financeiro e formação de poupança na década de 90</i>	87
3.5. Início do Século XXI – Final do segundo governo FHC e os dois governos de Lula	92
3.5.1. <i>Final do segundo governo de Fernando Henrique Cardoso (2001-2002)</i>	92
3.5.2. <i>Os dois mandatos de Lula (2003-2006 e 2007-2010)</i>	95
3.5.3. <i>Desenvolvimento financeiro e formação de poupança no início do século XXI</i>	98
4. ANÁLISE ECONOMETRICA DO FINANCIAMENTO DO CRESCIMENTO NO BRASIL: 1960-2010	102
4.1 Estudos empíricos para o Brasil.....	102
4.2 Base de dados utilizada na estimação.....	104
4.3 Testes econométricos e resultados do modelo VEC.....	107
4.4 Análise dos resultados do modelo VEC.....	112
4.4.1 <i>Teste de causalidade TYDL</i>	112
4.4.2 <i>Análise das funções de impulso resposta</i>	115
4.4.3 <i>Decomposição da variância</i>	119
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	122

6. REFERÊNCIAS	125
APÊNDICES	134

1. INTRODUÇÃO

A política econômica nas últimas décadas vem sendo alvo de inúmeros debates com relação as medidas adotadas pelo governo, nas quais procuravam adequar o volume disponível dos meios de pagamentos às necessidades da economia do país. Sendo que o período de 1960 a 2012 foi marcado por inúmeras mudanças na política econômica e financeira. Mudanças estas por vezes questionadas sobre a sua eficácia, ou seja, criticadas por alguns e elogiada por outros.

Portanto, a adoção de modelos econômicos voltados ao crescimento e a reformulação do sistema financeiro se fez necessário. Sendo assim, a participação das poupanças e investimento no crescimento assumiram um papel de alavancagem na economia brasileira, juntamente com a atuação das instituições financeiras. Modelos econômicos estes, estudados e aplicados sob dois diferentes enfoques (neoclássica e novo-keynesiana).

Porém, em meio às crises internacionais no mercado financeiro e com questões internas a serem resolvidas em um turbilhão de acontecimentos, a política econômica brasileira se via pressionada por ambos os lados. Podendo assim, ser destacado esses diferentes acontecimentos para cada década em particular. Sendo os anos 60 marcado pela reestruturação do sistema financeiro e o combate a inflação. Contudo, no final desta década deu-se início há um período de crescimento, ”o chamado milagre econômico”, devido em grande parte aos ajustes no sistema financeiro nacional e programas econômicos nos anos anteriores. No entanto, os anos 70 foi marcado fundamentalmente por uma desaceleração das taxas de crescimento em meio a dois choques do petróleo no período. Dando início a crescente necessidade de capital externo e geração de poupança doméstica. Conhecida como a “década perdida”, os anos 80 foi marcado por altas taxas de inflação, descontrolado nas contas internas e redução nas taxas de poupança. Ou melhor, explanando, insuficiência de poupança interna. Já os anos 90 foi marcado por desajustes nas contas do governo, que acabou resultando em um período de despoupança do governo. Neste mesmo período, cabe destacar o início da estabilização da moeda. Nos anos de 2000 a 2012 se deu início a um período de superávit nas contas do governo, bem como, a redução na dependência de capital externo. Sendo este último perdurado por um curto espaço de tempo.

Neste período a ser trabalhado, verificamos que a economia brasileira aumentava sua integração com a economia e as finanças internacionais, o que pode ser comprovado pelo seu crescente endividamento externo. Além de adequar a busca desses dois objetivos e a

manutenção de um grau razoável de solidez nas contas do balanço de pagamento, as políticas financeiras se pautaram também por medidas de incentivo: (i) a formação de poupança, (ii) a canalização de investimentos para setores-chave; (iii) ao aumento da liquidez e/ou redução do endividamento das instituições financeiras públicas e privadas.

O trabalho em questão foi elaborado com enfoque na política econômica e financeira dos governos militares ao final do Governo Lula, sob o auxílio de estudos econômicos voltados a modelos de crescimento. Portanto, através informações estatísticas e de fatos históricos, procura-se analisar o funcionamento das políticas adotadas e o seu comportamento ao longo do período. Analisando informações fornecidas através de estudos anteriores, nos possibilitará uma análise sob diferentes visões a respeito do tema. No entanto no decorrer do trabalho serão mencionados pontos importantes a respeito da política econômica como um todo.

O objetivo deste trabalho é contribuir com a historiografia econômica e financeira brasileira examinando a evolução e o comportamento das variáveis observadas para o período de 1960-2012, procurando responder as seguintes questões: Como se deu o financiamento do crescimento na economia brasileira econômica? E qual foi o efeito do aprofundamento financeiro sobre os níveis de poupança e crescimento? Nesse sentido a relevância do trabalho reside no fato de que o trabalho por ser desenvolvido por meio de acervo documental e estatístico, juntamente com um modelo VEC, possibilita melhor avaliação a respeito da política economia e financeira do referido período. No decorrer do trabalho, foram encontrados resultados que por sua vez mostraram-se coerente com a literatura a respeito do tema. Examinando os resultados obtidos, podemos concluir que o crescimento da economia brasileira foi em sua maior parte financiada pela poupança externa. No entanto, houve também a importância do aprofundamento financeiro por meio de uma reestruturação do sistema financeiro (alargamento financeiro) no início do período.

Para a análise do período foi utilizado um método econométrico, onde, por meio da aplicação do modelo VEC (Vetor de Correção de Erros) se possibilita investigar a dimensão quantitativa da dinâmica das variáveis macroeconômicas. No entanto, para avaliar os fatores institucionais e a dimensão qualitativa do problema proposto foi utilizado o método histórico (também chamado de crítica histórica ou método crítico). Esse método utiliza a pesquisa documental e bibliográfica que é analisada a partir de dois procedimentos: a análise e síntese.

A estrutura do trabalho encontra-se dividida em 5 capítulos, incluindo esta introdução e as considerações finais. No próximo capítulo será apresentado de forma teórica a

relevância das instituições financeiras, focando na importância no que se diz respeito ao “alargamento financeiro” e o “aprofundamento financeiro” na visão neoclássica e novo-keynesiana. No terceiro capítulo, será apresentado informações referentes a política econômica e financeira brasileira, destacando a questão da participação das fontes de financiamento (poupanças) no crescimento econômico brasileiro. Por fim, no terceiro capítulo destacamos a avaliação dos dados através de um estudo econométrico. Nesta mesma seção temos a base de dados utilizada, testes de raiz unitária, os procedimentos do modelo VEC, teste de causalidade de Granger e a análise das funções de impulso resposta.

2. ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO, POUPANÇA E CRESCIMENTO.

Este capítulo tem o objetivo de elaborar uma revisão da literatura teórica e empírica sobre a relação existente entre desenvolvimento financeiro, financiamento do investimento e crescimento econômico.

2.1. Sistemas financeiros e desenvolvimento

Nas últimas décadas muitos estudiosos procuraram aprofundar suas análises a respeito da importância do sistema financeiro e de seu desenvolvimento. Sendo que a maior parte da investigação sobre estes assuntos defende que um processo de maior desenvolvimento dos mercados financeiros, sobretudo dos bancos comerciais, que geram externalidades sobre o crescimento econômico na medida que eleva a eficiência na alocação dos recursos financeiros. Em relação às consequências do desenvolvimento financeiro sobre os níveis de poupança e investimento agregados, a literatura aponta que elas são negligenciáveis, ou, em alguns casos, até mesmo negativas.

Além de tais colocações, os estudiosos que adotam a “hipótese da repressão financeira” (SHAW, 1973 e MCKINNON, 1996) apontam que os processos de liberalização financeira estimulam o desenvolvimento financeiro. Nesse sentido, políticas financeiras que promovam maiores graus de liberdade nas transações entre bancos e outras instituições financeiras e entre bancos e agentes privados (empresas e famílias), ajudariam promover o referido desenvolvimento.

A análise do papel dos bancos públicos no processo de desenvolvimento financeiro e suas relações com o crescimento mostra que os mesmos possuem um efeito não claramente definido no crescimento dos países de renda média. Contudo, eles afetam negativamente o crescimento dos países pobres. Segundo BARBOZA, os bancos públicos acabariam transferindo seus problemas para o banco central, que por sua vez teria que arcar com a irresponsabilidade do populismo governamental. Ademais, o crédito provido pelos bancos privados tende a ser mais pró-cíclico do que o crédito fornecido pelos bancos públicos.

Na primeira seção deste capítulo faz-se uma revisão da literatura sobre desenvolvimento financeiro. Nesta mesma seção também comenta-se os pontos-chave da visão neoclássico e novo-keynesiana a respeito do sistema financeiro. Na segunda seção é apresentado estudos a respeito da relação entre poupança e crescimento econômico. O foco

deste capítulo recai sobre a delimitação do instrumental teórico que será utilizado nos capítulos posteriores.

2.1.1 *Conceito de desenvolvimento financeiro*

O estudo do tema desenvolvimento financeiro possui forte caráter empírico. Nesse sentido, as experiências de vários países serviram de comprovação histórica do nexo causal entre o aperfeiçoamento dos sistemas financeiros e o desenvolvimento econômico. Nas décadas de 60 e 70, contudo, as opiniões dos teóricos da economia do desenvolvimento divergiam na análise da problemática do desenvolvimento financeiro nos países subdesenvolvidos. As decisões de incentivar o aprofundamento (*financial deepening*) e o alargamento financeiro (*financial broadening*)¹ destes países não eram recebidas com muita confiança por estes estudiosos, em que pese já existirem nessa época pesquisas importantes sobre este assunto². Entre tais pesquisas se destacam as de economistas como Schumpeter, King, Levine e Patrick.

Schumpeter salientou a grande importância dos mercados financeiros no fornecimento de crédito para financiar as inovações tecnológicas. Em 1926, no seu clássico “Teoria do Desenvolvimento Econômico”, ele reconheceu a importância do crédito para que o empresário inovador pudesse viabilizar os seus projetos. O trecho transcrito a seguir, com as palavras deste economista, é elucidativo:

“Já foi estabelecido que o empresário – em princípio e via de regra – não precisa de crédito, no sentido de uma transferência temporária para ele de poder de compra, para produzir, para ser capaz de realizar suas combinações novas, para tornar-se empresário. E esse poder de compra não flui automaticamente para ele, como para o produtor de fluxo circular, pela venda do que produziu em períodos precedentes. Se por acaso, ele não o possuir - e se o possuísse isso seria simplesmente consequência de desenvolvimento anterior – deve tomá-lo emprestado. Se ele não o conseguir, então obviamente não pode tornar-se empresário. Nisso não há nada de fictício; é meramente a formulação de fatos geralmente conhecidos. Ele só pode se tornar empresário ao se tornar previamente um devedor. Torna-se um devedor em consequência da lógica do processo de

¹ O conceito de aprofundamento financeiro denota o aumento dos ativos financeiros como porcentagem do PIB (aumento de depósitos, empréstimos, operações no mercado de capitais, operações de seguros etc. Já o alargamento financeiro se refere ao aumento do número e da variedade de instituições e instrumentos financeiros no sistema (aumento de bancos, seguradoras, poupadores, investidores, tomadores de recursos e produtos e serviços destas instituições). (ARSHADI e KARELS, 1997).

² Além dos dois clássicos trabalhos de John G. GURLEY e Edward S. SHAW, *Financial Aspects of Economic Development*, na *American Economic Review* de setembro de 1955, e *Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process*, no *Journal of Finance* de maio de 1956, outros trabalhos podem ser citados, tais como: o de A. R. PREST *Public Finance in Underdeveloped Countries* (Nova York: Frederick A. Praeger, 1963) e o de Edward NEVIN, *Capital Funds in Underdeveloped Countries* (Londres: McMillan & Co. Ltd., 1961).

desenvolvimento, ou, para dizê-lo ainda de outra maneira, sua conversão em devedor surge da necessidade do caso e não é algo anormal, um evento acidental a ser explicado por circunstâncias particulares. O que ele quer primeiro é crédito. Antes de requerer qualquer espécie de bens, requer poder de compra. É o devedor típico da sociedade capitalista.” (SCHUMPETER, 1911, p.107).

Na análise schumpeteriana, o desenvolvimento econômico é entendido como uma ruptura do “fluxo circular” motivada pela introdução de novos produtos e novos processos de produção (inovações). Tal introdução é somente permitida – e até potencializada – pela existência do crédito bancário. Nesse sentido, as instituições financeiras bancárias são importantes nesse processo de ruptura, uma vez que aumentam o poder de consumo e de investimento e, por meio deste aumento, ajudam o empresário na aquisição dos bens de capital, no levantamento de capital financeiro e na contratação de mão-de-obra que precisam para efetivar seus projetos de investimento. Ou, tal como Schumpeter aponta:

“A função essencial do crédito no sentido em que o tomamos consiste em habilitar o empresário a retirar de seus empregos anteriores os bens de produção de que precisa, ativando uma demanda por eles, e, com isso forçar o sistema econômico para dentro de novos canais (...) Uma vez que o crédito, no caso em que é essencial ao processo econômico, só pode ser concedido a partir de tais meios de pagamento recém-criados (...); e, uma vez que, inversamente, apenas nesse caso específico, a criação de tais meios creditícios cumpre mais do que um papel meramente técnico, então, nessa medida, a concessão de crédito envolve a criação de poder de compra, e o poder de compra recém-criado é útil apenas na concessão de crédito ao empresário, é necessário somente para esse propósito” (SCHUMPETER, 1911, p.74).

Embora reconhecesse, à maneira de Schumpeter, que os bancos desempenham um papel fundamental no sistema econômico, ao viabilizar a transição de um nível de atividade econômica mais baixa para um nível mais alto, HICKS *apud* ANDREZO e LIMA (1999), afirmou em 1969 que o desenvolvimento financeiro da Inglaterra precedeu historicamente a própria Revolução Industrial, sendo o advento do mercado de capitais o fator preponderante no desenvolvimento inglês, uma vez que aumentou o volume de financiamentos de longo prazo, acelerando o processo de acumulação do capital industrial. Para HICKS, a criação do mercado de capitais possibilitou que os investidores possuíssem maior liquidez em suas aplicações e que a canalização destas poupanças individuais financiassem as inovações da primeira fase da Revolução Industrial. Nesse sentido, este mercado foi fundamental no processo de desenvolvimento britânico, pois proporcionou a agregação de diversas poupanças individuais (ANDREZO e LIMA, 1999).

Os estudos sobre desenvolvimento financeiro tiveram inicialmente um acentuado caráter teórico. Buscava-se, inicialmente, desenvolver uma rationale capaz de explicar como ocorria o aperfeiçoamento contínuo e gradativo do desempenho das instituições que compõem os mercados financeiros nas suas tarefas primordiais: (i) análise e seleção de projetos de investimento; (ii) formação de poupança; e (iii) monitoramento da utilização de recursos (STIGLITZ, 1989, p.56). A preocupação em realizar estudos mais empíricos surgiu apenas em anos mais recentes. Levine (1997), utilizando uma amostra que relacionava a evolução dos ativos financeiros com o crescimento do PNB de oitenta países, no período de 1960-89, percebeu que o grau de desenvolvimento financeiro destes países no ano de 1960 era uma variável explicativa das suas taxas de crescimento.

Em outro trabalho seminal, LEVINE e DEMIRGÜÇ-KUNT (1996) verificaram empiricamente que nos sistemas financeiros de países de baixa renda há nítida predominância de bancos comerciais, tendo os bancos centrais um peso também relevante nos ativos financeiros totais. Com o crescimento econômico, no entanto, os seus mercados de capitais se desenvolvem, ocorrendo a criação de instituições financeiras especializadas.

Na condição de comprovações empíricas recentes, pesquisas do Banco Mundial apontaram que uma elevação de 10% nos ativos financeiros causa um aumento de 2,8% no PIB (BARGER, 1998, *apud* ANDREZO e LIMA, 1999).

A tabela a seguir apresenta a participação de M2 em relação ao PIB, podendo ser indicado como variável de aprofundamento financeiro. No entanto Mario Henrique Simonsen em alguns de seus trabalhos denominou esta relação de aprofundamento financeiro como sendo uma variável de “velocidade-renda”.

Tabela 1 – Relação entre M2 e PIB – 1961/2008 (%)

	1961	1969	1973	1980	1990	2000	2008
<i>Países desenvolvidos</i>							
Canadá	36,7	46	47,5	58,4	72	70,7	126,3
Dinamarca	45	43,8	39,5	40,5	56,1	51,1	69,5
Japão	45,2	69	117,7	140	186,5	242,2	206,24
Estados Unidos	63	64,5	69,7	68,2	72,8	69,2	83,3
<i>Países em Desenvolvimento</i>							
Brasil	20,6	17,9	21,9	18,5	17,2	43,4	61,5
Colômbia	20	20	18,9	24,1	-	26,9	21,3
México	22,5	26,2	29	27	17,2	27,9	25,6
Argentina	16,6	19	18,3	18,9	6,21	31,6	25

Fonte: World Development Institute.

Verificou-se que os países desenvolvidos apresentaram uma alta participação dos ativos financeiros no PIB, ou seja, um elevado indicador de aprofundamento financeiro. No entanto, nos países em desenvolvimento para o período de 1961 a 2008 foi apresentada uma taxa média de aproximadamente 25% do aprofundamento financeiro.

Todavia, os teóricos da economia do desenvolvimento sempre se preocuparam em oferecer uma resposta satisfatória a questão essencial da relevância do sistema financeiro para o processo de desenvolvimento econômico das nações. O sistema financeiro possui uma função ativa neste processo ou ele apenas se ajusta passivamente ao crescimento do lado real da economia? O desenvolvimento financeiro é causa ou efeito do processo de crescimento econômico? Este questionamento recebeu uma atenção especial de Patrick (1966) que desenvolveu dois conceitos essenciais para a economia do desenvolvimento financeiro.

Patrick percebeu que em alguns países a criação de novos serviços e instituições financeiras se dá *pari passu* com o aumento da necessidade de recursos para financiar o investimento. O crescimento econômico estimula uma demanda por serviços financeiros, promovendo assim o desenvolvimento financeiro. O sistema financeiro acaba atuando como coadjuvante do processo de crescimento econômico. *Demand following* é um conceito que se aplica àqueles sistemas financeiros que evoluíram de forma passiva em relação ao crescimento econômico. O sistema financeiro evolui como efeito do processo de crescimento econômico, gerando oportunidades de investimento com maior liquidez e menor risco, o que termina por estimular o próprio crescimento econômico. Ressalte-se que a falta de instituições financeiras em muitos países subdesenvolvidos foi interpretado por Patrick como uma falta de demanda por serviços financeiros, mas na verdade a formação de um sistema financeiro que corresponda à demanda pode não ser um processo automático, flexível e barato em países subdesenvolvidos, podendo ser, ao contrário, um processo moroso, rígido e custoso.

Na definição do próprio Patrick tais considerações ficam mais claras:

“Nós podemos denominar de *demand-following* o fenômeno pelo qual a criação de instituições financeiras modernas, seus ativos financeiros, obrigações, bem como os seus serviços financeiros relacionados, se dá em resposta à demanda por estes serviços por investidores e poupadores da economia real. Nesse caso, o desenvolvimento evolutivo do sistema financeiro é uma consequência do penetrante e extenso processo do desenvolvimento econômico. O surgimento do sistema financeiro é formado tanto por mudanças nas oportunidades objetivas – o ambiente econômico, a estrutura institucional – e por mudanças nas respostas subjetivas – motivações individuais, atitudes, gostos e preferências” (PATRICK, 1966 in MEIER, 1995, p. 202. tradução livre do autor para língua portuguesa).

Esse autor cita a Inglaterra como uma evidência histórica de *demand following*. Concordando com a visão de Hicks (apud ANDREZO e LIMA, 1999), ele afirma que nos primórdios da Revolução Industrial os financiamentos dos investimentos começaram a atender às carências de capital dos governos e do mercado financeiro. A burguesia inglesa era dona de mais recursos do que a soma dos ativos dos bancos que estavam se formando. Essa burguesia demandava um sistema financeiro mais desenvolvido. A Revolução Financeira inglesa precedeu a própria Revolução Industrial, criando instrumentos financeiros privados que eram mais confiáveis para os investidores ingleses do que os títulos do governo que eles usavam até então. O sistema financeiro inglês se formou primeiramente com instituições bancárias e mercado de títulos. A seguir, vieram instituições financeiras mais especializadas (bancos de desenvolvimento, instituições de poupança e empréstimo, fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras etc.).

Um outro conceito também foi desenvolvido por Patrick: o de *supply leading*. Há sistemas financeiros formados a partir de políticas financeiras de incentivo por parte de governos interessados no fomento de seus sistemas financeiros. A promoção de regulações, a introdução de novas tecnologias financeiras podem servir como estímulos à evolução dos sistemas financeiros. Conjunturas inflacionárias ou de altos tributos podem inibir o desenvolvimento financeiro. *Supply leading* pode ser definido como o processo resultante da promoção, da indução do desenvolvimento financeiro, que se antecipa ao surgimento da demanda. Tal política financeira de fomento visa incentivar a migração de recursos dos setores tradicionais para os setores modernos da economia. Frequentemente, o Estado atua no sentido de “banca” a falta de lucratividade das instituições financeiras em estágios iniciais. Para tanto, são criados bancos governamentais - com o governo intervindo diretamente no sistema financeiro – ou então são concedidos subsídios públicos diretos ou indiretos para instituições financeiras privadas (taxas de redesconto mais baixas, emissões de títulos sob condições favoráveis, etc.). No *supply leading* o desenvolvimento financeiro se dá de maneira mais ativa, induzindo o crescimento econômico por intermédio da criação de instrumentos financeiros.

O Brasil, o Canadá e a Coreia do Sul desenvolveram-se financeiramente utilizando políticas de fomento (GILL, 1978). O Japão, no período 1870/1890, subsidiou o seu sistema financeiro. Tal sistema foi fundamental tanto na transferência de recursos do setor tradicional da economia japonesa (agricultura, comércio e exportação) para o setor industrial nascente, quanto no financiamento do crescimento destes dois setores. A partir de 1890, a indústria de

bens manufaturados permaneceu na fase de *supply leading*, subsidiada pelo governo até a Primeira Guerra Mundial, já as indústrias de bens de consumo e têxtil fizeram a transição para a fase de *demand following*.

O sistema financeiro funciona em sinergia com o lado real. Se este crescer, ocorrerá um aumento na demanda pelos produtos e serviços financeiros. Se, no sentido inverso, houver um maior grau de aprofundamento financeiro, o processo de acumulação se acelerará, contribuindo para o crescimento do lado real.

Porém, na perspectiva do *supply leading*, como um país subdesenvolvido pode efetivar um ambiente institucional financeiro adequado para contribuir no financiamento do seu crescimento econômico? A importação e a adaptação de um modelo de sistema financeiro e de um conjunto de técnicas operacionais e mecanismos institucionais é fácil ou complexa? Sobre essa questão a transcrição dos comentários de Medeiros será proveitosa:

“Já há algum tempo os estudiosos do processo de desenvolvimento se conscientizaram de que a principal restrição está no fator humano e não no fator capital. Para essa tomada de consciência muito contribuiu a comparação da recuperação econômica dos países desenvolvidos destruídos pela Segunda Guerra Mundial e o lento progresso no esforço desenvolvimentista. No caso do sistema financeiro a questão transcende ao simples treinamento do elemento humano, mas se refere ao próprio suporte cultural da sociedade. O sistema financeiro evoluiu nos países hoje desenvolvidos em um processo lento de interação entre as necessidades econômicas e os valores culturais, afetando esses mesmos valores em sua evolução, em um processo mútuo de ajustamento. O transplante de um sistema financeiro já desenvolvido pode ser rejeitado se a sociedade que o recebe não dispuser do nível de padrões éticos requeridos para seu funcionamento, de capacidade de imposição de normas a todos os membros do sistema e não dispor de mecanismos de punição aos recalcitrantes”. (MEDEIROS, 1977, p. 44)

Medeiros pondera que a questão da importação de um modelo de sistema financeiro é um problema de ordem prática e não teórica. Aliás, a própria investigação da relevância do sistema financeiro no desenvolvimento econômico, tal como foi dito no início deste tópico, possui também um acentuado caráter empírico (GOLDSMITH, 1969).

A história dos sistemas financeiros revela que não há um modelo consagrado de arranjo institucional financeiro. Há exemplos de países com modelos de sistemas financeiros baseados em mercado de capitais e outros que se baseiam em crédito. Os sistemas baseados em mercado de capitais são aqueles em que a maior parte dos empréstimos e financiamentos são viabilizados pela colocação de papéis, por instituições especializadas, nos mercados

monetários e de crédito, já nos sistemas baseados em crédito predominam as relações de crédito normalmente, mas não necessariamente, intermediadas pelos bancos comerciais. Nos sistemas baseados em mercado de capitais a maioria das relações são desintermediadas, nos baseados em crédito as relações intermediadas por bancos predominam. (CARVALHO; SOUZA et al., 2001).

Como exemplo quase isolado de sistema baseado em mercado de capitais podemos citar os Estados Unidos. No segundo tipo de sistema, se enquadram países como Alemanha, França, Japão e quase todos os mercados emergentes. Os Estados Unidos se constituem em uma categoria porque há uma tendência de transição dos sistemas baseados em crédito para sistemas mais desintermediados.

Os sistemas financeiros também se classificam em sistemas segmentados e de banco múltiplos (universais). Sistemas financeiros segmentados são caracterizados por uma regulação que impõe que as instituições exerçam funções bem definidas, o que evita o acúmulo de funções por uma mesma instituição. Assim, um banco comercial fica unicamente responsável pelo fornecimento de créditos de curto prazo, ao passo em que um banco de investimento empresta recursos de longo prazo, porém não possui depósitos à vista. Cada segmento é explorado por um tipo de instituição específica, não havendo bancos com múltiplas funções.

Como exemplos típicos de modelos segmentados podem ser citados os sistemas norte-americano e japonês, onde a regulação faz com que ocorra uma grande especialização institucional.

Nos sistemas financeiros de bancos múltiplos ou universais uma mesma instituição tem a possibilidade de desempenhar várias funções. A justificativa para os bancos universais seriam as economias de escopo na produção de informação sobre os tomadores de empréstimos, na utilização da tecnologia da informação, na monitoração de clientes. Essas economias de escopo se dão devido ao acúmulo de várias funções, pois os recursos citados acabam sendo utilizados compartilhadamente por vários departamentos do banco (ZYSMAN, 1983). Assim, em tese, o cliente de um banco múltiplo pode usufruir de vários serviços financeiros com custos de transação menores do que os que ele teria de pagar se tivesse de utilizar duas ou mais instituições financeiras diferentes.

Os críticos do sistema de bancos múltiplos veem nele uma maior propensão ao contágio nas crises financeiras. Isso se daria pela maior probabilidade de conflitos de interesse devidos à diversidade de preferências dos clientes e à diferença de “culturas” bancárias. As

instituições transferem recursos de seus setores mais líquidos para os setores em crise, protegendo-os. Na prática, esse procedimento potencializa a transmissão de crises financeiras localizadas para outros mercados, tornando-as crises sistêmicas. Por isso, em sistemas de bancos múltiplos como o alemão há um nível de regulação compatível com o dos sistemas segmentados. “Na Alemanha, o banco universal não pode usar livremente os recursos captados para a aplicação que lhe parecer mais atraente. Recursos de dada origem têm o seu uso confinado a aplicações que sejam compatíveis com as condições em que foram conseguidos” (CARVALHO, SOUZA et al., 2001).

2.1.2. Sistema financeiro na ótica neoclássica

Na teoria financeira neoclássica, iniciada com os trabalhos de GURLEY e SHAW (1955), os bancos aparecem como meras instituições que intermedeiam a transferência de poupança dos agentes superavitários para os agentes deficitários da economia. Então, os bancos não influem na maneira pela qual uma economia se financia. Assumem, ao contrário, um papel neutro no relacionamento entre os agentes não-financeiros e as autoridades monetárias. FAMA (1980) consolidou o pensamento de GURLEY e SHAW (1955) afirmando que o papel das instituições bancárias é a de meramente fornecer serviços de pagamento, pois elas apenas atendem aos demandantes e aos ofertantes de ativos de portfólio, desempenhando um papel passivo no equilíbrio geral. No final da década de 1960 e início da década de 1970 uma nova literatura cuidou da investigação da hipótese de uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

O enfoque clássico de intermediação financeira postula que o sistema financeiro deve ser competitivo. Aconselha também a prática de taxas de juros reais positivas para incentivar a formação de poupança, a intermediação financeira e o investimento. Os trabalhos de SHAW (1973) e McKINNON (1996) seguiram esta tradição clássica, analisando as consequências negativas da política de repressão financeira para os países em desenvolvimento. Estes autores lançaram as seguintes proposições:

- Quando os depósitos apresentam rendimentos reais negativos há um desestímulo à formação de poupança interna, além de um incentivo ao autofinanciamento e à demanda por ativos que sirvam de *hedge* contra aumentos inflacionários (imóveis, moedas estrangeiras e outros ativos reais);
- Quando se fixam tetos para as taxas de empréstimos há um racionamento de crédito. Os bancos correm o risco de fornecer crédito para projetos de

investimento de produtividade baixa. Com efeito, os bancos podem alocar de maneira deficiente os seus empréstimos;

- A intervenção governamental no mercado financeiro, denominada de “repressão financeira” por Shaw e Mckinnon, tende a diminuir o volume de fundos emprestáveis, o que faz retrair o nível de investimentos e “cria adicionalmente um ambiente favorável à absorção de fatores por atividades improdutivas de captura de transferências do setor público” (ALDRIGHI,1994, p.352).

Um processo de liberalização financeira, com o fim dos limites máximos das taxas de juros, das barreiras à entrada de novas instituições nos mercados financeiros e com a remuneração das reservas compulsórias, seria conveniente para minimizar as más consequências de uma maior intervenção governamental no sistema financeiro: as distorções nos preços financeiros sobre o aprofundamento financeiro e sobre o crescimento econômico. Se as taxas de juros reais dos países em desenvolvimento forem mais altas, a poupança interna destes países se elevará, implicando em um maior nível de investimento e, conseqüentemente, em um maior crescimento econômico a curto prazo (adotando a premissa neoclássica, vista anteriormente de que aumentos na poupança causam elevações no volume de investimento). Ocorrerá também um maior estímulo ao aumento dos fundos transferidos para o sistema financeiro, bem como uma melhora na qualidade do investimento. O primeiro efeito acontece partindo-se do pressuposto que o sistema financeiro intermedeia de forma eficiente os recursos entre poupadores e dos tomadores.

A literatura da liberalização financeira postula que a repressão financeira, decorrente de uma série de medidas de política econômica que impedem o livre funcionamento do mercado financeiro (com o tabelamento das taxas de juros – na captação e na aplicação dos recursos – sendo a mais característica delas), contribui para a eliminação da função alocativa da taxa de juros. Nesse sentido, o mercado financeiro passa a privilegiar certos setores com a concessão de empréstimos com taxas de juros negativas, ao passo que outros setores se auto-financiam ou recorrem a empréstimos com taxas de juros bem mais altas. (MCKINNON, 1996).

Os trabalhos que marcaram tal período se devem a GOLDSMITH (1969), MCKINNON (1996) e SHAW (1973). Eles articularam o conceito de desenvolvimento financeiro com base nas noções de aprofundamento e alargamento dos mercados financeiros,

levando em conta que os países em desenvolvimento possuem sistemas financeiros pouco “alargados” e/ou “aprofundados”. Na opinião destes autores, tais condições seriam consequência da “repressão financeira”. Assim sendo, a predominância de barreiras legais para a fixação de taxas de juros³ (sobre depósitos e sobre empréstimos) que refletissem as condições reais de mercado, seriam a principal causa do pouco desenvolvimento destes sistemas. As famílias destes países tenderiam a poupar aplicando em ativos reais ou em aplicações alternativas aos investimentos em ativos de renda fixa⁴, dado que os juros reais que os remuneravam seriam baixos em virtude das referidas barreiras, por um lado, e da inflação elevada, por outro. Com isso, ocorria uma atrofia do tamanho e da extensão dos bancos e de outras instituições do mercado financeiro. A existência de poupanças privadas mantidas fora da esfera do setor financeiro reduzia a eficiência da destinação de poupança para projetos de investimento.

Os autores citados defendem o fim do processo de repressão financeira, ou seja, advogam medidas de liberalização financeira que contribuiriam para elevar o nível de eficiência alocacional dos recursos financeiros.

A visão clássica do sistema financeiro é válida apenas para um estágio evolutivo do sistema bancário no qual a moeda-mercadoria corresponde ao meio de pagamento vigente. Tal visão não diferencia uma decisão de poupança de uma de investimento. Assim, o financiamento do investimento resulta de poupanças individuais. De acordo com CHICK (1986), neste estágio, o crédito corresponde a um repasse – direto ou intermediado pelas instituições financeiras - dos agentes com sobras de moeda-mercadoria (superavitários) para os agentes que carecem desta moeda (deficitários).

Entretanto, a visão dos fundos emprestáveis (ou clássica) perde poder explicativo à proporção em que surge o moderno sistema bancário, onde o crédito pode se transformar em um lançamento contábil que cria, ao mesmo tempo, um ativo (empréstimo) e um passivo (depósitos) (STUDART, 1999).

Com efeito, a teoria financeira neoclássica defende que a teoria quantitativa da moeda é válida mesmo em uma economia com sistema bancário desenvolvido. Ou seja, o fato de a moeda bancária ser amplamente utilizada como meio de pagamento nas economias

³ O fato de haverem limites máximos ou “tetos” fixados para as taxas de juros de empréstimos bancários motivavam o “acionamento de crédito”. A demanda por empréstimos (por parte dos tomadores de crédito) é maior do que a oferta de crédito (por parte dos poupadores que efetivamente estavam no mercado financeiro). Isso estimulava a alocação de crédito por mecanismos distorcidos, antiéticos ou mesmo ilegais (corrupção, favorecimento político e outras práticas de rent-seeking), reduzindo bastante a eficiência na alocação de fundos emprestáveis para o investimento em capital fixo.

⁴ Moedas estrangeiras e ouro, por exemplo.

modernas, não inviabiliza a conclusão de que a poupança determine o volume de investimentos.

Os trabalhos de SHAW (1973) e McKINNON (1996) motivaram toda uma linha de pesquisa acerca do papel dos sistemas financeiros, além de servirem como sustentação teórica para as políticas financeiras de organismos multilaterais importantes (FMI, Banco Mundial etc.).

Por considerarem o subdesenvolvimento como sendo o efeito da escassez de poupança e das distorções impostas por políticas financeiras que alocavam ineficientemente os recursos em projetos de investimento pouco viáveis, estes autores defendiam uma total abolição de mecanismos que causassem distorções na dinâmica dos sistemas financeiros (limites de taxas de juros, aplicações compulsórias em determinados setores e instrumentos de concessão seletiva de crédito). Esta liberalização financeira contribuiria para o atingimento de níveis mais realistas de taxas de juros de equilíbrio que submetessem a seleção de projetos de investimento aos ditames do mercado. Assim, seriam selecionados aqueles que oferecessem uma lucratividade maior do que o custo do capital vigente, determinado pelo grau de insuficiência da oferta de poupança.

Por outro lado, como a liberalização financeira levaria à uma alta das taxas de juros reais, e como as taxas de inflação dos países em desenvolvimento eram também elevadas, haveria um incentivo ao aumento da propensão marginal a poupar, o que diminuiria o consumo. Ocorreria um processo de aprofundamento financeiro propiciado pelo incremento da participação dos ativos financeiros no produto, sobrando mais recursos para financiar o investimento (CINTRA, 1999).

2.1.3. Sistema financeiro na ótica novo-keynesiana

KEYNES (1936) expôs algum nível de ceticismo em relação à função dos mercados de capitais numa economia capitalista. Na visão de Keynes, a bolsa de valores desempenha um papel um tanto ambíguo numa economia monetária de mercado. De certo modo, quando uma bolsa de valores se desenvolve, ela ajuda na provisão de liquidez para os ativos de capital e isso pode impactar positivamente no nível de investimento, pois inibe o efeito da preferência pela liquidez dos empresários sobre as decisões de investimento. Ocorre que, de outro modo, este mesmo desenvolvimento da bolsa acarreta mudanças nos “animal spirits” dos especuladores. Tais mudanças acabam por ampliar a volatilidade na trajetória do investimento agregado, uma vez que o estado de ânimo dos especuladores afeta bastante as

cotações das ações e, por extensão, afeta também a relação entre o preço de demanda e de oferta dos bens de capital. Tal efeito pode influir negativa ou positivamente o incentivo a investir.

A perspectiva novo-keynesiana aborda, ao divergir do paradigma neoclássico, a função do sistema financeiro no processo de crescimento econômico. Para os novos-keynesianos, o investimento é a variável que condiciona a demanda efetiva, o nível do produto e a poupança. Esta última é proporcionada pelo aumento da renda (pela via do multiplicador). Esta elevação da renda pode ser estimulada por intermédio do financiamento do investimento (onde o desenvolvimento financeiro pode assumir papel relevante).

A análise novo-keynesiana adota o ponto de partida de uma economia com sistema bancário razoavelmente bem desenvolvido. Neste sistema, há um ambiente institucional no qual o processo de financiamento é apartado dos depósitos definidos ex-ante. Se isto ocorre, o limite financeiro da dinâmica de financiamento do investimento é dado pelo volume de crédito fornecido pelas instituições bancárias e pelas poupanças privadas, como afirmam os neoclássicos.

Para os novos-keynesianos, os agentes superavitários influenciam fortemente a taxa de juros de mercado. Quando eles aumentam sua preferência pela liquidez, eles sancionam, de modo articulado com o ambiente institucional e, não raro, com a própria política monetária, a taxa de juros a ser praticada nos mercados que compõem o mercado financeiro (de crédito, de derivativos de juros e monetário). Ao condicionar os juros, ao fim e ao cabo, acabam por também influenciar o nível de investimento. Todavia, há um outro aspecto a considerar neste processo: a consolidação financeira. O aumento da poupança associado à maior taxa de juros, reflete a tendência à aquisição de ações e de debêntures de longo prazo, o que propicia o restabelecimento das condições de liquidez e solvência por parte das empresas (STUDART, 1999).

A partir da década de 1970, os artigos de AKERLOF (1970), STIGLITZ e WEISS (1981), GREENWALD e STIGLITZ (1988), GREENWALD, STIGLITZ e WEISS (1984) e BLINDER e STIGLITZ (1983) analisaram as razões das ineficiências dos mercados financeiros. Consideraram que tais ineficiências decorriam de assimetrias nas distribuições de informações entre os agentes, por um lado, e, por outro, da ação dos intermediários financeiros diante dos fenômenos microeconômicos associados a estas assimetrias (risco moral, seleção adversa, sinalização etc.). Os autores mencionados levantaram a hipótese da existência de racionamento de crédito. Consideraram que, sob informação imperfeita, os

agentes otimizadores poderiam racionar crédito, o que contradiz a teoria neoclássica que pressupõe um processo de *clearing*⁵. Assim, as taxas de juros poderiam, sob informação imperfeita, não espelhar a produtividade marginal do capital, com o que teríamos um processo competitivo “falso”, ou seja, que não asseguraria a eficiência alocativa. Deste modo, os retornos privados da formação de poupança privada poderiam ser menores do que os retornos sociais da mesma (ALDRIGHI, 1994). Tal comportamento seria originado pelas diferenças existentes nos perfis de risco dos tomadores de crédito e pelos custos arcados pelos agentes superavitários quando decidem ofertar crédito. Com efeito, a ocorrência de excessos de demanda por crédito não seria algo incomum. Tal excesso estaria na raiz do aumento dos juros.

A assimetria de informações entre ofertantes e demandantes de crédito pode fazer com que o aumento das taxas de juros provoque um impacto negativo na maneira pela qual os demandantes de crédito se organizam. Os emprestadores possuem várias probabilidades de se tornarem insolventes. Os ofertantes não dispõem de informações completas sobre estes emprestadores, até porque o acesso à elas é difícil ou muito custoso. Assim, o aumento das taxas de juros ocasionado pelo excesso de demanda por crédito inibe os solicitantes de crédito menos propensos ao risco (que eventualmente podem possuir melhores projetos de investimento). Nesse sentido, aqueles solicitantes com maior probabilidade de insolvência permanecem demandando crédito, beneficiando-se de um fenômeno conhecido na literatura microeconômica: a seleção adversa (ARSHADI e KARELS, 1997).

A assimetria de informações pode causar também o problema do risco moral (*moral hazard*). Neste caso, há um incentivo provocado pela alta das taxas de juros dos empréstimos que estimula os solicitantes a elaborarem projetos mais arriscados. Estes tomadores de empréstimos ficam propensos a assumirem altos riscos, porque receberão um lucro alto, enquanto que, no caso dos seus projetos fracassarem, suas obrigações ficam limitadas pelos recursos disponíveis¹², bem como os custos da inadimplência também não se elevarem muito. Se os contratos fossem completos e o emprestador pudesse controlar o projeto do mutuário, não ocorreria o problema do risco moral.

Então, tem-se uma combinação de taxas de juros elevadas com riscos elevados dos projetos de investimento escolhidos, além de uma pior qualidade média dos demandantes de crédito. Com isso, os ofertantes de crédito têm de se acostumar com uma conjuntura de

⁵ Processo que faz com que a taxa de juros de um mercado em competição perfeita iguale oferta de crédito pelos agentes superavitários (fornecedores de crédito) à demanda por crédito pelos agentes deficitários (tomadores de crédito).

demanda excessiva por crédito. Dadas as assimetrias de informação e a incompletude dos contratos de empréstimo, a maximização da taxa de retorno esperada (deduzida das perdas por insolvência) pode requerer uma taxa de juros de empréstimo inferior àquela que o mercado financeiro deseja pagar⁶.

Para a teoria financeira novo-keynesiana, conceitos como risco, incerteza e informação imperfeita devem ser trabalhados para que se defina o papel dos intermediários financeiros no processo de crescimento econômico. Nesse sentido, as afirmações de ALDRIGHI (1994) são elucidativas:

“Primeiro, por prestarem diversos tipos de serviços a seus clientes (são seus credores, depositários de liquidez, gestores de investimentos financeiros e cobradores de dívidas de terceiros), os bancos têm acesso a informações que os colocam numa posição vantajosa para avaliar riscos de crédito, monitorar ao menos parte das transações dos devedores, e mediar as relações entre agentes com déficits e com superávits financeiros. Estas economias de escopo, implicando redução nos custos das transações creditícias e alocação mais eficiente da poupança confeririam aos bancos um importante papel na seleção dos projetos com maior expectativa de retorno e no seu monitoramento de modo que os recursos tomados pelos emprestadores fossem utilizados apropriadamente. Segundo, a consolidação e a transformação de riscos possibilitadas pela extensão e diversidade de sua clientela redundariam em maior segurança (menor risco de default) na poupança dos indivíduos direcionada a empréstimos. Assim, os ganhos de escala propiciados pela mobilização e concentração da poupança trariam efeitos benéficos para a acumulação de capital” (ALDRIGHI, 1994, p. 354).

Portanto, dentro da perspectiva da teoria financeira novo-keynesiana, fica clara a relevância dos intermediários financeiros no processo de acumulação de capital para o financiamento do desenvolvimento econômico.

Todavia, pelo fato de a teoria novo-keynesiana ter surgido após os artigos dos defensores da liberalização financeira, as investigações acerca das relações entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico não se desenvolveram ao longo dos anos 1980. Ou nas palavras de LUCAS (1988):

“In general, I believe that the importance of financial matters is very badly overstressed in popular and even much professional discussion and so I am not

⁶ As características mais comuns dos contratos de empréstimos prevêm que a responsabilidade do credor é limitada, no caso de insolvência, além de os seus pagamentos serem fixos e não depender da taxa de retorno do projeto (ALDRIGHI, 1994).

inclined to be apologetic for going to the other extreme. Yet insofar as the development of financial institutions is a limiting factor in development more generally conceived I will be falsifying the picture, and I have no clear idea as to how badly. But one cannot theorize about everything at once. I had better get on with what I do have to say". (LUCAS, 1988, p.6).

Conforme LEVINE (2004), a evolução dos estudos microeconômicos sobre imperfeições nos mercados financeiros possibilitou o uso de um instrumental novo capaz de explicar melhor a função dos intermediários financeiros e dos mercados de capitais na alocação dos recursos financeiros e na promoção do crescimento econômico. O autor também aponta que a teoria do crescimento endógeno forneceu um arrazoado útil para a defesa da tese de que o desenvolvimento financeiro possui influência positiva sobre o crescimento. Essa teoria, conforme PAGANO (1993, p. 615), explica que desenvolvimento dos sistemas financeiros impacta o crescimento por intermédio de duas vias: (i) a elevação do acúmulo de poupança; e (ii) o impulso na eficiência na alocação de capital financeiro.

2.2. Poupança e crescimento econômico

A primeira seção discute as relações entre a poupança e o crescimento econômico de longo prazo. A segunda aborda a teoria do ciclo de vida-renda permanente e tece comentários sobre a equivalência ricardiana.

2.2.1. Relações entre poupança e crescimento de longo prazo

A relação de longo prazo entre a taxa de poupança e as de crescimento do PIB real sempre intrigaram os teóricos do crescimento econômico. A fórmula de Harrod-Domar, definida nos anos 40, reforça a crença de que o aumento da taxa de poupança acelere a do crescimento do produto real. Ocorre que o próprio Harrod desenvolveu uma teoria alternativa que sugeria que o crescimento de longo prazo seria determinado pela taxa natural de crescimento. Assim sendo, o crescimento equilibrado seria o resultado de uma rara coordenação (no “fio da navalha”) entre a taxa de poupança, a relação capital/produto e a taxa natural. Este problema levantado por Harrod estimulou duas soluções diversas na década de 50: a desenvolvida por Kaldor (na qual Pasinetti se inspirou para seus aperfeiçoamentos) e outra formulada por Solow e enriquecida mais tarde por Samuelson e Modigliani.

Kaldor admitiu que a propensão média a poupar dos capitalistas fosse maior do que a dos trabalhadores, postulando que a distribuição de renda conduziria a taxa média de

poupança média ao equilíbrio de “fio da navalha”.

Solow supôs uma taxa de poupança constante s , uma taxa de crescimento constante g da força de trabalho e uma função parecida com uma Cobb-Douglas que descreveria uma economia com dois insumos: trabalho e capital. Concluiu que a taxa de crescimento do produto convergiria para g . Este resultado acabava por prever a estagnação da produtividade média do trabalho a longo prazo, pois não existia o fator progresso tecnológico na função de produção de Solow. Tal ausência foi compensada depois com a adoção da hipótese auxiliar de ocorrência de inovações Harrod-neutras⁷. Com isto, a taxa de crescimento do produto real convergiria para $g+m$ (crescimento mais progresso tecnológico), a taxa de Harrod.

Quase duas décadas foram necessárias para resolver uma questão da teoria econômica suscitada pelo modelo de Solow: a de que a taxa de crescimento do produto no longo prazo independeria da taxa de poupança (que era exógena). A chamada controvérsia Cambridge-Cambridge tentou em vão verificar se a relação capital/produto se ajustaria a taxa de poupança de modo a se ter $s/v = g$, tal como preconizava o modelo de Solow, ou ocorreria o inverso. Tal questão não era tão importante quanto previam os participantes da controvérsia. O resultado apontou para duas conclusões infrutíferas que eram exatamente os pontos de concórdia destes participantes: no longo prazo, a taxa de crescimento do produto real independe da taxa de poupança e que o produto por trabalhador ativo converge para a estagnação. As colocações de SIMONSEN (1991) são elucidativas para sumarizar a importância da poupança para ao crescimento econômico:

“A controvérsia Cambridge-Cambridge, com os modelos de Solow, Kaldor-Pasinetti e a síntese de Samuelson e Modigliani, também pouco adicionou de prático a teoria do crescimento econômico. O fulcro da discussão era saber se a relação capital/produto era quem se adaptava à taxa de poupança, como no modelo de Solow, ou se a taxa de poupança era quem se ajustava à relação capital/produto, como no de Kaldor-Pasinetti. E, acessoriamente, discutir se a taxa de lucro convergiria ou não para a relação g/s_c entre a taxa de crescimento da força de trabalho e a taxa de poupança dos capitalistas. A mediação de Samuelson e Modigliani serviu apenas para mostrar que era possível a adaptação lado a lado. Mas, em qualquer dos modelos, a conclusão era uma versão dignificada pela produtividade do capital do modelo ricardiano de estado estacionário: a taxa de crescimento do produto por trabalhador convergia para zero, qualquer que fosse a taxa de poupança. Diga-se, de passagem, essa conclusão era ratificada por modelos de equilíbrio dinâmico numa economia com vários setores, como o de Von Neumann e suas variantes. O mérito dos modelos em questão era revelar que, na ausência de progresso tecnológico, o produto per capita não poderia crescer

⁷ Supondo progresso tecnológico, o crescimento da oferta de unidades de trabalho se daria a uma taxa $g+m$ e esta taxa excederia a taxa de crescimento do número de trabalhadores.

geometricamente. Obviamente, nas décadas de 50 e 60 nenhum economista de peso era capaz de ignorar o potencial do progresso tecnológico. A maneira mais simples de descrevê-lo era admitir que a função de produção mudasse no tempo, o que abria espaço para o crescimento geométrico sustentado da produtividade do trabalho. O problema é que, nesses modelos, o progresso tecnológico caía do céu. Mais ainda, a taxa de crescimento a longo prazo da economia dependia essencialmente da taxa de progresso tecnológico, pouco ou nenhum papel se reservando a taxa de poupança.” (SIMONSEN, 1991 , p. 37).

O modelo de Solow não explicava casos notórios de crescimento acelerado e por isso suas conclusões intrigavam o mundo acadêmico. Alguns dos países que cresceram mais rapidamente na segunda metade do século XX, como Japão, Coréia do Sul, China e Alemanha, registraram altas taxas de poupança, de modo que alguns economistas eram céticos em relação o modelo de Solow e preferiam ficar com a fórmula de Harrod-Domar.

$$n_y = \frac{1}{Y} \frac{dY}{dt} = \frac{s}{v} \quad (1)$$

Onde s é a taxa de investimento, v a relação capital/produto. Nessa versão, a fórmula não passava de uma tautologia, baseada na definição de relação incremental capital/produto,

$$\frac{dY}{dt} = \frac{1}{v} \frac{dK}{dt} \quad (2)$$

e também no conceito de taxa de investimento:

$$\frac{dK}{dt} = sY \quad (3)$$

Pelas fórmulas acima, a aceleração do crescimento econômico dependeria de duas orientações de política de desenvolvimento: i) medidas que estimulassem a taxa de investimento líquido s pelo aumento da poupança interna e pelo reforço da poupança externa; e ii) medidas que reduzissem a relação capital/ produto v pela melhoria da alocação de recursos. Alguns modelos desenvolvidos nas décadas de 90 e 2000 estão reabilitando a teoria do crescimento de Solow. Estes modelos defendem investimentos em recursos materiais ou humanos para conseguir o progresso tecnológico.

As taxas de investimento dos países estão intrinsecamente relacionadas com as estimativas de crescimento econômico dos mesmos. Esta relação não foi reconhecida pela

controvérsia Cambridge-Cambridge por que os seus modelos recorrem ao pressuposto irrealista de que a taxa de progresso tecnológico é exógena. LUCAS (1988) corrigiu este problema introduzindo o capital humano na função de produção. Para Lucas, quanto menores forem as taxas de desconto das utilidades do consumo futuro, maiores serão as taxas de poupança, os investimentos em capital humano e as taxas de crescimento a longo prazo são o resultado conjunto de menores taxas de desconto das utilidades do consumo futuro.

2.2.2 Teoria de consumo e poupança do ciclo de vida/renda permanente e teorema da equivalência ricardiana

Em 1936, com a publicação da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes tratou o fenómeno do consumo como uma questão central. Argumentou que se as flutuações da demanda (efetiva e agregada) de uma economia desempenham papéis centrais para o funcionamento adequado de uma economia, os consumidores devem ser considerados elementos de grande importância. A análise keynesiana pôs a despesa pública a cargo exclusivamente do governo e o investimento sob a responsabilidade dos empresários, mas não foi tão fácil teorizar sobre os determinantes do consumo das famílias.

KEYNES (1936) afirmou que as famílias consumiam uma fração de sua renda e guardavam o resto, comportamento que levava as famílias ricas a pouparem bem mais do que as pobres e de classe média. O multiplicador keynesiano (a proporção de aumento na demanda agregada resultante do maior gasto do governo) era determinado pela proporção dos gastos familiares com bens e serviços de consumo. O multiplicador cria empregos e renda que são alavancados pelo consumo daqueles que receberam emprego e renda adicionais, processo que gera influência crescente sobre a atividade econômica em geral. Para os keynesianos, o efeito multiplicador está por trás da maneira cíclica pela qual a economia se move ao longo do tempo. Assim sendo, é necessário examinar o consumo de forma cuidadosa e Keynes fez três previsões empíricas, nesse sentido: (i) as famílias ricas poupam mais do que as de classe média e, estas, poupam mais do que as pobres; (ii) ao longo do tempo, à medida em que a economia cresce, o montante de gastos dos indivíduos sobe menos do que a elevação da renda (dado que as famílias ficam mais ricas e, portanto, gastam menores frações da renda que ganham); e (iii) pelo fato de o consumo agregado tender a cair com o aumento da renda, as economias mais ricas tendem a perderem dinamismo, pois o multiplicador decresce com a queda do consumo, o que provoca a estagnação.

Ocorre que as previsões teóricas de Keynes não foram confirmadas pelos fatos. As séries de longo prazo das razões entre consumo familiar e renda mostraram-se estáveis em

vários países e não baixaram com o crescimento da renda. Não ocorreu diminuição significativa nestas séries, embora tenham havido flutuações em períodos curtos de tempo.

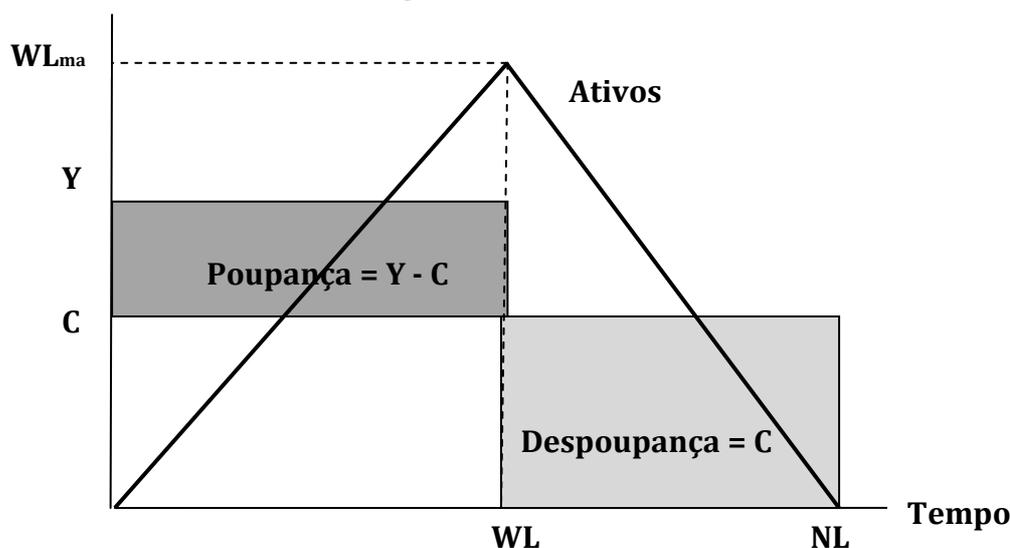
Após a II Guerra Mundial, os economistas previram uma estagnação que também não ocorreu, pois as economias cresceram. Com isso, duas possíveis hipóteses para resolver esse quebra-cabeças foram levantadas. Ambas admitiam os indivíduos racionais não consomem de modo impensado a renda atual. Ao contrário, eles observam o futuro e consideram quando devem poupar. MODIGLIANI (1954), sugeriu que tal fenômeno estaria associado à evolução das etapas da vida. Assim, quando as pessoas são economicamente ativas, elas poupam para a velhice e, quando a velhice chega, elas usam a poupança que acumularam. Com isso, elas se esforçam por manter constante o seu nível de consumo, reduzindo-o à medida em que o tempo passa. Esta hipótese ficou conhecida como hipótese do ciclo de vida. Com efeito, a teoria do ciclo de vida supõe que o indivíduo utilize parte de sua renda presente para o consumo em cada período de sua vida. Parte desta renda consumida ou poupada irá depender dos gastos e preferências de cada indivíduo. A teoria do ciclo de vida é baseada em um comportamento maximizador, implicando também em diferentes propensões marginais a consumir da renda permanente, renda transitória e riqueza. A hipótese inicial e mais importante é a de que grande parte das pessoas escolhe estilo de vida estável (consomem aproximadamente o mesmo nível em cada período).

Três anos depois, FRIEDMAN (1957) propôs uma hipótese semelhante de que as pessoas reduzem o consumo ao longo do tempo, levando-o a um nível próximo de sua “renda permanente”, que é a expectativa de ganhos futuros baseada principalmente na riqueza atual. Desse modo, a teoria da renda permanente mantinha o foco na previsão de um consumidor sobre seu nível de renda durante sua vida.

Na teoria da renda permanente⁸ temos que as pessoas preferem um fluxo de consumo suave em vez de ter abundância hoje e escassez amanhã. Na figura1, apresentamos a renda, consumo e a poupança no modelo do ciclo de vida. As variáveis são identificadas da seguinte forma: YL – renda anual trabalhando, C - consumo anual, WL – anos de trabalho, N – anos de vida e R – riqueza. Modernamente, contudo, pelo fato de haver muito mais semelhanças do que diferenças entre elas, as duas teorias passaram a ser consideradas como uma só.

⁸ A renda permanente é a taxa de gasto de equilíbrio que uma pessoa poderia manter pelo restante de sua vida, dados o nível presente de riqueza e a renda auferida agora e no futuro.

Figura 1 – Modelo de ciclo de vida



Fonte: Dornbuch; Fischer e Startz (2009, p.302).

Em relação à poupança, a hipótese do ciclo de vida nos diz que as pessoas poupam principalmente para financiar alguma forma de aposentadoria, ou seja, uma poupança de precaução ou de reserva em decorrência de incertezas futuras. Em alguns estudos empíricos, tal como o de CARROLL (1997), há uma versão do modelo de ciclo de vida em que a incerteza sobre a renda futura e as necessidades futuras são incluídas explicitamente.

Os avanços mais recentes nas teorias do consumo e poupança sugerem que os indivíduos tendem a usar “regras práticas” e outras formas de comportamento “não completamente racional” ao tomarem decisões de quanto consumir e poupar.

O teorema da equivalência ricardiana é também conhecido como teorema de equivalência de Ricardo-Barro e foi desenvolvido em 1974 por Robert Barro a partir das ideias de David Ricardo, anteriormente consideradas de validade duvidosa. O teorema defende que a tributação e a questão da dívida pública como meios de financiar o gasto corrente do governo são equivalentes em seus efeitos para economia. O teorema diz que os cidadãos percebem que o financiamento dos gastos governamentais envolvem tanto a decisão de tributar hoje quanto a de tributar amanhã (para atender ao serviço da dívida e/ou para amortizá-la) com ambas possuindo o mesmo valor presente. O argumento central do teorema depende de vários pressupostos, entre os quais os mais importantes são o planejamento dos agentes em horizontes infinitos de tempo, a noção de o ônus da tributação futura gerada pela questão da dívida e de que todos os tributos são do tipo, não distorcivos, ou *lump-sum* (BUCHANAN, ROWLEY e TOLLISON, 1987).

Portanto, pôde ser visto neste capítulo teorias a respeito do crescimento econômico e do desenvolvimento financeiro na sua relação com crescimento. Cabendo também destacar a importância do alargamento e do aprofundamento financeiro para o desenvolvimento financeiro do país. Sendo que as principais visões a respeito do tema são dos neoclássicos e dos novos keynesianos. Os neoclássicos a partir do final dos anos 60 passaram a investigar a relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento, ou seja, a poupança estimularia o investimento e que por sua vez estimularia o crescimento. No entanto, para os novo-keynesianos o investimento é a variável que condiciona a demanda efetiva, o nível do produto e a poupança.

No que se refere a relação poupança e crescimento no longo prazo, foi visto neste capítulo o conflito entre alguns teóricos. No qual alguns chegaram a resultados em que a poupança desempenharia um papel de pouca importância ou de nenhuma na relação com crescimento de longo prazo. Mas outros, tal como Simonsen, afirmaram a importância da poupança para o crescimento. Sendo assim, no próximo capítulo é realizado uma análise histórica referente as políticas econômicas e do desenvolvimento financeiro para o período de 1960 a 2010. No qual cabe destacar o comportamento das variáveis de poupança e de aprofundamento financeiro na relação com crescimento.

3. ANÁLISE HISTÓRICA DA POLÍTICA ECONÔMICA E DO DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO NO BRASIL: 1960-2010

Neste capítulo são apresentadas as razões históricas relacionadas às políticas econômicas e ao desenvolvimento financeiro, tendo como referência o período de 1960 a 2010. As informações encontradas no decorrer do capítulo embasam os resultados apresentados no capítulo anterior.

Da primeira até a quinta seção, é feita uma análise década a década das políticas econômicas (fiscal, monetária, financeira e cambial, principalmente) de todos os governos do período. A separação é por décadas (subdivididas em seções menores que analisam cada gestão presidencial na década em questão). A análise das políticas e planos econômicos tem por objetivo detalhar os efeitos das mudanças institucionais e conjunturais das mesmas no processo de formação das poupanças privada, pública e externa (dentro de uma perspectiva de três hiatos).

3.1. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 60

3.1.1. Antecedentes históricos: crises política e econômica

Esta subseção se divide em duas partes: a primeira analisa a crise política e a segunda, comenta a crise econômica.

3.1.1.1. A crise política

Em meados de 1964, o Brasil atravessou uma crise de cunho político, social e econômico. Esse período de tensão iniciou-se após a renúncia do presidente Jânio Quadros, em 1961. As semanas seguintes à renúncia de Jânio foram bastante tensas. João Goulart, vice-presidente eleito do país, não era aceito pelos militares e pelos conservadores. Seu perfil ideológico e suas posições políticas, próximas do ideário socialista foram rechaçadas por estes dois segmentos sociais que não queriam a sua posse e chegaram a tramar para que a mesma não ocorresse.

Todavia, um segmento representativo da nação defendia a posse de Goulart e o próprio exército ficou dividido entre a efetivação de um golpe militar e o cumprimento da legalidade. Uma vez que houve uma real tensão e a ameaça de uma guerra entre os partidários

de Jango e seus opositores, os políticos optaram por uma solução conciliadora que culminou na Emenda à Constituição que instituiu o parlamentarismo no Brasil. O novo governo parlamentar foi comandado por Tancredo Neves, o novo primeiro-ministro e chefe de governo. Como Jango e seus partidários não se conformaram com tal medida, o país vivenciou uma situação insólita: o chefe de estado e presidente do país continuou a lutar pelo restabelecimento do presidencialismo, o que lhe devolveria o status de chefe de governo e o poder perdido para Tancredo. Com tal situação, o parlamentarismo foi continuamente minado por Jango e por seus partidários, o que lançou o país em uma situação de ingovernabilidade. Três gabinetes, durante o curto prazo de 3 anos, tentaram, sem sucesso, estabilizar o sistema parlamentarista. Estes três gabinetes foram comandados por Tancredo Neves, Brochado da Rocha e Hermes Lima. Dada a situação de ingovernabilidade e de constante tensão política, um plebiscito foi marcado para o dia 6 de janeiro de 1963 para que o povo escolhesse entre o parlamentarismo e presidencialismo foi marcado para o dia 6 de janeiro de 1963. A classe trabalhadora apoiava Jango e um ciclo de várias greves foi iniciado para que o povo votasse no presidencialismo e que o presidente pudesse voltar a recuperar seus poderes. Jango saiu vitorioso do plebiscito e o país voltou a se tornar presidencialista. A experiência parlamentarista estava sepultada no Brasil e teve início uma época de forte ebulição política, que culminaria no golpe militar de 1964,

Como seus poderes recuperados, Goulart decidiu implementar uma série de reformas sociais, políticas e econômicas no país. O Brasil atravessava um período de inflação galopante, que já alcançava o patamar de 60% ao ano. Quando Jango tentou, de forma quase simultânea, mexer nas relações trabalhistas, estabelecer uma reforma agrária, aperfeiçoar a legislação bancária, taxar lucros das multinacionais e promover uma reforma tributária, os conservadores perceberam tais reformas como uma espécie de revolução socialista.

Polarizaram-se as forças de esquerda e de direita e, ambas, passaram a pressionar Goulart. Os industriais em associação com os militares passaram a desconfiar das intenções de Jango e começaram a conspirar. Em pouco tempo, tais conspirações ganharam o apoio dos grandes proprietários de terra, que temiam uma desapropriação em massa e já reclamavam das ações das Ligas Camponesas. Em campo oposto, as centrais de trabalhadores e as organizações camponesas apoiavam as reformas de Goulart. O antagonismo cresceu entre os blocos conservador e reformista e ameaça de uma guerra civil passou a se tornar cada vez mais presente.

Os governadores Leonel Brizola, no Rio Grande do Sul, e Miguel Arraes, em

Pernambuco, apoiaram Goulart e defendiam abertamente uma revolução socialista. De outra parte, Adhemar de Barros, em São Paulo; Virgílio Távora, no Ceará, e a maioria dos outros governadores engrossavam as forças conservadoras. A situação tornou-se verdadeiramente crítica, aos olhos dos militares, quando o próprio exército passou a ficar dividido e quando Goulart incentivou a insubordinação nas Forças Armadas, pois a baixa oficialidade (sobretudo os sargentos) passaram a apoiá-lo, mas os oficiais de alta patente temeram a quebra da hierarquia, princípio basilar para as forças armadas.

Em 13 de março de 1964, o governo Goulart organizou um grande comício a ser realizado na Central do Brasil, Rio de Janeiro, ocasião em que seriam anunciadas as polêmicas reformas prometidas. Cerca de 250.000 pessoas se aglomeraram para assistir ao comício, protegidas por tanques de guerra, pois se temia a ocorrência de atentados. Jango estava entre a cruz e a espada: se fizesse as reformas pretendidas pela esquerda provocaria a revolta da direita; se não fizesse seriam os esquerdistas que incendiariam o país. Optou por atender os esquerdistas. Decretos instituindo uma reforma agrária, nacionalização de empresas do setor petrolífero, leis sobre remessas de lucros, regulamentação dos aluguéis etc. convenceram os conservadores de que o país caminhava mesmo, e a passos largos, para o socialismo.

Esquerda e direita se mobilizavam para a luta que parecia inevitável. A esquerda mobilizando as massas, com grandes comícios, e a direita com apoio dos militares e da classe empresarial. Em São Paulo a Igreja Católica mobilizou uma grande quantidade de pessoas para a Marcha da Família com Deus pela Liberdade, em apoio às forças de direita. Em 30 de março Jango fez seu último discurso. A 31 de março tropas paulistas e mineiras se deslocaram em direção ao Rio de Janeiro. Começara a Revolução que iria depor Jango e iniciar a mais longa ditadura militar que o país já conheceu.

A partir de 1964, com o golpe militar, as características do governo passaram de um sistema popular-democrático capitaneado por Goulart a um sistema autocrático comandado pela elite das forças armadas, com elevado grau de militarização dentro dos principais gabinetes do poder executivo.

3.1.1.2 A crise econômica

De acordo com BRUM (1991, p.151): “A centralização do poder, resultante da intervenção armada, torna-se o instrumento político necessário ao processo de concentração econômica”. Antes de 1965, o órgão responsável pela política monetária era a SUMOC

(Superintendência da Moeda e do Crédito), que atuava com atribuições institucionais semelhantes às de uma autoridade monetária. No entanto, a SUMOC era um departamento do Banco do Brasil.

O país vinha de um período de crescimento e de profundas mudanças estruturais em sua economia. Mas, desde a renúncia de Jânio Quadros, ocorreu uma reversão nas expectativas das empresas e das famílias brasileiras. Tal reversão se originou dos maus resultados dos indicadores econômicos. Houve aumento expressivo nos preços e as taxas de crescimento, que outrora eram animadoras, passaram a ser declinantes.

Os governos militares buscaram conter a pressão inflacionária, mas evitando que este processo de desinflação ocasionasse queda expressiva da taxa de crescimento. O sistema financeiro funcionou como o principal agente de expansão dos meios de pagamentos, estando sempre ligado, de forma direta, à política monetária. No decorrer dos governos militares é possível perceber a ligação entre as escolas monetarista e da síntese keynesiana. Sendo que no período inicial a equipe do governo Castelo Branco atuou com o controle da base monetária como instrumento principal, mas gradativamente foi intensificando o uso da taxa de juros de referência e do controle dos empréstimos bancários como instrumentos mais importantes.

3.1.2. O PAEG e o governo reformador de Castelo Branco

Em 1964 assumiu a presidência o General Castelo Branco que se incumbiu da tarefa de organizar economicamente um país que vinha com um histórico de altas taxas de inflação e também um sistema financeiro inoperante. Castello fazia parte de um grupo de linha moderada, no qual estavam militares que defendiam: (i) a livre iniciativa; (ii) a existência de um governo forte; (iii) a política anticomunista; (iv) a preferência por soluções técnicas e a criação de uma tecnocracia; (v) a manutenção da fidelidade democrática. O ministério no governo de Castelo Branco foi organizado em parte por indicações do Gen. Costa e Silva (logo após o golpe) e também pelo próprio Marechal Castelo Branco (semana seguinte ao golpe). Desta forma, o ministério ficou constituído em parte por conservadores e em parte por democratas. O Ministério da Fazenda foi destinado ao professor Octávio Gouveia de Bulhões (economista com perfil monetarista), que logo no início de sua gestão, emitiu pistas de que o país necessitava reorganizar toda sua estrutura financeira. Para o ministério do Planejamento e Coordenação Econômica o nome indicado foi Roberto de Oliveira Campos, economista que havia sido diretor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) no final da década de 50 (SKIDMORE, 1988).

A fase de 1964-1967 foi caracterizada como um período de ajustes econômicos importantes, tanto na conjuntura quanto na estrutura econômica. Os objetivos centrais eram a luta contra o processo inflacionário, a correção do desequilíbrio externo e a alteração do quadro de estagnação econômica que se verificava no início desse período (GIAMBIAGI e VILLELA, 2005).

Em 1964 Campos e Bulhões apresentaram, em uma publicação de 240 páginas, o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG). Nele, a dupla apresentou um diagnóstico da economia brasileira, no qual se podia observar que o cenário de inflação acelerada era considerado como sendo o principal fator impeditivo da retomada do desenvolvimento econômico. Os autores do programa afirmavam que a principal causa da inflação era o excesso de demanda, que por sua vez ocorria como reflexo do elevado déficit do setor público, do excesso de oferta de crédito para o setor privado e dos aumentos de salários acima da produtividade do período (SKIDMORE, 1988). Campos e Bulhões atribuíram a causa da inflação à inconsistência na política distributiva, dado que a expansão monetária foi vista por eles como um mecanismo de propagação da mesma (RESENDE, 1990).

“A inflação brasileira era diagnosticada como resultado da inconsistência da política distributiva, concentrada em dois pontos principais: (i) no dispêndio governamental superior à retirada do poder de compra do setor privado, sob a forma de impostos ou de empréstimos públicos; (ii) na incompatibilidade entre a propensão a consumir, decorrente da política salarial, e propensão a investir associada a política de expansão de crédito as empresas”. (RESENDE, 1990, p. 215)

Uma característica significativa do PAEG, dentro do enfoque da política monetária e creditícia, foi o grande esforço no sentido de prover crédito ao setor privado. Muitos analistas de política econômica acreditavam que o setor privado não estava sendo abastecido por um volume de crédito capaz de fazê-lo funcionar de forma mais eficiente. Segundo tais analistas, o aumento de crédito ao setor privado deveria ocorrer nas mesmas proporções do crescimento do PIB. No entanto, esse critério não foi levado em conta no momento em que Campos e Bulhões formularam suas políticas monetária e creditícia. Eles optaram por restringir também o fornecimento de crédito. Conforme PELÁEZ e SUZIGAN (1978, p. 277): “os técnicos decidiram manter o crédito ao setor privado em proporção estrita ao crescimento do estoque de moeda, que se converteu em *proxy* (indicadora) para a renda monetária”.

Para SANTOS (2000), mesmo com o PAEG apontando a expansão da moeda como causa da inflação, verificou-se que no governo Castelo Branco não houve o cumprimento das

metas propostas pelo FMI no que tange à expansão e à redução das taxas de inflação. Mas este fato não fez com que o governo reduzisse a base monetária. Em 1966, ele obteve a menor taxa de expansão da base monetária do decênio, ou seja, modestos 16,8%.

De acordo com SKIDMORE (1988), os responsáveis pela política econômica concluíram que a ampliação da base monetária era a gênese do processo inflacionário, que ocasionava outras distorções na economia brasileira, dentre elas: oscilações imprevistas nas taxas de salários reais, desorganização do mercado de crédito, anomalias no mercado cambial e incentivos perversos para o uso de capital na especulação com moeda estrangeira. Segundo este autor, o FMI indicou para o caso brasileiro, uma terapia de choque que consistia em congelar todos os preços e salários. No entanto, Campos e Bulhões possuíam um enfoque “gradualista” (que décadas após se provou superior à estratégia de choque, fato este amplamente reconhecido na literatura dos anos 1990 sobre política econômica). O objetivo de ambos era inibir gradualmente o crescimento dos meios de pagamento através da diminuição do déficit público, da contração do crédito privado e da estabilização dos índices salariais (política que foi denominada de “arrocho salarial” pelos críticos do PAEG). Todavia, para Giambiagi (2005), a opção pelo gradualismo foi justificada pela necessidade do estabelecimento de uma “inflação corretiva”, que evitou os efeitos mais perversos da política de estabilização sobre a atividade econômica. “O gradualismo implicava na necessidade de medidas antinflacionárias de caráter monetário, fiscal e salarial” (PELÁEZ E SUZIGAN, 1978, p.276). No PAEG a meta de expansão monetária foi estimada em 70%, 30% e 15% para os anos de 64, 65 e 66, respectivamente (RESENDE, 1990).

O aumento no estoque de moeda em 1964 afetou o comportamento do público e dos bancos comerciais. A expansão da base monetária resultou na elevação dos depósitos e dos empréstimos concedidos pelos bancos comerciais. O estoque de moeda também subiu. Graças a estes aumentos de papel moeda em circulação, os bancos expandiram o crédito. (PELÁEZ e SUZIGAN, 1978)

Dentre alguns fatores que justificam a política de gradualismo, podemos destacar:

- A inflação corretiva proporcionou mais tempo para que o governo encontrasse novas fontes de receita que auxiliassem a equilibrar o orçamento.
- A inflação causava distorções na alocação de recursos por meio do sistema de preços. Algumas atividades simplesmente não existiriam em uma conjuntura de crescimento com estabilidade nos preços. Estas atividades sobreviviam e lucravam com a inflação elevada, apesar de apresentarem baixa produtividade.

- Um tratamento de choque necessitava de um congelamento nos salários, o que de certa forma era considerado socialmente injusto e de custo sócio-político muito elevado.
- A intenção de inflação corretiva inicialmente justifica-se pelo congelamento de preços e tarifas durante o processo inflacionário. Este congelamento causou distorções e subinvestimento em alguns setores básicos da economia. Com isso, na fase inicial da estratégia de gradualismo, o governo efetuou reajustes acima dos valores congelados com a intenção de reequilibrar os preços relativos (PELÁEZ e SUZIGAN, 1978).

“A taxa de crescimento dos meios de pagamento que fora de 64% em 1963 e atingira 86% em 1964 foi para 30% em 1965 e 15% em 1966. Supondo uma velocidade constante de circulação do dinheiro, isto reduziria a taxa de inflação anual de 100% no início de 1964 para 25% em 1965 e 10% em 1966”. (SKIDMORE, p.70)

Segundo CAMPOS e SIMONSEN (1979), no que concerne ao modelo de desenvolvimento adotado, sua base de sustentação foi o binômio poupança-mercado. Nesse sentido, as altas taxas de inflação seriam um requisito importante para a sustentação de um crescimento rápido e duradouro. Outro requisito que mantém o interesse em novos investimentos e o aumento da produção é um mercado ativo e em expansão. No entanto, parte do aumento da capacidade potencial de poupança era eliminada devido à facilidade com que se concedia crédito ao consumidor.

A política monetária neste período foi conduzida pelo princípio de que o setor privado não deveria ser afetado por uma crise de liquidez. Sendo assim, os meios de pagamento tiveram suas taxas de expansão superiores aos níveis que seriam aceitáveis pela aplicação estrita da teoria quantitativa da moeda, isto é, houve uma superposição das taxas de inflação e do aumento do produto real. A expansão dos empréstimos bancários ao setor privado ocorreu de forma mais rápida, tornando-se assim o principal componente autônomo da expansão dos meios de pagamentos (CAMPOS e SIMONSEN, 1979).

Procurou-se combater a inflação, mas ao mesmo tempo cuidando que esta estabilização não prejudicasse o nível de atividade produtiva. Um dos pontos que limitava o crescimento da economia era a restrição de divisas. Ela afetava negativamente as contas do balanço de pagamentos. O PAEG incentivou as exportações. Com o superávit nas transações correntes registrado em 1965 as reservas internacionais aumentaram, mas a política monetária

não conseguiu administrar bem este influxo de moeda gerada pelo superávit externo. Não houve uma esterilização adequada do aumento na oferta de moeda representado por esse ingresso de divisas. Conforme RESENDE (1990), “este fato deve-se a ação do Banco do Brasil, pois os empréstimos totais do setor privado em termos reais caíram, enquanto os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado em termos reais expandiram-se”. Ainda segundo este autor, devido ao descontrole monetário em 1965, o governo iniciou sua primeira e verdadeira experiência para com a ortodoxia monetarista em 1966.

Na opinião de SKIDMORE (1988), outro instrumento importante da política de estabilização de Bulhões e Campos foi o controle de crédito ao setor privado. O objetivo era persuadir os empresários a investir, proporcionando créditos para empreendimentos que garantissem taxas de retorno mais elevada.

Conforme PELÁEZ e SUZIGAN (1978), novamente o insucesso do PAEG ocorreu no campo da política monetária. O crédito ao setor privado, para estes autores, foi uma “variável induzida” com o foco de evitar uma crise de liquidez com resultados negativos no nível de atividade industrial. Um dos pontos básicos do PAEG era a tentativa de estabilizar as relações entre moeda em poder do público/ estoque de moeda e encaixes dos bancos/ depósitos. No período pós-64, o empresariado brasileiro sentiu-se ameaçado pelas empresas estrangeiras e queriam que o governo o protegesse contra o capital estrangeiro. Para as empresas brasileiras, este era um objetivo mais importante do que a questão de estabilidade monetária (SANTOS, 2000).

Para SKIDMORE (1988), a política fiscal do governo Castelo Branco agiu no sentido de reformular a regulamentação tributária (com maiores penas aos infratores). Os impostos e contribuições para previdência social em atraso ficaram sujeitos à correção monetária, mecanismo que reajustava o valor do débito fiscal pela inflação do período em atraso (isso evitava que os contribuintes atrasassem seus pagamentos). Em julho de 1964 foi determinado, pela lei 4.357, a correção obrigatória de todos os ativos fixos, impostos em atraso e outros que passaram a ser reajustados mensalmente por uma média móvel do índice de preços por atacado. Gradativamente a indexação foi se tornando instrumento indispensável da política pós-64.

A política salarial do PAEG estava preocupada com três ações: (i) continuar com a participação dos assalariados no produto nacional; (ii) evitar aumentos descontrolados nos reajustes salariais; (iii) corrigir distorções salariais no setor público. A principal meta do governo, segundo SKIDMORE (1988), era impedir que os salários aumentassem mais

rapidamente do que a redução da taxa de inflação. Inicialmente o foco recaiu sobre a reorganização dos salários do setor público, sendo criada uma nova forma de cálculo dos futuros aumentos salariais para o funcionalismo.

Quanto aos salários reais do setor privado, o governo optou pela manutenção da lei de 1963, que os deixava livres para que os trabalhadores negociassem com os patrões, sendo a última palavra, no caso de disputas judiciais, dada pelas autoridades trabalhistas. Entretanto, o que se pode observar foram aumentos salariais superiores aos níveis considerados como toleráveis pelo PAEG. Em 1965 uma nova lei concedeu ao governo a autoridade para fixar salários (SKIDMORE, 1988).

3.1.3. A retomada do crescimento: governo de Costa e Silva

Com a posse do Gen. Costa e Silva em 1967, o Ministério do Planejamento passou a ser chefiado por Hélio Beltrão e o Ministério da Fazenda por Antonio Delfim Netto, tendo este último permanecendo no cargo até 1973. A nova equipe assumiu seus postos durante um processo de estabilização gerado no governo anterior. Nessa nova composição ministerial começou a surgir uma posição mais nacionalista.

Inicialmente o governo Costa e Silva assumiu a tarefa de estimular a economia brasileira que apresentava crescimento abaixo da média histórica, como decorrência das políticas desinflacionárias do governo anterior. A gestão anterior de Castello Branco era criticada tanto pela esquerda quanto pelos representantes do comércio e da indústria por ter adotado políticas ortodoxas preconizadas pelo FMI (SKIDMORE, 1988).

Em entrevista a “TV Câmara” concedida em 2005, Delfim Netto afirmou que as mudanças posteriores ao governo Castelo Branco só foram possíveis graças a uma verdadeira revolução ocorrida na estrutura econômica brasileira e que foi empreendida no governo do próprio Castelo Branco. A política chefiada por Delfim Netto promoveu a redução das taxas reais de juros, a ampliação do crédito e a ampliação dos prazos de recolhimento dos impostos para elevar o nível de capital de giro das empresas. Em 1967, o crédito bancário ao setor privado atingiu um aumento de aproximadamente 57%, a economia cresceu 4,8% e a inflação ficou em torno de 25%.

Na visão de SKIDMORE (1989), o governo de Costa e Silva recebeu como herança positiva o resultado da política econômica anterior: inflação reduzida, melhora considerável na balança de pagamentos, redução do déficit público (tanto pelo corte nos custos como no aumento da arrecadação) e maior ingresso de capital externo que foi favorecido pela

renegociação da dívida externa de curto prazo (o que ajudou a estimular a balança de pagamentos). Temia-se que com o nacionalismo do governo COSTA e SILVA, o país pudesse voltar a apresentar altas taxas de inflação. No entanto a política econômica estava nas mãos de tecnocratas que ideologicamente pensavam de modo semelhante aos membros da equipe anterior (Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões). Devido à capacidade ociosa existente, era possível para a economia brasileira aumentar sua produção industrial sem pressionar os preços, mas a equipe econômica do governo anterior havia firmado a opinião de que a única alternativa para o Brasil era o de continuar com o remédio ortodoxo das políticas fiscal e monetária.

O ano de 1967 marca uma inflexão na política monetária, que se tornou expansiva após um período relativamente longo de política contracionista. O efeito da expansão sobre a inflação passou a ser gerido por meio do controle de preços (GIAMBIAGI e VILLELA, 2005). Neste mesmo ano, segundo PELÁEZ e SUZIGAN (1978), o Banco Central continuou a utilizar a política de redesconto de liquidez como um instrumento de controle monetário. Três foram os objetivos básicos dessa política: (i) eliminar os desequilíbrios nas reservas bancárias, (ii) regular a liquidez geral e (iii) escolher a direção e o montante dos fluxos creditícios. O crescimento monetário em 1968 teve como fator elementos decisivos: a redução entre a relação moeda em poder público/estoque de moeda e a relação encaixe dos bancos/depósitos, financiamento do déficit pelas autoridades monetárias, empréstimo ao setor privado e programa de preços mínimos.

Em 1968 foi lançado o Plano Estratégico de Desenvolvimento – PED, cujas prioridades foram:

- Estabilização gradual dos preços;
- Fortalecimento da empresa privada;
- Consolidação da infraestrutura;
- Ampliação do mercado interno (sobretudo da produção de bens duráveis).

A nova equipe assumiu a hipótese de que o processo inflacionário era motivado pelo excesso de demanda (LAGO, 1990). No entanto, Delfim Neto e sua equipe, após estudarem a inflação ocorrida nos períodos anteriores, chegaram à conclusão de que não se trataria de uma inflação de demanda, mas de custo. Sendo assim, o planejamento econômico passou a adotar políticas monetárias e creditícias expansionistas para ampliar o volume de crédito concedido.

Por outro lado, havia a preocupação de evitar uma nova pressão inflacionária decorrente desta mudança de política.

Segundo LAGO (1990), o governo teve como objetivo estabilizar o nível de preços ao mesmo tempo em que expandia o nível de atividade. Mas para atingir esse intento, a equipe de Delfim Netto optou pelo gradualismo. Procurou obter a partir de 1967, sucessivas taxas de inflação inferiores às do ano anterior por intermédio de políticas monetária, creditícia e fiscal menos rígidas do que as do governo de Castelo Branco. No médio prazo, Delfim Netto desejava retomar gradativamente a expansão econômica pela via do afrouxamento do crédito, como forma de estimular a demanda.

Delfim Netto afirmava que era possível alcançar desenvolvimento acelerado sem repiques inflacionários. Pensava ser possível conciliar preços em queda com aumento no crescimento do produto per capita, expansão no número de empregos, redução nas desigualdades de renda e nas disparidades regionais (SKIDMORE, 1988). Assim sendo, houve um crescimento perceptível no volume de crédito, sobretudo no crédito ao consumidor e à atividade agropecuária (LAGO, 1990).

No primeiro ano do governo Costa e Silva, o crescimento econômico ficou abaixo do registrado no ano anterior. No entanto, em 1968 quando ele completou um ano de mandato, o crescimento foi o maior registrado desde 1961.

“Em 1967, um ano de transição, o PIB cresceu 4,7%, menos que os 5,4% do ano anterior. Este decepcionante crescimento podia ser atribuído à anêmica performance industrial, somente 2,4%. A agricultura, em contraste, cresceu 7,1%. Em 1968, (...) os resultados foram excelentes. O crescimento do PIB foi de 11%, continuando a inflação em 25%, a mesma de 1967” (SKIDMORE, p.144).

A inflação ainda permaneceu elevada neste período. Ao final de 1967 a nova equipe encerrou o período de “inflação corretiva”. Isto envolveu o realinhamento de preços e das tarifas praticadas pelo setor público no período de 1964/67. Com tal realinhamento, o governo possibilitou a melhora nos indicadores financeiros das empresas estatais. A nova faixa tolerável de inflação passou a ser entre 20% e 30% ao ano, porém com a condição de que tais taxas inflacionárias demonstrassem trajetória de queda (LAGO, 1990).

Até agosto de 1968, o reajuste de preços passava pela avaliação da “CONEP”⁹, conforme o decreto 61.993 de 28/12/1967. Após 1968 a equipe econômica procurou trabalhar com o instrumento do controle dos preços (todos os aumentos deveriam ter aprovação prévia

⁹ Comissão Nacional de Estabilização de Preços, órgão extinto em 29/08/1968.

do governo)¹⁰. Criando-se assim uma instituição própria que substituiu a CONEP: o Conselho Interministerial de Preços (CIP), órgão sediado no Ministério da Indústria e Comércio, que assumiria a tarefa de controlar os preços, através do decreto-lei 63.1968 (SKIDMORE, 1988; LAGO, 1990).

O instrumento do controle salarial nos setores público e privado deveria ter expirado em 1968. Todavia, o governo Costa e Silva deu continuidade ao mesmo. Como a fórmula do reajuste salarial subestimava a inflação esperada, aplicada desde o governo anterior, em 1967 os salários dos trabalhadores tiveram uma perda de 25% no seu poder de compra. Com este cenário, Delfim Neto incluiu um elemento a mais na fórmula: a “correção de resíduo inflacionário” para compensar a perda salarial em decorrência da subestimação (SKIDMORE, 1988).

Com a experiência da substituição do plano decenal pelo PED, confirmou-se que mesmo com a continuidade administrativa e política apresentada pelos governos “pós-revolucionários”, os governantes tiveram a necessidade de cultivar uma imagem política. Cada governante tentou imprimir uma espécie de “marca pessoal” ou característica marcante de sua gestão. No caso do governo Costa e Silva, o foco recaiu sobre a prioridade aos planos de desenvolvimento. O Ato Complementar número 43, de Janeiro de 1969, admitiu a possibilidade de elaboração de planos quadrienais no primeiro ano de cada mandato. Portanto, no último ano do plano a ser executado em um determinado governo, já se iniciavam os preparativos para a elaboração do programa de ação do governo seguinte (CAMPOS e SIMONSEN, 1979).

3.1.4. Desenvolvimento financeiro e formação de poupança nos anos 60

Em março de 1964, quando houve a queda do governo Goulart e a ascensão do marechal Castelo Branco à presidência da República, a condução da política econômica brasileira ficou sob a responsabilidade da dupla Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões. O país apresentava uma desaceleração no seu crescimento econômico – 3,2% ao ano entre 62/67 – e um alto nível de inflação, cerca de 90% em 1964.

Os ministros Campos e Bulhões, do Planejamento e da Fazenda, respectivamente, formularam e implementaram em 1964/66, o Programa de Ação Econômica do Governo

¹⁰ Embora o controle de preços por parte do governo não seja mais praticado na grande maioria dos países capitalistas e no Brasil tenha sido extinto no governo Collor, Delfim Netto argumentou em , na entrevista concedida ao jornalista Roberto D`Ávila, que tal prática era comum em países europeus e que fazia parte do instrumental adotado para a gestão macroeconômica em uma época ainda dominada por políticas econômicas baseadas no keynesianismo.

(PAEG). O PAEG foi uma segunda tentativa de plano de estabilização. A primeira – que foi o Plano Trienal de 1963, elaborado por Celso Furtado no conturbado governo de João Goulart – propunha as chamadas “reformas de base” (agrária, educacional, fiscal etc.), que foram frustradas por uma conjuntura política muito tensa, marcada pela polarização entre as forças políticas de direita e esquerda.

Conforme RESENDE (1990), dois dos objetivos do PAEG foram:

- Implementar uma política financeira de redução do déficit governamental, o que amenizaria a pressão inflacionária dele resultante e fortalecesse a capacidade de poupança nacional por intermédio de uma redução da propensão marginal a consumir, do controle das transferências do setor público e na melhoria da composição da despesa.
- Viabilizar uma política bancária capaz de robustecer o nosso sistema creditício, ajustando-o às necessidades de combate à inflação e de estímulo ao desenvolvimento.

Até 1964, o Brasil só possuía, além dos bancos comerciais, o BNDE (criado em 1952) e as sociedades de crédito financiamento e investimento (criadas em 1959). Não havia sequer uma legislação crível que regulasse o mercado de capitais. Não dispunha de um Banco Central nos moldes dos existentes em outros países. As funções típicas de um Banco Central ficavam a cargo de três instituições: Tesouro Nacional, Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e Banco do Brasil.

Tornou-se premente estimular a poupança privada voluntária e fazer com que o Estado abandonasse o papel de criador de poupança forçada, gerada por meio de emissões monetárias. Assim, Campos e Bulhões promoveram profundas inovações que mudaram completamente o perfil do sistema. Esta reforma financeira não somente mudou as instituições que já existiam como criou várias novas instituições que conjuntamente passaram a formar um novo e mais dinâmico sistema financeiro, que atendeu as carências de um processo de industrialização que pressupunha a existência de instituições que funcionassem com canais financeiros que viabilizassem o processo de financiamento do nosso crescimento.

Era quase um consenso a percepção de que o sistema bancário brasileiro era ineficiente. Assim, a política de juros proposta para o setor privado, no bojo da reforma financeira, baseou-se nos seguintes instrumentos: i) o controle direto das taxas de juros,

através da fixação de taxas mínimas (tetos de aplicação e captação em segmentos específicos do setor financeiro ou de redutores sobre as taxas médias observadas no ano anterior); ii) incentivos aos bancos comerciais, através da manipulação dos coeficientes e da composição dos depósitos compulsórios, de uma redução gradual do custo do redesconto e de outros créditos concedidos ao sistema bancário “em troca” de uma contenção dos níveis de juros dos empréstimos bancários (Relatório do Banco Central, 1973 *apud* LAGO, 1990, p.255). As taxas de juros aos empréstimos concedidos por instituições oficiais serviram como instrumentos de incentivo a setores específicos. Essas taxas, em termos reais, podiam inclusive ser negativas. Durante os anos 1967-1973, não foi permitida a fixação de taxas de juros de mercado para captação e aplicação. Os controles ficaram mais rigorosos a partir de 1972, sendo mantidos tetos que se tornaram, em meados de 1973, incompatíveis com a elevação dos índices inflacionários. Tornou-se inviável a manutenção de um controle efetivo. As instituições financeiras de maior porte acabaram encontrando formas de driblar os tetos (LAGO, 1990).

Tal como afirma LESSA (1982), a reforma financeira¹¹ criou o Banco Nacional de Habitação (criado em 1964), as financeiras (para o crédito ao consumidor), os bancos privados (para fornecer crédito de curto prazo às empresas) e a modificação da lei da remessa de lucros (para facilitar a entrada de capitais estrangeiros diretos no país). A modificação nesta lei só veio a dar resultados efetivos a partir de 1969.

Os principais pontos instituídos pela reforma financeira do PAEG e pelas minirreformas da década de 60 foram:

- Lei de Capitais Estrangeiros e respectivas regulamentações;
- Instituição da Correção monetária;
- Criação do Banco Nacional de Habitação (BNH);
- Lei da Reforma Bancária (criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil);
- Lei do Mercado de Capitais e respectivas regulamentações;
- Criação da profissão de auditor independente;
- Regulamentação de Seguros;
- Criação das Sociedades de Capitalização;

¹¹ O apêndice 4, no final desse trabalho, detalha melhor as inovações institucionais da reforma financeira do PAEG

- Novas medidas criadas com o intuito de equacionar as dificuldades econômicas e financeiras (incentivos fiscais, poupança compulsória, regulamentações de bancos de investimentos, bolsas de valores e sociedades anônimas de capital aberto, regulamentação do capital estrangeiro).

A Lei do Mercado de Capitais permitiu uma melhor captação e intensificação dos fluxos de capital financeiro para o setor produtivo. As reformas de Campos e Bulhões contribuíram efetivamente para uma elevação gradativa da poupança agregada (de 17% do PIB, em 1960, para 22% do PIB, em 1969).

Tal elevação se deveu à recuperação da capacidade de financiamento do governo, que adotou um ajuste fiscal rigoroso baseado em corte de gastos públicos, elevação da arrecadação tributária e a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), uma inovação brasileira destinada a facilitar o financiamento do déficit público. Com isso, a poupança pública apresentou uma recuperação notável a partir de 1964, com um desempenho satisfatório (no período 1965/69, a média ficou em 1,6% do PIB, contra um nível de 0,6%, entre 1960/64).

O impacto das reformas na poupança privada foi também considerável. O nível da poupança privada brasileira passou de uma média de 15,4 % do PIB, no período 1960/64, para 17% , nos anos de 1965/69. Nesse sentido, o maior grau de alargamento financeiro promovido pelas reformas mencionadas anteriormente contribuiu para aumentar o nível de poupança privada. Ou seja, as reformas financeiras acarretaram um maior grau de aprofundamento do SFN.

A poupança externa, medida pelo déficit nas transações correntes, apresentou um desempenho errático no período, com uma nítida redução entre 1960/64 (de um déficit em transações correntes de 1,8% do PIB, em 1960 para um superávit de 0,6%, em 1965) e com um comportamento no quinquênio seguinte que apresentou dois anos de superávits (em 1965 e 1966), com um triênio de pequenos déficits (nos anos de 1967, 1968 e 1969).

Com os aumentos das poupanças privada e pública, houve uma elevação da poupança interna, definida pela soma dessas duas, que se elevou de uma média de 16 %, em 1960/64, para 18,6%, em 1965/69. No entanto, a dificuldade do país em atrair capitais acabou por impedir um incremento efetivo da poupança bruta (soma da poupança interna com a poupança externa). Na verdade, tal incremento só viria a ocorrer a partir de 1974, com o aumento do ingresso de capitais externos no país, principalmente na forma de empréstimos. Ou, na visão de LAGO (1990):

“O financiamento de formação de capital no período 1967/1973, em contraste com o período seguinte, não dependeu fundamentalmente da poupança externa. A formação de capital fixo e a variação de estoques foram em grande parte “financiados” pela poupança nacional bruta. Consequentemente, o forte crescimento do endividamento externo no período após 1969 foi, claramente, excessivo em confronto com as necessidades reais da economia, e uma vez recuperado um nível adequado de reservas internacionais em 1967/68”. (LAGO, 1990, p.245)

Para confirmar os dados citados, a tabela 2 detalha, respectivamente, o processo de formação da poupança bruta no Brasil. É conveniente salientar que a mesma se compõe da soma das poupanças externa (que corresponde ao déficit em transações correntes, incluindo a renda líquida enviada ao exterior); pública (referente à poupança do governo em conta corrente); privada (que foi obtida deduzindo-se as poupanças externa e pública da poupança agregada) e interna (soma das poupanças privada e pública).

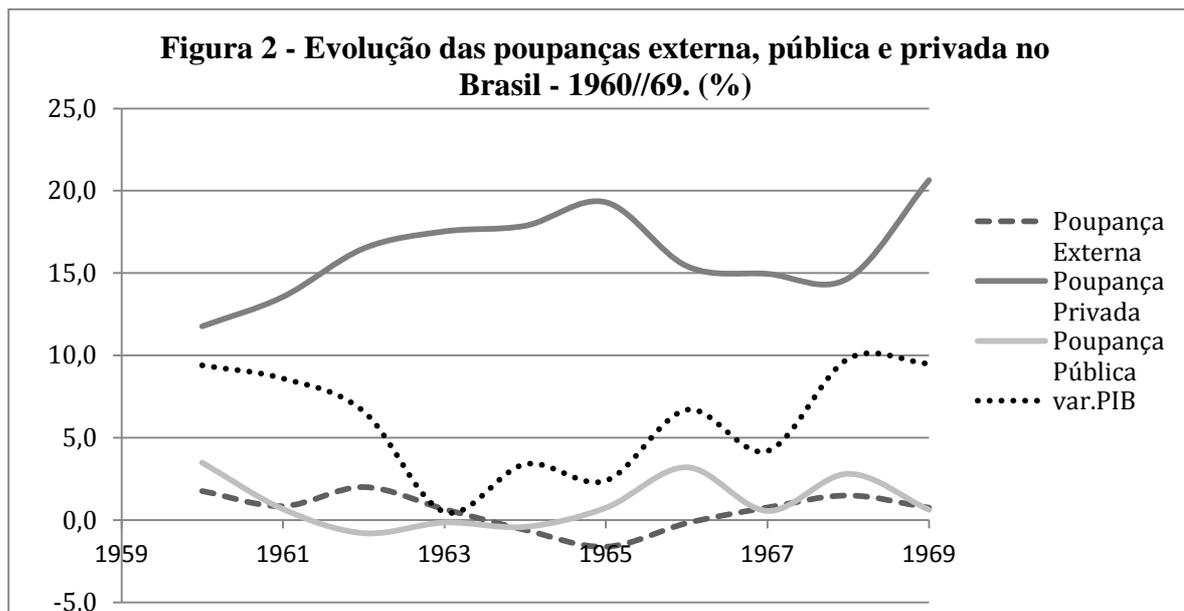
Tabela 2 - Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 1960/1969.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1960	17,0	1,8	3,5	11,8	15,3
1961	15,1	0,8	0,7	13,5	14,2
1962	17,7	2,0	-0,8	16,5	15,7
1963	18,0	0,7	-0,1	17,5	17,4
1964	16,9	-0,6	-0,4	17,9	17,5
1965	18,4	-1,6	0,7	19,3	20,0
1966	18,4	-0,2	3,2	15,4	18,6
1967	16,3	0,8	0,6	14,9	15,5
1968	19,0	1,5	2,8	14,7	17,5
1969	22,0	0,7	0,6	20,6	21,3

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IPEA, Banco Central e IBGE.

Pela figura 2, pode-se examinar a trajetória das três fontes de financiamento. Percebe-se claramente a trajetória declinante do financiamento governamental, no período de 1960/64, e a ligeira recuperação da capacidade de poupar do governo a partir de 1965. Quanto à poupança privada, observa-se uma curva ascendente, a partir de 1966, que retoma uma trajetória de crescimento anterior, refletindo o impacto das reformas financeiras do PAEG.

Já em relação à poupança externa, o gráfico revela um declínio pronunciado no período de 1964/66, e uma tênue recuperação a partir de 1967 até 1969.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IPEA, Banco Central e IBGE.

Com os dados da tabela anterior, uma análise da composição da poupança agregada revela aspectos interessantes. Percebe-se, pelo exame da tabela 3 e da figura 3, que:

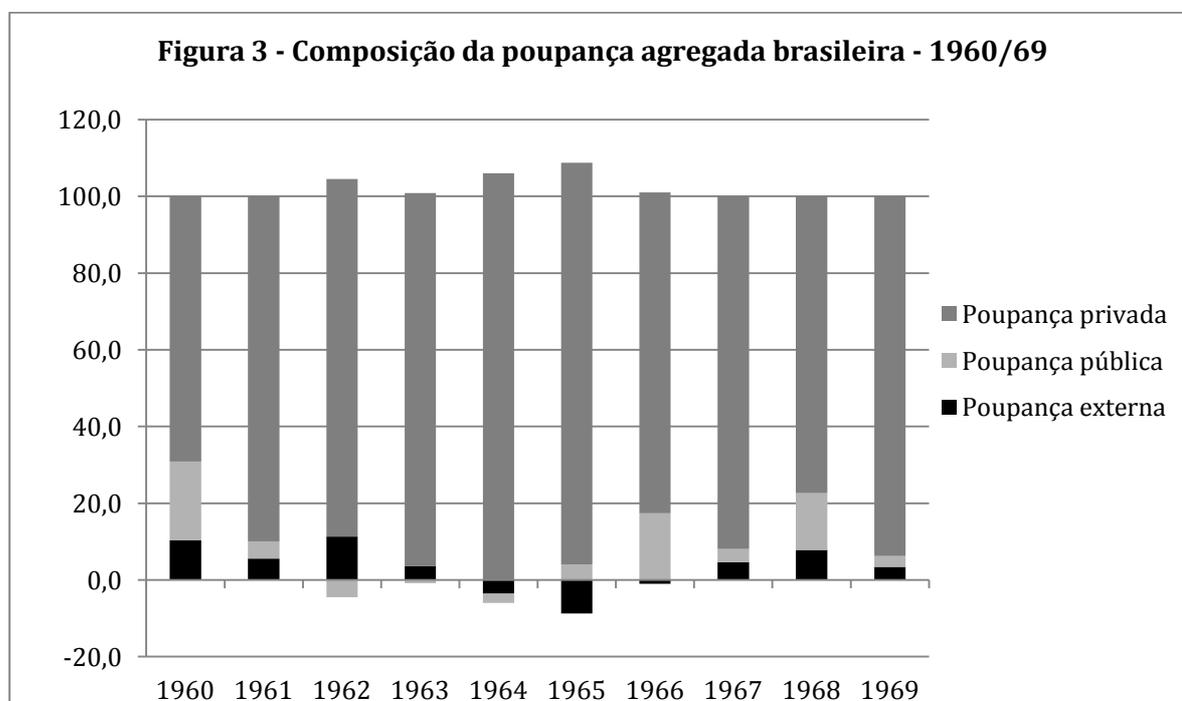
- A poupança privada aumenta de 69,1%, em 1960, para 106,0% da formação da poupança agregada, em 1964. No entanto, ela aumentou a sua participação relativa no financiamento do crescimento em 24,7 pontos percentuais (de 69,1 % a 93,8 %), no período de 1960 a 1969 (tabela 3);
- Em 1964 a poupança privada praticamente substituiu as poupanças pública e externa na formação da poupança agregada, devido ao aumento dos “déficits gêmeos” (tabela 3 e figura 3)
- A poupança externa pode ser considerada como a fonte de financiamento de menor importância nos anos 60. (figura 3);
- O peso da poupança do governo apresentou uma evolução irregular no período. Foi decrescente no período de 1960/64 e apresentou uma recuperação apenas marginal no restante da década. (figura 3)

Tabela 3 – Importância relativa das três fontes de financiamento na formação da poupança agregada.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1960	100	10,3	20,5	69,1	89,7
1961	100	5,6	4,4	90,0	94,4
1962	100	11,3	-4,5	93,2	88,7
1963	100	3,7	-0,8	97,2	96,3
1964	100	-3,5	-2,4	106,0	103,5
1965	100	-8,8	4,1	104,7	108,8
1966	100	-1,0	17,4	83,6	101,0
1967	100	4,7	3,4	91,9	95,3
1968	100	7,8	14,8	77,4	92,2
1969	100	3,4	2,8	93,8	96,6

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

Observando a figura 3, nota-se que o crescimento dos anos 60 contou principalmente com o financiamento privado e, em menor grau, com o financiamento público. A poupança externa contribuiu um pouco para o processo de acumulação de capital nos períodos de 1960-62 e 1967-69. Contudo, no período de 1963-66, o financiamento externo foi negativo ou muito escasso.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

Um dos objetivos do PAEG era a redução dessa fragilidade externa por intermédio de uma política cambial e comercial que incentivasse as exportações; de uma política de consolidação da dívida externa que recuperasse a capacidade do país de contrair empréstimos externos e de medidas que facilitassem o ingresso de investimentos estrangeiros. Quanto aos déficits públicos, a ortodoxia deste plano objetivava reduzi-los mediante uma política fiscal restritiva, que reduzisse os seus impactos inflacionários e disciplinasse o consumo, de modo a incentivar a poupança doméstica (RESENDE, 1990). Com os dados descritos, pode-se afirmar que na consecução do primeiro objetivo, os resultados foram medíocres; já em relação ao segundo, foram satisfatórios.

Para finalizar, é bom dizer que a reforma financeira empreendida pelo PAEG é um exemplo de redesenho de um mercado financeiro dentro do perfil de um *supply leading*. A Lei do Mercado de Capitais e a criação de instrumentos de poupança compulsória são tentativas de implantar um sistema financeiro baseado em mercado de capitais (*market based*). A implantação do PAEG, principalmente a reforma financeira, teve efeitos positivos na formação da poupança agregada. Nesse sentido, é interessante notar que, mesmo sendo o PAEG um plano claramente ortodoxo, a reforma financeira obteve resultados que confirmaram o papel ativo do sistema financeiro no financiamento do desenvolvimento brasileiro da segunda metade dos anos 60. Tais resultados se tornam mais positivos na década seguinte, conforme será visto na seção seguinte.

3.2. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 70

A análise da década é feita governo a governo e, ao final, há uma subseção que trata da formação de poupança e do desenvolvimento financeiro do período.

3.2.1. O governo Médici

Em 1969, o Gen. Emilio Garrastazu Médici assumiu o governo e deu início a uma nova estratégia de política econômica. Em contraste com a estratégia do governo de Costa e Silva, que direcionava recursos para o setor industrial, a nova orientação da política de investimentos era estimular os setores agrícola e exportador. De acordo com LAGO (1990), neste ano, mesmo com as taxas elevadas de crescimento do PIB, o combate a inflação foi mais ativo e foi efetivado através da “contenção” da expansão monetária e do déficit público.

A prioridade para o setor agrícola ocorreu graças ao peso dos preços dos alimentos, que amplificavam o custo de vida. O aumento do PIB agrícola, na opinião da nova equipe, deveria acompanhar o crescimento da população e a crescente demanda gerada pelas rendas reais mais elevadas. Se o governo conseguisse realizar esta tarefa, ele obteria economias de escopo na política econômica, pois ajudaria a combater a inflação. E ao mesmo tempo estimularia o PIB agrícola, aumentaria o nível de exportações de *commodities* agrícolas e aumentaria a renda do trabalhador rural, reduzindo o já bastante intenso processo de êxodo rural (SKIDMORE, 1988).

O próprio general Médici defendeu sua política de desenvolvimento. MACARINI (1984) reproduziu assim uma fala do presidente Médici:

“Aí estará, precisamente, a maior novidade da nova política governamental. Desde os anos 50, nosso esforço desenvolvimentista vem sendo predominantemente industrial, de forma desequilibrada em relação ao setor agrícola [...] Dessa forma, nossa política de desenvolvimento [...] visará ao incremento substancial da produção agrícola e ao aumento das exportações, o que certamente haverá de motivar rápida ampliação do mercado interno e induzirá a própria expansão do setor industrial” (MACARINI, 1984).

O Brasil vivenciou na gestão de Médici, um período de fortes taxas de crescimento econômico. Este período ficou conhecido como “milagre econômico brasileiro”. A inflação destes anos, uma vez que a capacidade instalada estava próxima de seu limite, deixou de ser considerada inflação de custo e voltou a ser considerada inflação de demanda.

Para LAGO (1990), o período de capacidade ociosa máxima promoveu melhorias notáveis nos índices de rentabilidade de setores específicos. Contudo, isto apenas adiou o efeito sobre os índices de preços. O crescimento dos meios de pagamentos, no acumulado do ano e deflacionado pelo IGP-DI, alcançou cerca de 14% em 1967 e 12% em 1968, passando a ser menor em 1969 e 1971, com um crescimento de 5% e 10% respectivamente. No entanto nos dois últimos anos do governo, as taxas de crescimento foram de 18% em 1972 e de aproximadamente 28% em 1973.

No período de 1967/73, houve períodos de expansão e contração da base monetária, causada por mudanças ao longo do tempo, tais como as citadas por LAGO (1990):

- Em 1968, a expansão monetária foi semelhante a do ano anterior. Neste período a contenção de inflação (via restrição de crédito), não foi o objetivo. O crescimento dos empréstimos ao setor privado superou as taxas de inflação e

de crescimento da moeda. Esta expansão, juntamente com as operações de sustentação dos preços mínimos agrícolas e o aumento das reservas cambiais, contribuiu para a expansão da base monetária;

- Em 1969 e nos demais anos do governo, a emissão de títulos públicos junto ao público se tornou um fator importante na contração dos meios de pagamentos. Mas, ainda assim, a pressão inflacionária continuou devido a outros fatores, como o aumento sistemático das reservas cambiais e os empréstimos ao setor privado.

“No período em estudo, contrariamente a épocas mais recentes em que cresceu muito a liquidez de certos haveres não monetários, transformando-os em quase-moeda, os prazos destes haveres ainda eram suficientemente longos para que as possibilidades de substituição entre M1 e outros haveres fosse bastante imperfeita. M1 (moeda em poder do público e depósitos à vista) parece, portanto, ainda o agregado monetário mais relevante para um exame do período 1967–1973” (LAGO, p.252).

Em setembro de 1970, o Banco Central concedeu por tempo indeterminado uma autorização para que as entidades financeiras (bancos comerciais, cooperativas de crédito rural e cooperativas de crédito mútuo) pudessem atuar no mercado de ações. Alguns meses depois (em março de 1971), o Conselho Monetário Nacional (CMN) alterou as normas para o ingresso de empresas no mercado de ações. No início de 1972, o ministro Delfim Netto anunciou a redução das taxas de juros para a tomada de créditos ao produtor, ao consumidor e pessoal (Revista “Brasil dia-a-dia”, 1990).

Em 68/73 o Banco Central trabalhou com uma política de redesconto, aumentando ou diminuindo a quantidade de recursos que era transferida para a autoridade monetária. Para este mesmo período, os recolhimentos compulsórios efetuados pelo Banco Central, relativos aos depósitos à vista, passaram a ter diferentes papéis. De início teve a função de controlar o crédito de forma quantitativa (função já exercida anteriormente). Com passar do tempo, passou a ser um instrumento de barganha junto aos bancos, tendo como objetivo a contenção das taxas de juros para os tomadores finais. Com isso, aos poucos o recolhimento em espécie foi diminuindo, tornando-se finalmente um instrumento de controle quantitativo e de orientação seletiva de crédito (LAGO, 1990).

Conforme Lago (1990, p.261):“no período 67/73, o governo durante alguns anos “dosou” a taxa de expansão monetária, mas garantiu uma elevada taxa de expansão do crédito total, concedendo especial atenção a certas áreas específicas.” Sendo que o governo Costa e

Silva instituiu a autorização para o funcionamento das sociedades de crédito, financiamento investimento (financeiras) e estimula o crédito direcionado ao consumidor através das resoluções 56 e 77, ambas baixadas em 1967.

Em 1972, as novas emissões de títulos da União superaram em 16 vezes o déficit orçamentário: foram colocados Cr\$ 8.282,5 milhões a mais de Letras do Tesouro Nacional ante um déficit de 516,2 milhões de cruzeiros. Tais emissões resultaram em um saldo de Cr\$ 7.766,4 milhões, que teve um papel importante: o de absorver parte da expansão monetária gerada pela acumulação das reservas externas e pelo aumento nos empréstimos internos ao setor privado (CAMPOS e SIMONSEN, 1979).

O ano de 1972 consolidou as mesmas tendências que vinham se delineando desde 1968, sendo aquele o quinto ano de crescimento econômico consecutivo. Para GIAMBIAGI e VILLELA (2005): “O crescimento do período de 1968/73 retomou e complementou o processo de difusão da produção e consumo de bens duráveis, iniciado com o Plano de Metas”.

3.2.2. O aumento da presença do Estado: governo Geisel

O governo do Gen. Ernesto Geisel marcou o fim do ciclo do “milagre econômico” presenciado nos anos anteriores. Neste período, a estrutura econômica mundial enfrentava drásticas transformações que afetaram as políticas mantidas por Geisel. O choque do petróleo em 1973 deu início a um processo de aumento do endividamento externo brasileiro. Para legitimar seu governo, Geisel reconheceu que deveria aplicar políticas econômicas voltadas para o crescimento a taxas elevadas. Repetiu neste ponto o governo anterior. Geisel manteve a mesma equipe no Ministério do Planejamento e alterou somente o ministro da Fazenda, sendo Delfim Neto substituído pelo “conservadorismo cartesiano” de Mário Henrique Simonsen.

Durante o ano de 1973, o cruzeiro experimentou sua primeira valorização nominal em uma conjuntura na qual uma enorme quantidade de capitais de empréstimos pressionava as contas de ativos externos das autoridades monetárias. Com isso, a oferta de moeda tendia à expansão e isso dificultava o controle da inflação futura, dado o contexto de uma economia superaquecida. A política de curto prazo no início do governo Geisel foi marcada por quatro decisões importantes: (i) o “afrouxamento gradual do controle” dos preços; (ii) uma regra para a correção monetária que tornou-se oficial; (iii) a intervenção no grupo financeiro Hales; e (iv) a revisão da lei salarial. (CARNEIRO, 1990)

Conforme disserta SKIDMORE (1988), em setembro de 1974 teve início o II Plano Nacional de Desenvolvimento (1975/79). O objetivo era atingir uma taxa de crescimento de 10% ao ano ao longo do período. Todavia, o direcionamento dos investimentos seria agora o setor de produção de bens intermediários e de bens de capital, ao invés de bens de consumo duráveis, como havia sido feito no Plano de Metas.

O II PND foi uma tentativa de se consolidar a última fase do processo de substituição de importações e trazer ao país condições para o aumento da sua autonomia em relação às importações de insumos básicos, máquinas e equipamentos. O governo optou pelo financiamento pela via de empréstimos externos que, na época, eram abundantes e baratos. Assim sendo, este cenário de política econômica expansionista e elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais possibilitou o início do acúmulo da dívida externa (CARLOS e PEREIRA, 1998).

Conforme SKIDMORE (1988, p.349): “a aceleração do crescimento era para melhorar a distribuição de renda e exigiria a continuação de altos índices de ingressos de capital, assim como o aumento da poupança doméstica”.

A política de crescimento pressupunha o aumento da poupança que ocorreria por duas vias: (i) pela redução de consumo para que se possibilitasse alcançar o nível de investimento realizado anteriormente; e (ii) na hipótese de chegar a este nível, o investimento deveria ainda ser aumentado para que se alcançasse o mesmo crescimento anterior. Isto gerou uma instabilidade na taxa de inflação e também consideráveis efeitos nas formas de indexação prevalentes no mercado financeiro (CARNEIRO, 1990).

Com a aceleração da inflação na segunda metade da década de 70 e a liberalização da taxa de juros, os agentes superavitários reduziram ao mínimo necessário de seu poder aquisitivo e realocaram suas riquezas em ativos que eram “quase-moeda”, compensando as perdas geradas com a inflação (PELÁEZ e SUZIGAN, 1978).

Mas nesse mesmo período a OPEP triplicou o preço mundial do petróleo, impactando nos custos dos produtos brasileiros, dado que o Brasil importava 80% dos derivados de petróleo consumidos internamente. As importações de petróleo e derivados representavam uma pressão significativa sobre nossa disponibilidade de divisas. Para amenizar a pressão sobre o balanço de pagamentos, o governo se defrontou com duas soluções possíveis: (i) utilização das reservas cambiais ou (ii) tomar mais empréstimos no exterior. Ambas as medidas foram adotadas, mas para atrair empréstimos externos o governo tomou algumas decisões: (i) acabou com o depósito compulsório de 40% que os tomadores de

novos empréstimos deviam fazer; (ii) reduziu o período mínimo de permanência do empréstimo, passando de 10 anos para 5 anos; e (iii) reduziu de 25% para 5% do imposto sobre as remessas de lucros para o exterior (SKIDMORE,1988).

Uma providência que o governo lançou mão foi lembrada por Carneiro (1990, p. 300): a de “comprar tempo para ajustar a oferta com crescimento mais rápido do que na alternativa anterior, realizando de forma mais gradual e calibrada o ajuste de preços relativos enquanto houvesse financiamento externo abundante”.

“A taxa de crescimento alcançou 9,5 por cento, mas a inflação saltou de 15,7 por cento para 34,5 por cento. Este diferencial é suspeito devido à manipulação pelo governo do índice em 1973 e início de 1974. Com efeito, as taxas de inflação para 1973 e 1974 talvez se mantivessem relativamente próximas se os órgãos de estatística do governo não tivessem sofrido interferência política na compilação dos dados para 1973” (SKIDMORE, 1988, p. 353).

SKIDMORE (1988) mencionou que o aumento da inflação preocupou muitos que participavam ou não do governo, usando a indexação e as minidesvalorizações, o governo pôde impedir que as altas taxas inflacionárias distorcessem gravemente os preços relativos. Confrontados com a opção entre baixar a inflação e manter o crescimento, os assessores de Geisel decidiram pelo crescimento. Visto que de 1967 a 1973 a economia havia sido impulsionada pelo crescimento industrial acelerado, sendo este intensivo em importações.

No entanto, segundo SKIDMORE (1988, p. 403): “O choque de petróleo em 1973 pôs em perigo essa estratégia de crescimento por haver subitamente duplicado a conta de petróleo do Brasil, ameaçando de cortes as importações necessárias para a indústria”.

Como resposta ao choque, a equipe do ministro João Paulo Velloso planejou um programa de 10% de crescimento ao ano, visto que não se pensou em desacelerar o crescimento e nem a política de expansão do crédito doméstico (CARNEIRO, 1990).

Para este período, SKIDMORE (1988, p. 403) afirma que “o que salvou o Brasil foi o ingresso contínuo e maciço de capital estrangeiro”. Ou seja, pode defini-lo como um período com crescimento baseado em dívida.

“Descartado o uso de preços relativos, foi dominada a política de curto prazo por uma visão excessivamente simplista dos instrumentos monetários para o controle da demanda global: o controle da liquidez real foi o objetivo intermediário mais frequentemente utilizado, como se desprende da análise de documentos que informavam o andamento da conjuntura, mas as dificuldades concretas do acionamento dos controles monetários tenderam a ser sistematicamente subestimados” (CARNEIRO, 1990, p.301).

Para CARNEIRO (1990), esta visão tornou-se um exagero quando se constata que até 1976 as taxas de juros estiveram sob controle. Em um ambiente com taxa de juros controlada, os agregados econômicos tornam-se endógenos, portanto a quantidade de moeda na economia passa a ser determinada por duas variáveis que não estariam ao alcance do controle do Ministério da Fazenda: as reservas internacionais e os empréstimos do Banco do Brasil. Com estes agregados endógenos, a política monetária, para ser eficaz, deveria ser conduzida através de controles sobre a oferta de crédito.

O primeiro ano do governo Geisel foi caracterizado por uma política monetária expansionista. Contudo, nos anos seguintes ela passou a ser restritiva. Em 1974 a base monetária apresentou expansão de Cr\$ 19,7 bilhões, tendo como principais fatores os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado e os repasses do Banco Central (devido ao aumento dos fundos e programas de investimento). Houve também desaceleração no estoque real de meios de pagamentos, que apresentou crescimento negativo a partir de Setembro do mesmo ano (CARNEIRO, 1990). O fim dos juros altos na manutenção dos depósitos à vista em relação aos instrumentos financeiros com rendimento, explica a mudança ocorrida na preferência do público, que trocou os depósitos à vista por depósitos a prazo (PELÁEZ e SUZIGAN, 1978).

Em 1975, devido à aceleração inflacionária de 1974, o público passou a diminuir sua preferência por depósitos à vista. Em vista disso, foi criado o mecanismo de refinanciamento compensatório para reverter um possível processo de contração monetária que acabaria dando continuidade à recessão. Este refinanciamento ajudaria os bancos comerciais lhes concedendo empréstimos a juros de 6% ao ano sem correção monetária sempre que os meios de pagamentos se encontrassem abaixo das previsões do orçamento monetário (CARNEIRO, 1990).

O refinanciamento compensatório fez com que o ano terminasse com expansão nominal dos meios de pagamento na comparação com os níveis do final de 1973. Isso desestimulou o esforço de estabilização da economia, iniciado em março de 1974 (CARNEIRO, 1990).

“A tentativa explícita de exercer maior controle sobre os empréstimos do Banco do Brasil deu início, assim, a uma longa mudança de regime na condução da política monetária. Tal mudança, que só viria a complementar-se no início da década seguinte, quando, em 1981, tentou-se utilizar o endividamento do setor público como instrumento para conter a expansão monetária, fez-se sentir na inversão de tendência da expansão dos agregados de crédito” (CARNEIRO, 1990 p.307).

Em 1977 o BC promoveu uma política monetária mais restrita por intermédio da desaceleração dos meios de pagamento e dos empréstimos feitos ao setor privado. Houve também a fixação de uma taxa de juros real positiva para o sistema financeiro. Todavia, essa foi a primeira vez desde 1971 que se verificou uma taxa real positiva. Na literatura¹² sobre a política econômica deste período, são citados alguns fatores que possivelmente levaram a um erro de avaliação por parte por parte da equipe econômica do governo Geisel:

- A política de ajuste contracionista pareceu motivada pela perda do controle monetário e pela alta nos preços ocorrido no final do governo anterior e não pela necessidade de menor crescimento para ajuste do balanço de pagamentos;
- A nova equipe não tinha total apoio político no que se referia a um ajuste abertamente vinculado a recessão (observada nos primeiros meses de governo);
- Ocorreram erros de avaliação no que se referia a políticas de curto prazo, bem como os ajustes da política de crescimento econômico.

3.2.3. Endividamento, inflação e crise externa: o governo Figueiredo

Em 1979 assumiu o governo o presidente João Batista de Oliveira Figueiredo. A nova equipe econômica foi avaliada como uma continuadora da política econômica do governo anterior do que propensa a mudanças. Mário Henrique Simonsen foi transferido do Ministério da Fazenda para o do Planejamento. O Ministério da Agricultura ficou a cargo de Antônio Delfim Netto.

Segundo SKIDMORE (1988), o novo presidente não tinha tanto interesse por assuntos tecnocráticos, ao contrário de Geisel, que participava diretamente de muitos processos decisórios e até da reformulação de projetos e memorandos. Figueiredo, na visão de um embaixador americano, era um presidente que dava liberdade aos seus ministros para resolverem os problemas nas suas áreas de atuação. Simonsen tentou dar continuidade ao processo de crescimento, formulando e gestando o III Plano Nacional de Desenvolvimento

¹² CARNEIRO (1990); BAER (2009); SIMONSEN (1995) e ANDREZO E LIMA (1999).

(1980/86). O plano mencionava os principais problemas econômicos, sendo alguns dos mais importantes: evitar crises de oferta de energia, resolver problemas no balanço de pagamento, aliviar a dívida externa e reduzir a pressão inflacionária. A meta de inflação situava-se entre 15% e 20%, semelhante aos níveis alcançados no início dos anos 70.

O plano também enfocava a importância do crescimento do setor agrícola, por ser um fator importante na redução da inflação e na expansão das exportações. Os problemas industriais foram comentados em apenas poucas páginas e sem muitos detalhes. Outras prioridades estavam relacionadas à expansão das alternativas energéticas internas e não intensivas em petróleo, às necessidades sociais (educação, saúde e habitação). Estas últimas áreas tinham como objetivo um processo de redistribuição de renda em favor da população mais pobre.

Com a chegada de Simonsen ao ministério da fazenda, o governo sinalizava que seguiria a programação monetária do governo anterior, ou seja, manteria uma meta de 30% para a expansão dos meios de pagamentos, continuando uma política contracionista para debelar uma inflação acima de 40%. As medidas de políticas monetária e financeira foram:

- Contração da base monetária através da desaceleração do fluxo de endividamento externo;
- Redução gradual dos incentivos fiscais à exportação de manufaturados;
- Estabelecimento de tetos mais rígidos e uma fiscalização mais rigorosa sobre a expansão global dos empréstimos bancários;
- Reforma financeira e bancária, com o intuito de mudar o perfil da dívida pública e promover a separação definitiva entre o BB (Banco do Brasil) e o BCB (LESSA *et ali*, 1982, apud, KESSLER, 2013)¹³.

Mas a aceleração inflacionária se manteve persistente e apresentou entre março e agosto de 1979 um crescimento de 34,5% com relação com o mesmo período do ano anterior. Com isso, a política monetária restritiva estabelecida por Simonsen não obteve os efeitos desejados. (KESSLER, 2013)

De acordo com FISHLOW (1986), Simonsen pretendia reduzir os subsídios creditícios, pois o país vivia um cenário no qual a inflação passava por uma contínua aceleração e cada vez mais crescia a diferença entre as taxas fixas de juros e a inflação, que

¹³ Estas medidas são listadas mais adiante no item referente às inovações financeiras do período mencionado.

corroia os ganhos dos poupadores. Algumas medidas adotadas foram a restrição na oferta de moeda e a desaceleração do crescimento na tentativa de reordenar a economia brasileira.

Pela via da obtenção de novas linhas de crédito no exterior, em um contexto de abundância de capitais na economia internacional, o país conseguiu manter seu crescimento econômico mesmo após o choque do petróleo em 1973. O ministro do Planejamento Mário Henrique Simonsen, veio a afirmar que o Brasil não tinha outra opção, a não ser desacelerar a economia devido à pressão crescente no balanço de pagamentos. De acordo com SKIDMORE (1988, p.418): “forçado a explicar a necessidade de uma recessão, o ministro do planejamento tornou-se o alvo da ira de todos os setores.” Simonsen renunciou em agosto de 1979, devido à pressão exercida por críticos de todos os setores representativos da economia brasileira. Em seu lugar foi nomeado Antônio Delfim Netto, para a alegria do empresariado paulistano. Delfim, em tese, não deveria aplicar medidas de política orientadas para a promoção da retomada de altas taxas de crescimento, dadas algumas restrições como aceleração da inflação e redução da disponibilidade de divisas. Mas mesmo ele lançou-se ao empreendimento arriscado de arriscar uma espécie de “crescimento forçado”.

“Decreto uma desvalorização de 30 por cento em dezembro de 1979 e logo em seguida, em janeiro, anunciou o plano de desvalorizações e de correção monetária antecipada para todo ano de 1980. A meta era reduzir as expectativas de inflação e inverter seu impacto. Mas, se a inflação excedesse a uma taxa prefixada, o cruzeiro supervalorizado encorajaria as importações, desestimularia as importações e estimularia os investimentos a evitarem instrumentos financeiros que pagassem taxas de juros reais negativas” (SKIDMORE, 1988, p.422).

Em janeiro de 1980, o presidente Figueiredo assinou um decreto ampliando os poderes do ministro do planejamento, Delfim Netto, que ficou responsável pelo controle, fiscalização e execução das receitas e despesas do governo.

No entanto esta manobra não lhe foi favorável, pois as forças que impulsionavam a inflação e o déficit da balança de pagamentos estavam associadas fortemente à dinâmica econômica brasileira, uma economia indexada e dependente dos fluxos de capitais e das importações de petróleo da economia mundial. Uma das razões do fracasso da terapia heterodoxa de Delfim Netto, no período de 1979/80, foi detalhada por FISHLOW (1986, p.532): “o monetarismo internacional não podia contar com uma oferta de importações para disciplinar as elevações domésticas de preços (...). O Brasil estava em meio de uma crise de balanço de pagamentos em 1980, apesar do crescimento rápido das exportações”. O Conselho Monetário Nacional em dezembro de 1980 estabeleceu em 50% a expansão dos meios de

pagamentos e dos empréstimos bancários. Neste mesmo período também foram reduzidos os subsídios à agricultura.

Conforme dados do relatório mensal do Banco Central (1981), para o ano de 1980 a evolução da oferta monetária apresentou-se satisfatória dada às dificuldades conjunturais que se faziam presentes. A base monetária apresentou uma expansão de 53,8%, uma evolução menor do que a do ano anterior. Esta taxa ficou bem próxima a meta de 50% que havia sido estabelecida.

O Brasil passou por um período grande aumento da sua dívida externa. Aumentaram muito o contrato de empréstimos externos para alavancar os investimentos em infraestrutura e a capacidade de investimentos dos estados. Esses recursos foram aplicados em setores estratégicos.

Em 1980, economistas conservadores passaram a criticar a indexação dos salários e a lei salarial, pois na visão deles isso era um grande estímulo à inflação, principalmente devido ao reajuste de 110% para os níveis salariais mais baixos. SKIDMORE (1988, p.437) comentou que, “ironicamente, seus esforços ajudaram a aprovar uma nova lei em dezembro de 1980 (lei 6.886) que mantinha intocado o percentual de 110 % na base, mas que reduzia ainda mais o reajuste dos que se encontravam nos níveis mais elevados”.

Ainda segundo este autor, a política de indexação prefixada e de desvalorizações teve como meta reduzir as expectativas inflacionárias. Mas, de forma imprevista, a inflação subiu e levou a taxa real de juros a valores negativos e também contribuiu na sobrevalorização do cruzeiro. Ao final de 1980, Delfim Netto abandonou a prefixação das desvalorizações, a indexação dos reajustes e também revogou a estratégia de crescimento acelerado que havia sido incluída no III Plano Nacional de Desenvolvimento. Em 1983, o Brasil recorreu ao FMI como forma de evitar que se agravasse ainda mais sua crise no balanço de pagamentos. Com o compromisso de cumprir as metas estabelecidas pelo FMI, as políticas monetária, fiscal, tarifária e cambial passaram a sofrer crescente influência. O cumprimento das metas era necessário para que o país pudesse continuar recebendo periodicamente as parcelas do empréstimo concedido pelo Fundo.

De acordo com CARNEIRO e MODIANO (1990), o fator que possivelmente levou as políticas adotadas no período de 1979/80 (combate a inflação e a redução do déficit em conta corrente do balanço de pagamento) ao fracasso foi “a perda de confiança no gerenciamento de curto prazo da economia”. Contudo, nos anos seguintes, a crença na ortodoxia das políticas de controle da demanda agregada como forma de combater a inflação

ficou apenas no discurso.

A política que foi adotada no período baseou-se na contenção salarial, controle de gastos do governo, aumento na arrecadação, elevação das taxas de juros internas e contração na liquidez real, sem abrir mão da flexibilidade nas políticas que se destinavam as atividades de exportação, energia, agricultura e pequenas empresas.

“Para o primeiro trimestre de 1981 os limites à expansão do crédito foram ainda mais restritivos: 5% para os bancos comerciais e de investimento e 15% para o Banco do Brasil. O tratamento especial dado à agricultura incluía ainda a elevação em janeiro de 1981 da parcela dos depósitos à vista que deveria ser aplicada compulsoriamente no crédito rural de 15% para 20%. No que tange às médias, pequenas e microempresas, foram majoradas as contribuições dos depósitos à vista dos bancos comerciais para o financiamento compulsório de seu capital de giro”. (CARNEIRO E MODIANO, 1990, p.326).

De acordo com os referidos autores as políticas restritivas de demanda tiveram efeito nulo na taxa de inflação. Este fato contrariou o otimismo deflacionista que se inspirava as estimativas de LEMGRUBER (1974) e CONTADOR (1977, 1982). A rigidez da inflação de 1981 reforçaria a tese inercialista, que emergia dos resultados analíticos de RESENDE e LOPES (1981), LOPES e MODIANO (1983), entre outros. Os autores comentaram em seu artigos que grande parte da desaceleração da inflação ocorrera devido a um choque agrícola positivo, que suavizou o aumento dos preços agrícolas. Em uma análise trimestral dessazonalizada do PIB, LOPES e MODIANO (1985) demonstraram que o início da recessão ocorreu nos dois primeiros trimestres do ano. Com isso, questionaram a tese de que a causa da recessão teria sido causada pelo aperto monetário verificado desde o ultimo trimestre de 1979. Alguns analistas de conjuntura supunham que o aumento das taxas de empréstimos das financeiras (no final de 1980) juntamente com a redução dos prazos de financiamento do crédito direto ao consumidor (em meados de 1979) e com a mudança na política salarial nas faixas de rendas mais altas, estariam na gênese da queda na demanda por bens duráveis.

No início de 1983, o ministro da fazenda Ernane Galvêas e o presidente do Banco Central, assinaram a primeira carta de intenção pela qual o governo brasileiro cumpriria as medidas propostas pelo FMI, recebendo assim um crédito de 4,7 bilhões de dólares. As medidas foram as seguintes: (i) retirada de subsídios para reduzir o déficit público; (ii) redução do déficit das empresas estatais; (iii) entrega ao Banco Central de Cr\$ 2,4 trilhões do Orçamento fiscal para bancar subsídios de consumo e crédito anteriormente financiados com expansão monetária; (iv) recolhimento compulsório de 45% dos depósitos dos bancos ao

Banco Central; (v) aumento da destinação de recursos para o crédito rural dos bancos comerciais e de investimento; (vi) o Banco Nacional de Habitação (BNH) deveria fornecer 80% dos recursos do Fundo de Assistência de Liquidez e a Caixa econômica deveria atribuir 20 % do valor de suas cadernetas de poupança ao Banco Central; (vi) as taxas de juros do crédito agrícola deveriam vincular-se ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). (Revista “Brasil dia-a-dia”,1990)

A recuperação da economia em 1984 teve origem na expansão das vendas para o mercado externo e no aumento da demanda por insumos do setor agrícola. Isso acarretou a externalidade positiva do aumento na renda rural, como decorrência: (i) da expansão agrícola para produtos com grande potencial de exportação; (ii) do aumento nos preços relativos ao setor; e (iii) da ampliação do consumo rural. Além disso, os trabalhadores dos setores industriais, que eram mais voltados para as exportações, tiveram seus reajustes salariais acima das taxas prescritas pela lei salarial vigente no período. (CARNEIRO E MODIANO, 1990)

“Assim, apesar da vigência do Decreto-lei 2.065 até outubro de 1984, quando a Lei 7.238 instituiu o repasse uniforme de 80% da variação semestral do INPC para todas as faixas acima de três salários mínimos, o salário médio do pessoal ligado à produção industrial, calculado pelo IBGE, acabou praticamente acompanhando a variação anual dos preços ao consumidor em 1984”. (CARNEIRO e MODIANO, 1990, p.338).

Ambos os autores também afirmam que a ampliação do consumo ocorreu devido ao impulso que aconteceu no terceiro trimestre, decorrente das expectativas inflacionárias causadas em função de fatores como: a demanda pela recomposição das perdas salariais, a piora da situação dos mercados financeiros, o afrouxamento da política monetária e os reajustes frequentes nas tarifas públicas. A alta taxa de inflação veio como resultado de um longo período de ajustamentos. Ou seja, surgiu de uma inconsistência intertemporal entre a necessidade de políticas de estabilização de curto prazo e o desejo de muitos agentes de permanecer com a execução dos projetos de investimento voltados aos médio e longo prazo. As disputas de setores e agentes pela apropriação de maiores parcelas na repartição da renda ampliava a espiral de salários e preços, agravamento este causado periodicamente pelo aumento dos preços relativos (em favor dos produtos comerciáveis em geral, produtos agrícolas e derivados do petróleo) neste processo de ajustamento.

Na opinião dos dois autores, o governo deveria ter feito um ajuste fiscal mais forte, tendo como foco a correção do desequilíbrio interno, no sentido de contribuir mais

efetivamente para o ajustamento do período. Todavia, neste período alguns problemas sérios como desequilíbrios fiscais e taxas de inflação, foram tratados com complacência.

3.2.4. Desenvolvimento financeiro e formação de poupança na década de 70

A economia começou a se recuperar a partir de 1967. Os três primeiros anos da década de 70 se caracterizaram como um período de grande crescimento econômico (de 1970 até 73 o crescimento médio do PIB foi de 11,95%). Estes anos ficaram conhecidos como “período do milagre econômico”, marcado por uma grande expansão motivada em parte pelo aumento da entrada de capitais externos no país, principalmente na forma de empréstimos, o que contribuiu para o substancial crescimento da dívida externa, facilitada por uma conjuntura de ampla liquidez do sistema financeiro mundial e por uma escassez de crédito de longo prazo no Brasil (SERRA, 1984).

No ano de 1973 ocorreu a primeira crise do petróleo. A partir desse ano até 1979, o país manteve uma política de crescimento econômico forçado, na contramarcha da recessão da economia mundial. Neste período foi implementado o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) que efetivou uma política expansionista marcada pelo aumento do investimento estatal.

As alterações do mercado de capitais e os aperfeiçoamentos institucionais do SFN foram bastante nítidas e profundas¹⁴. A política de fusões e incorporações implementada pelo Banco Central promoveu uma redução no número de corretoras de valores que operavam no país (de 134, em 1969, para 86, em 1979). Aumentou também o número de empresas com ações efetivamente negociadas nas bolsas brasileiras. Em 1969, havia 500 empresas, das quais 40 eram efetivamente negociadas. Em 1979, havia mais de 1.000 empresas, sendo quase 250 com ações bem negociadas. No final dos anos 70, as empresas privadas nacionais passaram a responder por cerca de 68% do movimento da Bolsa de Valores de São Paulo, contra 30%, no ano de 1974. As empresas também passaram a investir mais nas bolsas, nos anos 70. No início da década o predomínio era das pessoas físicas investidoras (mais de 60%). No final, mais de 70% dos investimentos eram de pessoas jurídicas, o que reflete o fortalecimento dos investidores institucionais (ANDREZO e LIMA, 1999).

De acordo com LAGO (1990), a disponibilidade de instrumentos financeiros mais sofisticados como a correção monetária e aplicações com rendimentos pré-fixados, que embutiam uma expectativa de inflação, fez mudar o comportamento dos poupadores, que

¹⁴ Estes aperfeiçoamentos institucionais estão descritos no apêndice - 5, no final desse trabalho.

redirecionaram as suas aplicações para haveres não monetários. No final da década de 60 e início dos anos 70, houve uma expressiva ampliação dos haveres financeiros. “Assim, o total de ativos financeiros passou de 30% do produto, em meados da década de 60, para fração superior a 50% do produto em meados dos anos 70” (SILVA, 1981, p.21 *apud* LAGO, 1990,p.251).

A taxa de poupança privada média nos anos de 1970/73 ficou em 13,5% do PIB, menor do que a do período 1967/69, de 16,8%. De 1974 até 1979 essa taxa ficou no patamar de 16,4%. No entanto, a oscilação das taxas de poupança privada foi notável. (tabela-5 e figura-4). Houve uma desaceleração em 1974 do crescimento do estoque real dos meios de pagamento. Esse agregado monetário vinha crescendo a taxas superiores a 25%, em termos de doze meses, desde o primeiro trimestre de 1973. Com a desaceleração de 1974, o estoque de meios de pagamento passou a apresentar taxas negativas. A elevação da inflação, a postura do governo de evitar uma crise financeira com a quebra do banco Halles e as alterações na demanda por moeda provocou a incerteza do mercado em relação à profundidade da política monetária contracionista efetuada pelo governo. O fato do governo não ter promovido uma política monetária mais rígida foi interpretado pelo mercado como um indício de que haveria uma política de convivência com altas taxas de inflação, a despeito da redução na liquidez real.

As taxas de juros também não refletiam um maior grau de “aperto” monetário, pois as taxas médias das Letras do Tesouro Nacional (LTNs) subiram de 15,3% ao ano para 18,2% ao ano, no mesmo patamar de 1972, quando a inflação medida pelo IGP foi de 15,5%, ao passo que, em 1974, a inflação foi de 34,5%. No ano de 1975 ocorreu uma crise financeira marcada pelo recrudescimento da inflação. Dentre as principais causas da redução do ritmo de crescimento econômico¹⁵, temos: política monetária relativamente passiva e uma expressiva desaceleração da liquidez real. No início de 1975 o volume de meios de pagamento caiu bastante. O multiplicador monetário também se reduziu, pois com a aceleração inflacionária houve uma diminuição na propensão do público em realizar depósitos à vista. O governo então foi impelido a tomar providências. Nesse sentido, a exposição de Carneiro é esclarecedora:

¹⁵ Os dados descritos nesse parágrafo foram extraídos de CARNEIRO, Dionísio Dias. Crise e Esperança: 1974-1980. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana*. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

“Pressionado pelo Presidente da República a reverter o que certamente se imaginava ser um perigoso processo de contração monetária que dava continuidade à recessão, criou-se no Ministério da Fazenda um mecanismo denominado “refinanciamento compensatório” pelo qual, quando os meios de pagamento se encontrassem abaixo das previsões do orçamento monetário, o Banco Central emprestaria fundos aos bancos comerciais a juros de 6% ao ano sem correção monetária a prazos de 90 a 150 dias. Este curioso redesconto invertido seria distribuído aos bancos proporcionalmente ao seu capital e depósitos, os mesmos fatores que determinam os limites do redesconto”. (CARNEIRO, 1990, p. 304).

As financeiras, as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, quando vendiam títulos a um suposto investidor, emitiam uma carta na qual se comprometiam a recomprá-los, com preço pré-fixado, em datas anteriores às dos seus vencimentos. Essas instituições lucravam com a diferença entre a correção monetária estimada e o rendimento pré-fixado que pagavam aos investidores. Não registravam, porém, essas cartas no Banco Central, que não as regulava e nem podia lhes garantir um mecanismo de redesconto. Tais cartas ficavam expostas a uma corrida dos investidores que porventura quisessem exercer os seus direitos.

A notícia do expurgo no índice de preços, que reduzia a expectativa da correção monetária por parte dos investidores, pôs em xeque todo o sistema financeiro, na medida em que as instituições financeiras operavam com um elevado grau de alavancagem. Houve então uma crise financeira que só pôde ser minimizada com a intervenção do governo que, aumentando as emissões monetárias, financiou os empréstimos de liquidez às instituições financeiras (CARNEIRO, 1990). Tal crise se traduziu na pequena redução do nível de poupança privada, que caiu de 14,7%, em 1973, para 14,2%, em 1974, tornando a se elevar para o nível de 17,3% no ano seguinte.

Já no governo Costa e Silva a equipe econômica procurou trabalhar com o mecanismo do crédito, mas sem que este levasse a alta inflacionária. Trabalhou-se com o afrouxamento no crédito. Sendo que o hiato entre o meio de pagamento e empréstimos nos mostra possivelmente uma relação com a inflação, em que nos períodos de aumento deste hiato verificamos uma alta também na variação da inflação e vice-versa.

Em 1968 a contenção de inflação por meio da restrição de crédito, não foi o objetivo, sendo que o crescimento dos empréstimos ao setor privado superou as taxas de inflação e de crescimento da moeda (LAGO, 1990). Verificamos que no período de 1968 até 1979, a variação anual dos empréstimos ao setor privado foram superiores ao dos meios de

pagamento. Comportamento este não verificado nos decorrer dos governos Geisel e Figueiredo, no qual se visualiza uma alternância no seu comportamento.

No período de 81/82, ocorreu uma redução do meio de pagamento ocasionado pela tentativa de frear o crescimento da taxa de inflação. Mas, no entanto a variação do crédito ao setor privado permanecia em constante crescimento, sendo que após 82 a variação dos meios de pagamento passou a acompanhar o mesmo ritmo de crescimento no fim de período. A tabela 4 apresenta dados referentes ao saldo das contas do ativo dos bancos oficiais e privados, ou seja, apresenta a proporção de empréstimo a concedido a cada setor em relação ao total de empréstimos.

Tabela 4 - Proporção do total de empréstimos bancários (bancos oficiais e privados) concedido aos setores – período de 1968 – 1976. (Em %)

	1968	1969	1970	1971	1972	1974	1975	1976
À produção agrícola	11,61	11,19	12,15	12,36	13,82	16,38	17,34	16,56
À produção animal	7,27	6,90	6,92	7,19	7,79	8,51	10,26	9,56
À produção industrial	25,20	26,19	31,01	31,49	32,10	33,33	34,04	34,28
Às cooperativas de produção	0,93	0,98	1,60	1,88	1,88	2,22	2,26	1,94
Ao comércio de produtos agrícolas	6,19	7,48	6,74	6,55	4,87	5,35	4,31	4,30
Ao comércio de produtos de origem animal	0,74	0,71	0,44	0,37	0,38	0,36	0,41	0,37
Ao comércio de produtos industriais	16,48	16,52	12,38	11,67	10,95	8,17	7,82	7,63
Ao comércio não especificado	4,07	3,78	3,66	4,35	4,47	5,25	4,48	4,00
Às atividades não especificadas	9,46	11,46	12,58	10,71	14,70	14,35	13,31	13,60
Ao governo federal	14,36	10,36	7,71	5,47	4,01	1,78	1,12	0,71
A governos estaduais	1,57	1,71	1,77	2,02	2,26	1,20	1,44	1,76
A governos municipais	0,23	0,16	0,24	0,21	0,15	0,68	0,86	1,17
Às autarquias	1,71	2,30	2,24	1,72	1,51	1,34	0,65	0,72
Às instituições financeiras	0,18	0,24	0,27	0,47	0,49	0,32	0,44	0,31
Em letras hipotecárias	0,02	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00
Em moratória	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
fundo de financiamento a exportação		0,00	0,26	0,29	0,62	0,77	1,26	1,64

Fonte: Anuário Estatístico do Brasil – IBGE (Instituto Brasileiro de Estatística e Geografia).

Por meio da tabela acima podemos ver que o setor com maior participação nos empréstimos foi o de produção industrial, seguido nos primeiros anos pelo comércio de produtos industriais. No entanto a partir de 1971 tem-se destaque para a rápida participação do setor agrícola. Cabe também observar que os empréstimos ao comércio de produtos agrícolas apresentou um comportamento inverso em relação ao de produção agrícola. A partir de 69 foi que a participação dos empréstimos ao comércio de produtos agrícolas passou a apresentar queda em sua relação ao total.

No início do governo Costa e Silva, devido à capacidade ociosa apresentada, era possível para a economia brasileira aumentar sua produção industrial sem pouca pressão nos

preços, portanto o principal setor estratégico na concessão de empréstimos foi o de produção industrial. Confirmando-se assim com o Plano Estratégico de Desenvolvimento (PED), cujas algumas das prioridades eram: fortalecimento da empresa privada e consolidação da infraestrutura.

Em compensação, o Brasil conseguiu equacionar a sua restrição externa. Na década de 70 o país voltou a captar poupança externa, sobretudo pela via do endividamento. O país inicia a década com uma pequena taxa de poupança externa de 1,3% do PIB e, em 1979, consegue uma taxa de 4,8%, revelando uma trajetória crescente da poupança externa nos anos 70 (tabela 5). O desempenho da balança comercial foi bastante razoável no período 1967/1973, dados o programa de minidesvalorizações cambiais e a conjuntura externa de demanda aquecida (SERRA, 1984). Tal desempenho, contudo, foi muito insatisfatório nos demais anos da década, devido à sobrevalorização do cruzeiro, à queda da demanda externa e ao efeito recessivo do primeiro choque do petróleo, em 1973. Esses fatores levaram o déficit, que em 1978 era de um bilhão de dólares, para 2,8 bilhões, em 1979. Os crescentes déficits em transações correntes foram, nesse sentido, consequências da elevação do endividamento externo, uma das fontes de financiamento do programa de substituição de importações implantado pelo II PND, iniciado no governo de Ernesto Geisel e concluído durante o governo de João Batista Figueiredo (CASTRO, 1985).

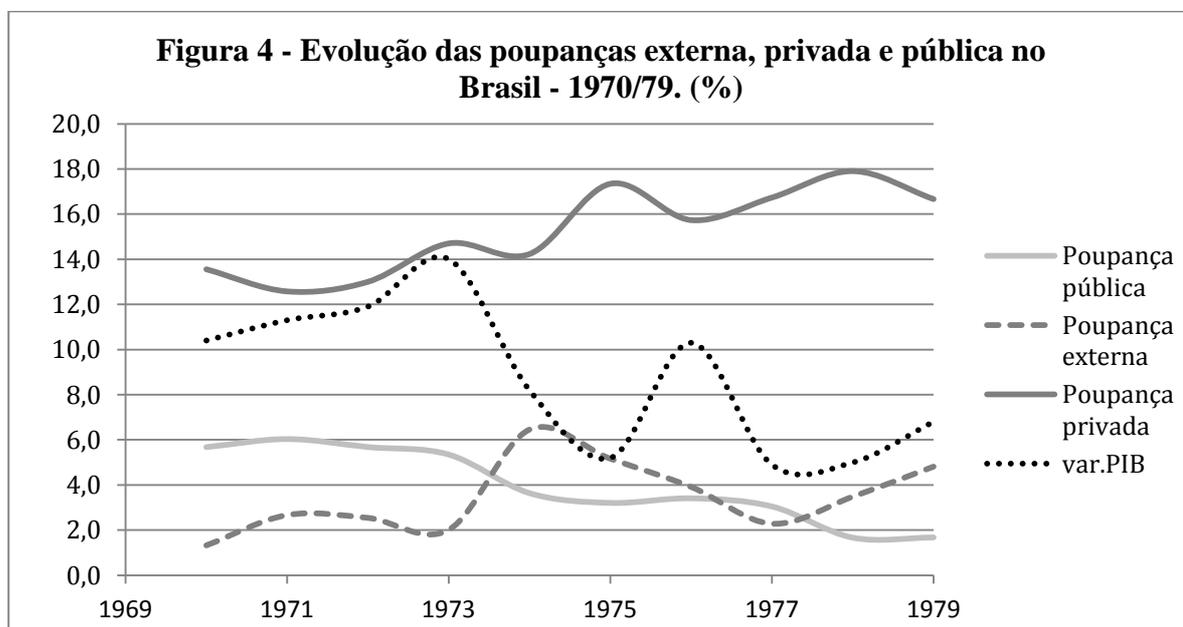
Tabela 5 – Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 1970/1979.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1970	20,5	1,3	5,7	13,6	19,2
1971	21,3	2,7	6,0	12,6	18,6
1972	21,2	2,5	5,7	13,0	18,7
1973	22,0	2,0	5,3	14,7	20,0
1974	24,3	6,5	3,6	14,2	17,9
1975	25,7	5,2	3,2	17,3	20,5
1976	23,0	3,9	3,4	15,7	19,1
1977	22,0	2,3	3,0	16,7	19,8
1978	23,0	3,5	1,7	17,9	19,6
1979	23,1	4,8	1,7	16,7	18,3

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

Quanto à capacidade de financiamento do governo, os dados revelam uma recuperação vigorosa em relação à década anterior. Nos anos 70, a taxa média de poupança governamental ficou em 3,9% do PIB, bem maior do que a de 1,1%, da década de 60. Durante toda a década de 70, as taxas de poupança do governo foram positivas. Pelo gráfico abaixo,

percebe-se que a curva das taxas de poupança pública apresentou uma volatilidade bem menor do que as outras duas principalmente, em relação à curva da poupança privada. O aumento da dívida pública do governo foi resultado de uma política fiscal expansionista e de uma dificuldade para controle da política monetária do país. As autoridades monetárias não programavam nem controlavam o volume e a composição do seu déficit de caixa em função das obrigações fiscais e cambiais a elas atribuídas. Houve, portanto, uma perda de controle da política monetária e da evolução da dívida pública. Conjuntura essa, que traduziu a necessidade de uma supervisão mais efetiva das contas públicas e que foi um efeito da falta de transparência orçamentária. Tal falta de transparência orçamentária, decorrente da “livre operação de canais de financiamento em aberto nas autoridades monetárias e da superposição de áreas de competência entre as instituições envolvidas no sistema de dispêndios e financiamento do governo federal” (GIAMBIAGI e ALÉM, 1999, p. 87). Na visão dos autores, a implementação de uma política monetária e de um controle do endividamento público eficientes ficava inviabilizada sem o reordenamento financeiro do governo federal e de uma reforma bancária que recuperasse o poder do BC de controlar a oferta monetária e de crédito do SFN.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

É preciso salientar que o maior grau de aprofundamento e alargamento do SFN contribuiu para a manutenção de um nível de poupança governamental condizente com o ritmo de crescimento econômico brasileiro. As transferências de recursos do PIS/PASEP para

o BNDE e os saldos dos títulos da dívida pública são exemplos de instrumentos financeiros que ajudaram o Estado a financiar, em parte, o desenvolvimento econômico (CASTRO, 1985). Por outro lado, a gestão do presidente Costa e Silva, empossado em 1967, beneficiou-se das reformas tributária e administrativa implementadas pelo governo anterior, e também efetivou uma política fiscal que fez aumentar a arrecadação e conter as despesas de custeio, no óbvio intuito de conter o déficit público (LAGO, 1990).

Em 1973, com a quadruplicação dos preços do petróleo, as importações se tornaram mais competitivas do que as exportações. Ou, em outra perspectiva, com o estreitamento da capacidade de gerar excedentes na balança de pagamentos, que reduzia os níveis de poupança externa, restaram duas opções para manter a capacidade de crescimento da economia: ou o governo geraria superávits maiores, ou a população teria de consumir menos para que se aumentasse a poupança privada. “De um ponto de vista mais dinâmico, o estreitamento das opções de crescimento ocorreu por duas vias: uma quantidade maior de consumo teria de ser sacrificada para que o nível anterior de investimento fosse realizado e um maior investimento teria de ser realizado para que o mesmo crescimento anteriormente alcançado fosse atingido” (CARNEIRO, 1990, p. 299). Havia, portanto, todos os motivos para que o governo adotasse uma política que adequasse a demanda à oferta através de uma política monetária e fiscal mais rígida, ajustando os preços relativos de maneira gradual e aproveitando a oferta ainda existente de financiamento externo. Havia, ainda, a segunda alternativa de desvalorizar o câmbio e, assim, ajustar automaticamente os preços relativos, adotando o devido zelo de evitar uma possível inflação de custos. Em ambas as alternativas, a opção por uma política fiscal e monetária contracionista se fazia necessária.

Entretanto, o governo optou por “afrouxar as rédeas”. A política fiscal foi marcada pela concessão de subsídios e isenções fiscais para que as metas do II PND fossem preservadas. A política monetária também não foi restritiva, pois houve expansão do crédito privado e tímida elevação das taxas de juros, que subiram um pouco, porém não o suficiente para induzir um maior controle da demanda. (CARNEIRO, 1990).

À luz do que foi exposto, pode-se observar a importância relativa da poupança pública no processo de acumulação de capital brasileiro na década de 70, com uma média de 17,7% nesse período, contra 6% nos anos 60.

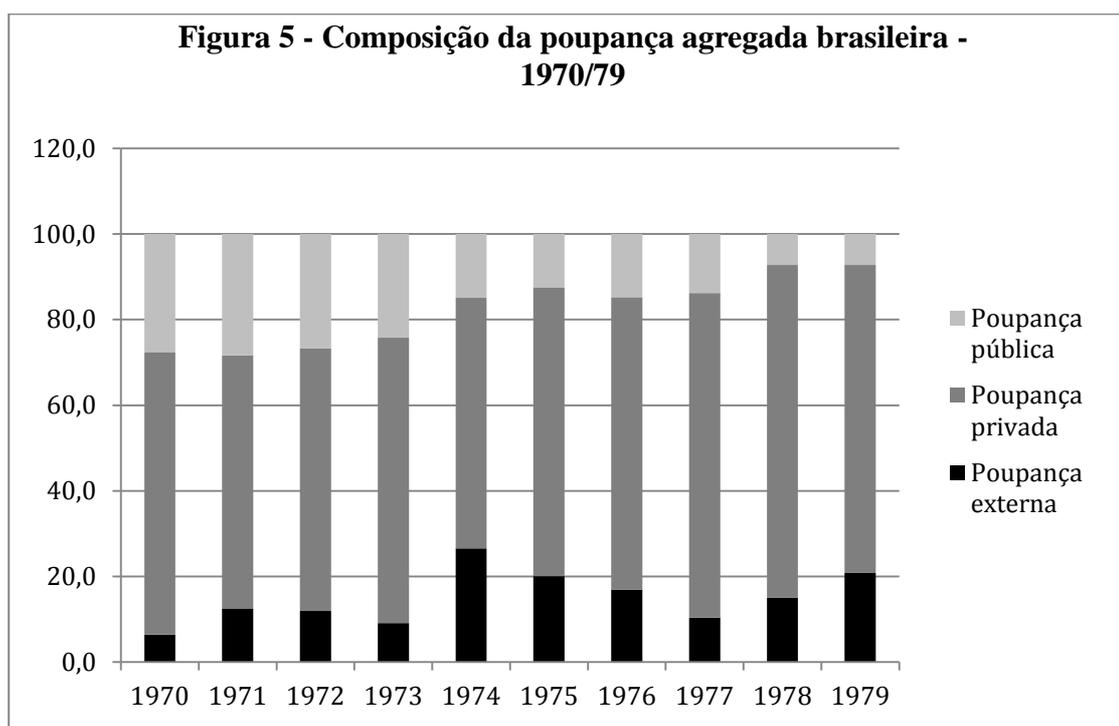
Tabela 6 - Importância relativa das três fontes de financiamento na formação da poupança agregada– 1970/1979.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1970	100,0	6,4	27,6	66,0	93,6
1971	100,0	12,5	28,3	59,1	87,5
1972	100,0	12,0	26,8	61,3	88,0
1973	100,0	9,1	24,2	66,7	90,9
1974	100,0	26,5	14,9	58,5	73,5
1975	100,0	20,1	12,5	67,5	79,9
1976	100,0	17,0	14,8	68,3	83,0
1977	100,0	10,3	13,8	75,9	89,7
1978	100,0	15,1	7,2	77,7	84,9
1979	100,0	20,8	7,2	72,0	79,2

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central , IPEA e IBGE.

Houve também um correspondente aumento da relevância do financiamento externo a partir de 1971, a poupança externa chegou a contribuir com 26,5% da formação do capital brasileiro em 1974, que é o maior nível de participação dos últimos 40 anos (tabela 6).

Quanto à influência da poupança privada no processo de financiamento do desenvolvimento, percebe-se um decréscimo das taxas no período de 1970/74, uma recuperação no período de 1975/78, e uma acentuada queda no ano de 1979. A figura 5 atesta esse desempenho volátil da participação da poupança privada na estrutura de financiamento brasileira.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central , IPEA e IBGE.

Nos anos 70 aprofundou-se também a regulamentação sobre o SFN. A criação da CVM, a obrigação de auditores, a instituição de reservas monetárias no BACEN e um amplo conjunto de medidas de regulamentação (dos fundos mútuos, dos consórcios, das empresas de leasing, dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais) contribuíram para aperfeiçoar institucionalmente o SFN. Aumentou também o número de instituições oficiais no SFN, o que refletiu de certa forma o fenômeno do aumento da estatização no período do II PND. Por outro lado, o *crash* da Bolsa colocou em cheque o modelo idealizado nos anos 60 de um sistema financeiro baseado em mercado de capitais.

3.3. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 80 (a “década perdida”)

O processo de financiamento do crescimento econômico e as políticas econômicas que o condicionaram são analisados em três subseções: (i) a que trata do aprofundamento da crise econômica no governo Figueiredo, (ii) a que trata do período Sarney, no qual a inflação explode apesar dos planos - todos fracassados - adotados para reduzi-la; e (iii) a que analisa o desenvolvimento financeiro e a formação de poupança no período.

3.3.1. O aprofundamento da crise econômica no governo Figueiredo

Os anos 80 se iniciaram com uma economia muito desajustada. O governo persistiu na política de endividamento externo para manter um crescimento já afetado por dois choques do petróleo, por uma conjuntura externa de juros elevados, pela recessão mundial e por índices inflacionários que insistiam em crescer.¹⁶

A falta de financiamento externo, no início da década de 80, deveu-se à recessão internacional e à falta de confiança dos credores internacionais nas políticas expansionistas implementadas na gestão de Delfim Netto como ministro do Planejamento, a partir de 1979. Tal escassez de créditos internacionais levou a uma mudança da política macroeconômica, no período que vai do final de 1980 a meados de 1984 (CARNEIRO e MODIANO, 1990). Nesse período muito recessivo, a intermediação financeira aumentou a participação no PIB nacional e a inflação subiu bastante (tabela 7).

¹⁶ Com os cenários externo e interno desfavoráveis, ficou difícil promover o ajuste da oferta doméstica, tarefa que se tornou necessária desde o final da década anterior.

Tabela 7 - Inflação e PIB no Brasil, nos anos 80.

Anos	IGP-DI (em %)	Varição do PIB real (em %)
1980	110,2	9,17
1981	95,2	-4,30
1982	99,7	0,84
1983	211	-2,90
1984	223,8	5,34
1985	235,1	7,90
1986	65	7,51
1987	415	3,67
1988	1037,6	-0,08
1989	1782,9	3,20

Fonte: Fundação Getúlio Vargas.

Segundo CARNEIRO e MIRANDA (1986) as linhas principais da política econômica implementada no período de 1981/1984 provocaram uma recessão sem precedentes, além de provocar a aceleração das taxas inflacionárias e aumentar o déficit público, por intermédio das altas taxas de juros pagas pelo Tesouro Nacional para rolar a dívida interna. Tais diretrizes foram: i) política de desvalorizações cambiais para reduzir a sobrevalorização do câmbio e concessão de subsídios e incentivos às exportações para reequilibrar a balança comercial; ii) promoção de reajustes das tarifas públicas acima da inflação para reduzir o déficit público; e iii) elevação dos juros reais para inibir o consumo e ampliar a poupança privada¹⁷.

Quanto aos efeitos das políticas cambial e comercial, houve uma substantiva expansão das exportações e uma queda no volume de importações, o que contribuiu na retomada do crescimento da economia no ano de 1984. No entanto, não obstante os superávits comerciais terem sido benéficos para a economia, o problema crucial era o ajuste das contas internas.

3.3.2. *Redemocratização, hiperinflação, moratória e heterodoxia: governo Sarney*

No início do governo de José Sarney, em 1985, mais precisamente na gestão do ministro da Fazenda Francisco Dornelles, foram adotadas algumas providências para melhorar as contas públicas do país. O governo efetuou um corte drástico nos seus gastos e elevou a carga tributária, promovendo um ajuste fiscal contractionista. Além disso, o governo também passou a emitir mais moeda (o que contrariava a política de controle inflacionário),

¹⁷ É importante ressaltar que, em 1982, a suspensão de créditos do país e a fuga de capitais acentuaram a dependência do setor público por recursos internos. Nesse ano, o FMI passou a supervisionar o processo de ajustamento externo da economia brasileira (ANDREZO e LIMA, 1999).

aumentou a colocação de títulos públicos no mercado, congelou as tarifas públicas e modificou o mecanismo da correção monetária, incorporando a taxa do *open market* como indexador principal (CARNEIRO e MIRANDA, 1986).

Essas medidas não contavam com a concordância do ministro do planejamento João Sayad. Para ele, os encargos financeiros elevados eram a principal variável explicativa do déficit público. Com aval de Sayad, o governo passou então, a partir de 1982, a emitir títulos públicos e com eles adquirir dólares do setor exportador. Assim, o governo pagava o serviço da dívida externa, mas fazia aumentar ainda mais a dívida interna, além de reduzir os seus investimentos.

A partir de 1985, o Brasil tentou, através de sucessivos planos de estabilização, pôr ordem em uma economia marcada por uma inflação muito alta e persistente, finanças públicas deterioradas, difíceis renegociações da dívida externa e câmbio com forte tendência à sobrevalorização.

Em fevereiro de 1986, o Plano Cruzado foi implementado com um forte viés heterodoxo e objetivando desindexar a economia. Para tanto, entre outras medidas, a equipe econômica do ministro Dílson Funaro extinguiu a correção monetária, adotou políticas monetárias e fiscais passivas, liberou as taxas de juros, congelou temporariamente o dólar (depois adotou minidesvalorizações cambiais sem desvalorizar, em termos reais, o cruzado), substituiu a ORTN pela OTN (Obrigações do Tesouro Nacional) e a congelou por um ano.

O Plano Cruzado fracassou. A população passou a trocar ativos financeiros por ativos reais e consumo, havendo uma expressiva remonetização da economia, gerando pressões para a ampliação da base monetária. A substituição de títulos de curto prazo por moeda acabou por repactuar, de maneira compulsória, a dívida interna. Com isso, reduziu-se a dívida interna, por um lado. Mas, por outro, o problema da dívida externa ainda não tinha sido equacionado. O governo continuou financiando suas compras de divisas dos exportadores com a colocação de títulos da dívida pública, mantendo o déficit público elevado (CARNEIRO e MIRANDA, 1986).

De acordo com BAER (1989), com a queda das reservas internacionais do país e o desgaste político do fracasso do Cruzado, a decisão de decretar a moratória foi uma saída duvidosa para a crise da dívida externa.

Em 1987, o novo ministro da fazenda, Bresser Pereira toma posse e lança o seu plano de estabilização que incorporou alguns elementos ortodoxos ao instrumental heterodoxo do Plano Cruzado. Além do congelamento de preços e salários por 90 dias e da criação de um

novo indexador - a Unidade de Referência de Preços (URP) - que corrigia os salários e preços, o Plano Bresser implementou uma elevação de juros, uma desvalorização real do câmbio de caráter provisório e uma forte correção das tarifas públicas, no intuito de aliviar as contas públicas. Entretanto, o plano não trouxe medidas fiscais efetivamente capazes de aliviar o problema do déficit público. Também não obteve êxito no combate à inflação (BAER, 1989).

Bresser pediu demissão em dezembro de 1987. Quem assumiu o ministério foi Maílson da Nóbrega que enfrentou um cenário econômico bastante complexo que combinava: i) uma inflação de quatro dígitos (1037,6%, em 1988, de acordo com o IGP-DI); ii) um déficit público da ordem de 9% do PIB; iii) uma base monetária com altíssima expansão de 622,3%, reflexo de uma política de emissões desenfreadas; iv) um saldo recorde, de 19 bilhões de dólares¹⁸, na balança comercial, que recompôs o nível das reservas internacionais.

Diante de tal quadro, no mês de janeiro de 1989, ocorreu a derradeira tentativa de dominar a espiral inflacionária: o Plano Verão. Nesse plano - entre outras medidas que repetiam os dois planos anteriores, como criação de nova moeda (cruzado novo), corte de três zeros, congelamento de preços e salários e uso da tablita - houve a extinção da OTN e da URP (e depois a criação da BTN - Bônus do Tesouro Nacional, medida que reindexou a economia), uma política de sobrevalorização cambial, uma tênue elevação da arrecadação de tributos (não havendo, porém, um ajuste fiscal mais efetivo) e um crescimento brutal da base monetária (de 1754,2% em relação ao ano anterior). Tal crescimento permite inferir que o governo não controlou as emissões, que foram utilizadas para financiar o déficit público.

Como o desenvolvimento financeiro ficou inviabilizado em um contexto de instabilidade monetária e fiscal, o perfil das fontes de financiamento do crescimento brasileiro foi marcadamente instável e inconsistente. O financiamento governamental foi, sem embargo, muito débil e volátil durante toda a década de 80. O governo apresentou uma crônica incapacidade de financiamento. Todos os anos da década registraram taxas negativas de poupança governamental. O período de 1985/89, marcado por quatro planos de estabilização frustrados e não conseguiu diminuir a necessidade de financiamento do setor público. O governo apresentou, nesse período, déficits muito elevados, mormente no biênio 1986/1987, com o fracasso do gradualismo ortodoxo de Francisco Dornelles. Ele propôs uma política fiscal que se pretendia restritiva ao implementar um corte de 10% no orçamento fiscal em 1985, bem como a suspensão de contratações de novos funcionários para a administração

¹⁸ Fonte dos dados: Fundação Getúlio Vargas

pública. Terminou, porém, sendo apenas uma tentativa de facilitar as negociações com o FMI, além de ser vitimada pelas divergências entre as correntes ortodoxa e heterodoxa da equipe econômica, que caracterizaram um governo “gastador”, incapaz de sustentar uma frágil coalizão política com a qual pudesse realizar a utopia de um pacto social que não veio. Além disso, a consecução do Plano Cruzado não trouxe uma maior definição de metas para as políticas monetária e fiscal (MODIANO, 1990). Com o exposto, o fato de não termos estabilidade fiscal nos anos 80, se reflete na taxa média de poupança pública, que no período 1980/1984, foi de 0,3% do PIB, caindo para menos 3,4%, em 1985/1989.

As principais inovações institucionais no mercado financeiro estão apresentados no apêndice 6 (ANDREZO e LIMA, 1999). O processo inflacionário crescente impediu que as importantes modificações institucionais do SFN se revertissem em aumento consistente da poupança privada. Na verdade, a hiperinflação provocou uma hipertrofia do sistema financeiro (tabela 8). Nos anos 80, o peso do SFN no PIB brasileiro chegou a 26,4%, taxa que refletia uma economia indexada e hiperinflacionária, na qual conviviam com uma moeda oficial e uma moeda indexada, que era protegida pelas aplicações no *overnight* (TAVARES, 1972). Além disso, essa taxa se situa em um nível muito mais elevado do que países que não sejam “paraísos fiscais”, como o Uruguai, onde a participação do sistema financeiro no PIB se situa em 9,8%¹⁹.

Tabela 8 - Participação do SFN no PIB brasileiro nos anos 80.

Ano	Percentual (%)
1980	8,3
1981	11,1
1982	11,2
1983	13,8
1984	13,2
1985	8,4
1986	16,2
1987	16,7
1988	26,4
1989	13,6

Fonte: Andrezo e Lima (1999).

¹⁹ Em 2001, na Argentina essa taxa era de 7,4%, no Chile, 11,2%, no Reino Unido, 5,7%, nos EUA, 4,5%, na Espanha, 6,6% e na Coreia do Sul, 3,8%. Fonte: IBGE/ANDIMA.

3.3.3. Desenvolvimento financeiro e formação de poupança na década de 80

A taxa média de poupança privada nos anos 80 ficou em 20,5%, um pouco mais elevada do que as médias dos anos 60, de 16,2%, e dos 70, de 15,2%. Não houve, portanto um grande impacto das profundas alterações institucionais do sistema financeiro nos níveis de poupança privada. Pode-se afirmar que o maior grau de alargamento financeiro não se refletiu em um maior grau de aprofundamento financeiro. A expansão do alargamento financeiro foi uma consequência de uma conjuntura de inflação galopante, servindo, sobretudo para fornecer ao público instrumentos financeiros que fossem capazes de proteger eficientemente o seu capital dos perversos efeitos da hiperinflação. Na verdade, os anos 80 criaram um mercado financeiro bastante desenvolvido para os padrões de países em desenvolvimento. Contudo, essa modernização dos instrumentos financeiros fez com que a moeda indexada ficasse realmente impermeável à corrosão inflacionária. Sendo assim, o que ocorreu na década de 80, foi um processo de *demand following* que se pode chamar de vicioso, com características diferentes do *supply leading* dos anos 60 e 70.

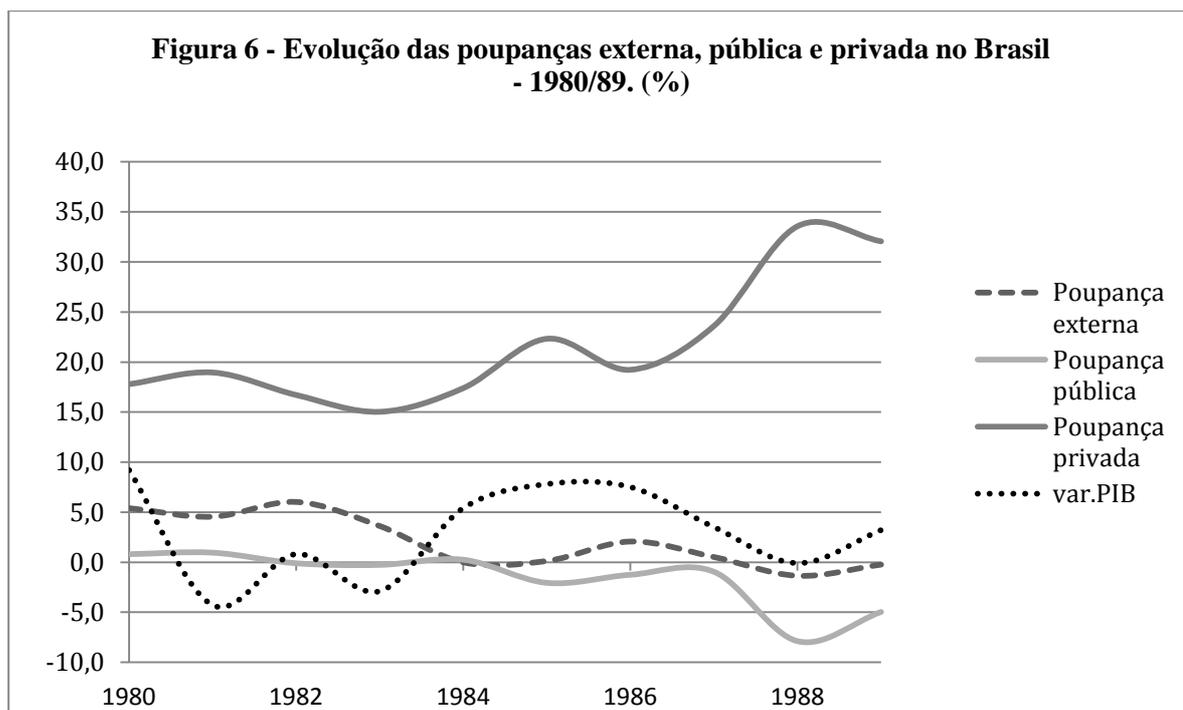
Tabela 9 - Evolução das poupanças bruta, externa pública e privada no Brasil – 1980/1989.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança doméstica
1980	24,0	5,4	0,8	17,8	18,6
1981	24,5	4,5	1,0	19,0	19,9
1982	22,6	6,0	-0,1	16,7	16,6
1983	18,4	3,6	-0,3	15,0	14,8
1984	17,6	0,0	0,3	17,4	17,7
1985	20,4	0,1	-2,1	22,3	20,3
1986	20,0	2,1	-1,2	19,2	18,0
1987	23,2	0,5	-0,9	23,6	22,7
1988	24,3	-1,4	-7,9	33,6	25,7
1989	26,9	-0,2	-5,0	32,1	27,1

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

A poupança pública, pelos motivos já abordados, apresentou um desempenho bastante irregular. No período de 1982/1992, a economia brasileira apresenta uma crônica “despoupança” governamental. Trata-se de um longo período em que o governo se revela completamente incapaz de financiar o crescimento. Na verdade, encontram-se nesse período os recordes negativos de financiamento público, principalmente entre os anos de 1986 e 1989, justamente o período de maior expansão inflacionária.

A curva de financiamento externo apresenta uma trajetória declinante. Nota-se pela figura 6 que trata-se de um declínio lento e persistente. De 1987 a 1994, a média de poupança externa ficou em -0,1% do PIB. Esse período é marcado pela crise da dívida externa e pela moratória de fevereiro de 1987. Infelizmente, o país perdeu, nestes anos, as oportunidades de uma ampla oferta de capitais externos na economia internacional.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

Pela tabela 10, pode-se verificar que o país ficou excessivamente dependente da poupança privada, na medida em que o financiamento externo foi muito reduzido e que o Estado não fez nada mais do que absorver recursos que, de outra forma, poderiam contribuir para financiar o crescimento do país. É impressionante notar que, em 1987, praticamente 100% da poupança agregada foi gerada pelo setor privado nacional. Não menos impressionante é atestar a capacidade do governo em chegar a utilizar 11,4% de nossa poupança no ano seguinte.

Se nos anos 70 houve um equilíbrio das fontes de financiamento do desenvolvimento brasileiro, na década de 80 se verificou um total descompasso, uma completa falta de homogeneidade e consistência dessas mesmas fontes. A figura 7 demonstra esse descompasso na nossa estrutura de financiamento. Notemos que, de um relativo equilíbrio inicial das três fontes, em 1980/81, passamos para um aumento da dependência externa, em 1982/83, e

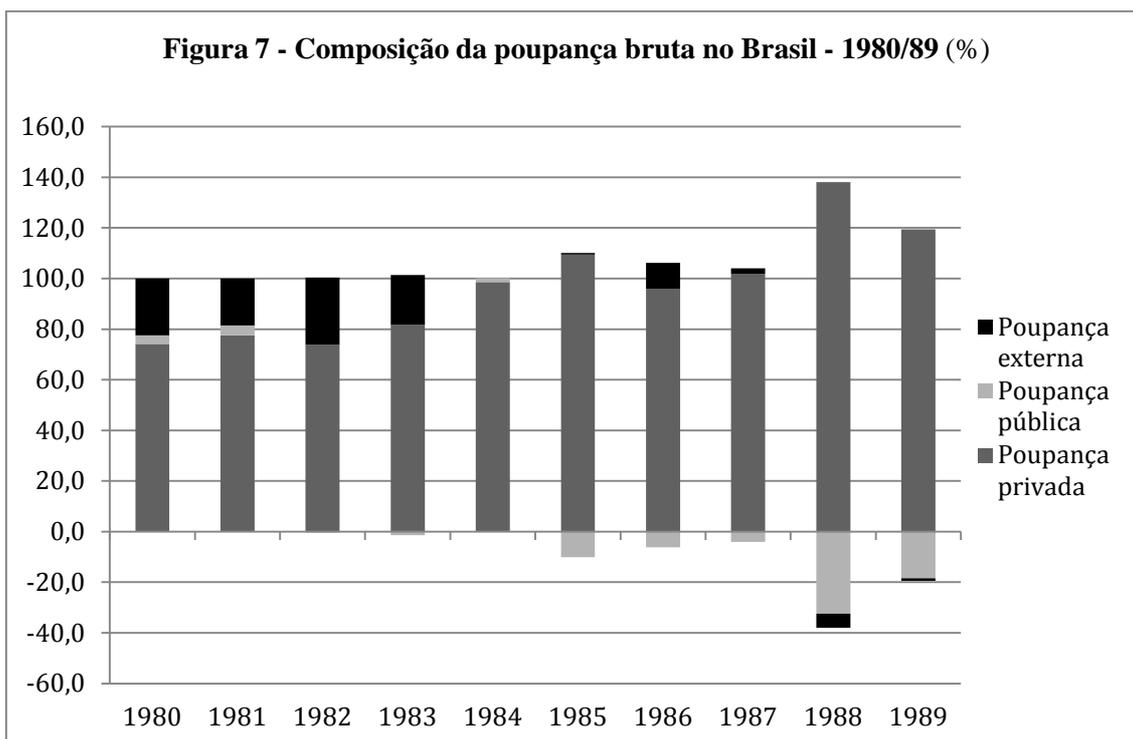
finalmente para um desajuste persistente das contas públicas, de 1983 em diante.

Tabela 10 - Importância relativa das três fontes de financiamento na formação da poupança agregada– 1980/1989.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1980	100	22,5	3,4	74,1	77,5
1981	100	18,6	4,0	77,5	81,4
1982	100	26,6	-0,4	73,8	73,4
1983	100	19,6	-1,4	81,7	80,4
1984	100	-0,1	1,5	98,6	100,1
1985	100	0,6	-10,1	109,5	99,4
1986	100	10,3	-6,2	95,9	89,7
1987	100	2,2	-4,1	101,9	97,8
1988	100	-5,6	-32,4	138,0	105,6
1989	100	-0,9	-18,5	119,4	100,9

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central , IPEA e IBGE.

É também perceptível a acentuada diminuição da fonte de financiamento externo, que vai decrescendo a partir de 1983, fica praticamente nula em 1984/85, e apresenta um desempenho errático de 1986 a 1989. A partir de 1987, no período pós-moratória, o financiamento externo praticamente se reduz para zero. Com isso, o país perdeu o acesso a linhas de crédito internacionais de curto prazo (as que restaram lhe ficaram mais caras), sofreu os efeitos da redução do ingresso de recursos externos de várias fontes - inclusive do FMI, não aproveitou a oportunidade de fechar um acordo com os bancos credores que lhe proporcionasse taxas de juros e prazos mais favoráveis, além de ser afetado pela queda brutal de seus investimentos estrangeiros (MODIANO, 1983).



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

3.4. Política econômica, desenvolvimento financeiro e financiamento do crescimento na década de 90

Para uma melhor investigação da formação da poupança brasileira na década passada é conveniente, para fins analíticos, dividir este período em dois: o triênio 1990/93, marcado pela ascensão e queda de Collor, e o subperíodo que vai de 1994/99, marcado pela primeira fase do Plano Real, e que corresponde aos governos de Itamar Franco, ao primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso e ao primeiro mês do segundo, quando ocorreu a maxidesvalorização do real (janeiro de 1999).

3.4.1. O triênio 1990/93

O triênio 1990/93 se caracterizou por uma inflação alta e persistente, que resistiu às drásticas medidas do Plano Collor e à gestão de Marcílio Marques Moreira, que implementou um novo plano para a redução gradualista da inflação e procurou renegociar a dívida externa e reaproximar o Brasil do mercado financeiro internacional. Contudo, a conjuntura política era extremamente desfavorável com o processo de *impeachment* de Collor.

Sucintamente, as modificações mais relevantes no mercado financeiro, no período de

1990 a 1993, foram (ANDREZO e LIMA, 1999):

- Programa Nacional de Desestatização - possibilitou a venda de ativos e de concessões federais que atingiu, até dezembro de 1997, o volume de US\$ 22 bilhões. Se somarmos esse valor à dívida transferida nesse processo de privatização esse montante se eleva para US\$ 30 bilhões. As principais empresas privatizadas foram a Usiminas (1991); a Embraer (1994); a Copene e a Escelsa (1995); a RFFSA e a LIGHT (1996), a Companhia Vale do Rio Doce (1997) e o Sistema Telebrás (1998). A privatização do Sistema Telebrás foi a maior privatização do mundo.
- Regulamentação da oferta pública da Nota Promissória ou *Commercial Paper* – a resolução do CMN nº 1.723/90 considerou a nota promissória (ou commercial paper) emitida pelas sociedades por ações e destinadas à oferta pública, como sendo valor mobiliário, ficando sujeita à fiscalização e regulamentação da CVM.
- Código de Defesa do Consumidor – é uma lei criada especificamente para regular as transações entre consumidores e fornecedores de bens e serviços.
- Crimes contra a ordem tributária, econômica e contra as relações de consumo – a intenção dessa lei foi coibir a prática dos chamados “crimes do colarinho branco” ou crimes de abuso de poder econômico que tanto se repetiram no Brasil dos últimos anos.
- Plano Diretor do Mercado de Capitais (janeiro de 1991)- procurou, através de cinquenta medidas, desregulamentar e incentivar o fortalecimento do mercado de ações. Uma das diretrizes desse plano era a promoção de uma abertura gradual do mercado de capitais para os investimentos estrangeiros;
- Regulamentação dos fundos de privatização para capital estrangeiro: a criação desses fundos objetivou promover o processo de privatização brasileiro junto aos investidores estrangeiros;
- Surgimento da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), após a fusão da Bolsa Mercantil & de Futuros com a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP);
- Criação de novas formas de captação de recursos no exterior: até 1988, o instrumento mais usado era a Resolução 63. Como o risco do financiamento ficava alto com a concentração dos empréstimos em poucas instituições financeiras, os instrumentos de captação se modificaram: i) Bônus e *Notes*

(títulos da dívida de longo prazo emitidos por empresas financeiras ou não financeiras e que rendem juros fixos ou flutuantes mais a correção cambial; ii) Anexo IV – dispositivo que permitiu que os investidores institucionais externos operassem diretamente nas bolsas brasileiras; iii) Anexo V – permitiu que uma companhia aberta negociasse suas ações em um mercado financeiro estrangeiro, facilitando a aquisição de ações brasileiras por investidores estrangeiros.

- Novas regras sobre swap (29/01/92): o CMN permitiu que as empresas do setor privado pudessem realizar com instituições estrangeiras operações de *hedge* contra o risco de variações de taxas de juros no mercado externo, referentes a seus pagamentos e recebimentos que seriam realizados no futuro.
- Regulamentação de fundos de investimento imobiliário: esses fundos aplicam seus recursos em empreendimentos imobiliários e visam formar uma poupança de longo prazo capaz de aumentar a liquidez do mercado imobiliário e, ao mesmo tempo, de reduzir os seus riscos de financiamento.
- Regulamentação da securitização de recebíveis comerciais ou de prestação de serviços (24/11/93): possibilitou que uma empresa transfira créditos já existentes ou a serem constituídos, chamados de recebíveis, à uma entidade de objeto específico que capta recursos no mercado para aquisição desses ativos por meio da emissão de títulos ou valores mobiliários, principalmente debêntures. Os próprios ativos que foram objetos da securitização (recebíveis) dão lastro às debêntures. Como os recebíveis são títulos de curto prazo e as debêntures, de longo prazo, a entidade de objeto específico (*special purpose companies*) pode ter caixa antes do vencimento das debêntures.
- Criação dos Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro (17/12/93): esses fundos têm como objetivo a captação de recursos externos para investimentos em títulos públicos federais e em ativos financeiros de renda fixa emitidos por empresas e instituições sediadas no país.

Quanto ao impacto dessas alterações institucionais na poupança privada e à composição do financiamento do crescimento desse período, os comentários serão feitos na seção 3.4.3.

3.4.2. *A primeira fase do Plano Real: 1994/99*

Os primeiros anos do Real (1994-1999), foram marcados pela posse do presidente Itamar Franco, pelo advento do Plano Real e pela eleição de Fernando Henrique Cardoso que, de ministro da Fazenda de Itamar, tornou-se presidente da República.

Com Fernando Henrique Cardoso como presidente e Pedro Malan como ministro da Fazenda, o país enfrentou choques exógenos que se traduziram em ataques especulativos contra o real, o que fez elevar as taxas de juros reais e comprometer o nosso ritmo de crescimento econômico.

Além disto, a chamada âncora cambial, que administrava a taxa de câmbio por intermédio do regime de minibandas cambiais, provocou uma valorização artificial do real.

Tal fato contribuiu para a manutenção de baixas taxas inflacionárias, porém deixou o país vulnerável a crises externas, na medida em que elevou bastante o nosso déficit no balanço de pagamentos.

As alterações ocorridas no mercado financeiro para o período pode ser encontrado no apêndice 7 deste trabalho, conforme o encontrado em ANDREZO E LIMA (1999).

Tais inovações institucionais influíram positivamente na formação do capital nacional. O advento do Plano Real gerou um aumento do consumo das famílias. Contudo, a política monetária de juros reais elevados, contingenciamento do crédito e altas taxas de reservas compulsórias, implementada no ano de 1995, impediu que a propensão a poupar fosse reduzida por essa expansão do consumo privado.

3.4.3. *Desenvolvimento financeiro e formação de poupança na década de 90*

As taxas de poupança privada do período de 1990 a 1994, e as de 1994 a 1999, foram, respectivamente, 20,8% e 14,2% do PIB. Ambas são superiores às taxas médias históricas de poupança privada no Brasil e às taxas dos quinquênios anteriores (tabela 11).

Tabela 11 - Taxas Médias de Poupança no Brasil de 1960 a 1999.

Período	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança Pública	Poupança privada	Poupança Interna
1960-1964	16,9	0,9	0,6	15,4	16,0
1965-1969	18,8	0,2	1,6	17,0	18,6
1970-1974	21,9	3,0	5,3	13,6	18,9
1975-1979	23,4	3,9	2,6	16,9	19,5
1980-1984	21,4	3,9	0,3	17,2	17,5
1985-1989	18,8	0,2	-3,4	26,2	22,7
1990-1994	20,4	0,6	-1,0	20,8	19,8
1995-1999	18,3	3,5	-0,6	14,2	13,7
2000-2004	17,0	1,7	-0,6	15,9	15,3
2005-2012	18,4	1,2	2,9	14,3	17,1
Média histórica	19,5	1,9	0,8	17,1	17,9

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IBGE, Banco Central.

No que tange à política fiscal, que afeta diretamente a formação do financiamento público, esses anos demonstraram um contorno evidentemente expansionista, a partir de 1995. As razões são dadas pela visão de GIAMBIAGI e ALÉM (1999):

“Há dois elementos que caracterizaram, depois de 1994, a natureza inequivocamente expansionista da política fiscal do governo central. Em ambos os casos, a característica comum foi o uso do poder de discricionariedade do governo para elevar os gastos em áreas onde não havia uma compulsoriedade determinada pela Constituição que obrigasse a que necessariamente as rubricas de gasto em questão aumentassem. Referimo-nos a) ao reajuste das aposentadorias e pensões em níveis superiores à inflação e b) ao incremento das despesas de OCC (outras despesas correntes e de capital). Ao contrário de rubricas nas quais, independentemente da vontade do governo, o gasto público teria que aumentar, por determinação legal e/ou contingências demográficas, nesses casos tratou-se de ações onde o governo podia ter aumentado o gasto ou não, dependendo de uma decisão estritamente política das autoridades. Em outras palavras, o aumento do gasto decorreu de uma decisão *autônoma* do governo”. (GIAMBIAGI e ALÉM, 1999).

A fragilidade fiscal descrita na citação anterior ocorreu a despeito dos mecanismos fiscais temporários criados. Houve melhoras com a criação do Fundo Social de Emergência (FSE); do Fundo de Amortização da Dívida Pública – criado para amortizar a dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional, gerido pelo BNDES e composto por ações de empresas estatais - da Contribuição Provisória para Movimentações Financeiras (CPMF), que aumentou a arrecadação tributária federal, mas vem apresentando impactos negativos na

competitividade da indústria (particularmente na indústria exportadora) e no mercado financeiro (particularmente no mercado de capitais, pois aumentou os custos de transações com valores mobiliários), e, por fim, da Lei de Responsabilidade Fiscal que foi aprovada pelo Congresso no ano de 2000. Lei esta, que contribuiu de sobremaneira para o ajuste das contas dos estados e dos municípios, garantindo uma condição de maior equilíbrio fiscal, atestado pelo cumprimento das metas acordadas com o FMI no ano 2000. No entanto, a maioria desses aperfeiçoamentos institucionais ainda não levaram o país a um efetivo equilíbrio fiscal. No caso específico da Lei de Responsabilidade Fiscal, pode-se afirmar que ela chegou quando a situação fiscal do país já estava muito debilitada e que seus efeitos positivos ainda não foram capazes de reduzir sobremaneira o endividamento público, que hoje é afetado também pela instabilidade cambial.

Portanto, a poupança pública foi inibida durante praticamente toda a década de 90. Pela tabela 12, pode-se confirmar tal afirmação. Não deixa de ser impressionante a incapacidade demonstrada pelo governo em contribuir para o financiamento do crescimento do período. Dos onze anos do período 1990-2000, nove apresentaram taxas de poupança pública negativas, fato que por si só comprova que o descuido com as finanças públicas só foi atenuado após o acordo com o FMI, no final de 1998. Não fosse o aumento da poupança externa ocorrido na segunda metade da década, teríamos talvez taxas de crescimento ainda menores do que as apresentadas nessa década.

Tabela 12 - Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 1990/2000.

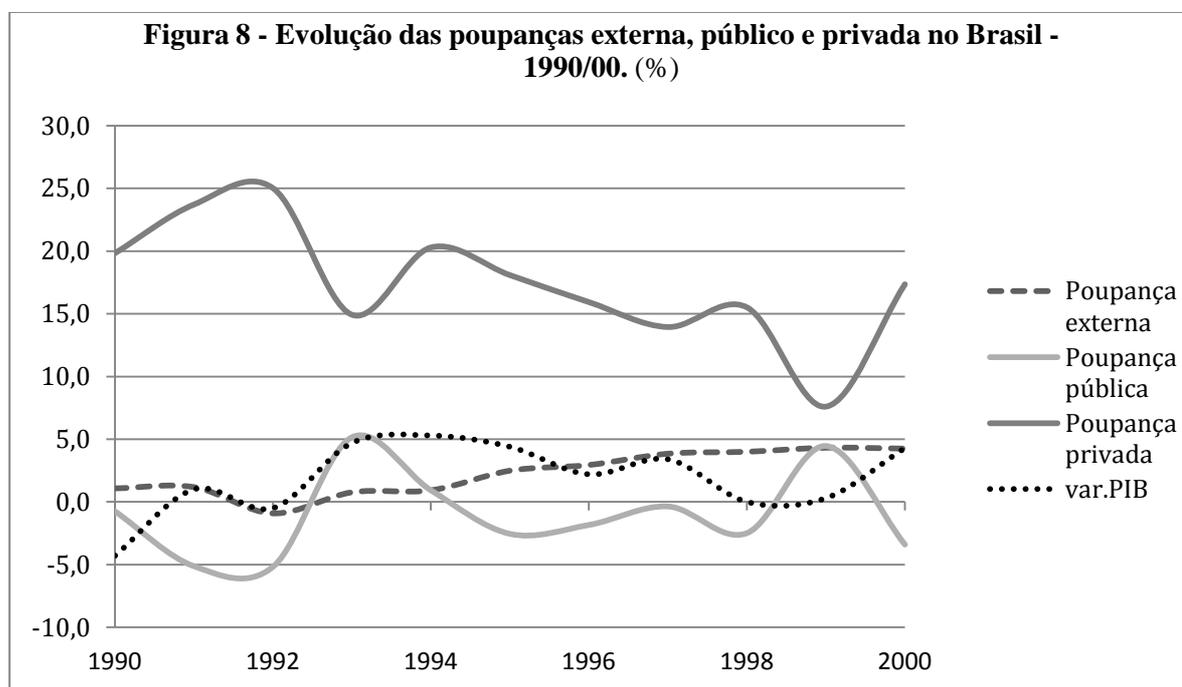
Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1990	20,2	1,1	-0,7	19,8	19,1
1991	19,8	1,2	-5,1	23,7	18,6
1992	18,9	-0,9	-5,2	25,0	19,9
1993	20,8	0,8	5,2	14,9	20,1
1994	22,1	0,9	0,9	20,3	21,2
1995	18,0	2,5	-2,5	18,1	15,5
1996	17,0	2,9	-1,8	15,9	14,1
1997	17,4	3,8	-0,4	13,9	13,6
1998	17,0	4,0	-2,5	15,5	13,0
1999	16,4	4,3	4,5	7,6	12,1
2000	18,2	4,2	-3,4	17,4	14,0

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IBGE, Banco Central.

O déficit em transações correntes aumentou consideravelmente no período pós- Real. Com a estabilidade inflacionária o Brasil recuperou a confiança dos investidores externos.

Esse recrudescimento do ingresso de capitais externos foi beneficiado, no período 1990-1993 pelos anexos IV e V²⁰, pelos fundos de renda fixa de capital estrangeiro e pelo Plano Nacional de Desestatização, inovações institucionais que modernizaram os canais de intermediação financeira do capital externo. No período de 1994-1999, esse ingresso também se beneficiou da regulamentação das duas modalidades de fundos de conversão capital estrangeiro, da Emenda constitucional nº 6 (de 15 de agosto de 1995), da regulamentação das contas de não-residentes e de transferência internacional de reais, da criação dos *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), da criação do PROES (que permitiu a compra do Banespa pelo Banco Santander) e da privatização do sistema Telebrás (em julho de 1998).

Com o exposto, a curva de poupança externa revela um contorno nitidamente crescente na década de 90. Em compensação, a trajetória da poupança pública demonstra que as taxas foram negativas na maior parte desse período, havendo apenas uma pequena melhora a partir de 1999, após a maxidesvalorização do real. As taxas de poupança privada declinam no período pós-Real. No entanto, tal como foi visto anteriormente, ainda assim elas não são maiores do que as taxas das décadas anteriores, na média (figura 8).



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

Quanto à composição das fontes de financiamento do crescimento na última década é notável que a poupança privada decresça em importância relativa (passa de 120,0%, em 1991,

²⁰ Mais detalhes podem ser encontrados no Apêndice 7.

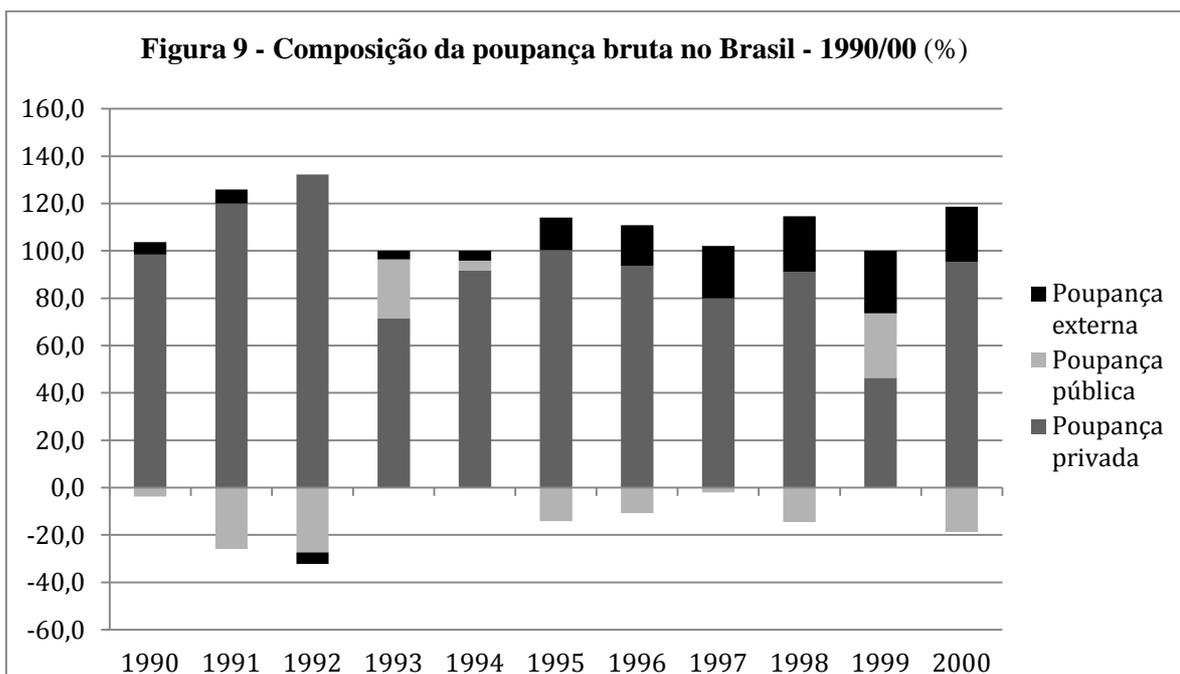
para 95,3%, em 2000), ao passo em que o peso da poupança externa na formação da poupança bruta sobe dos poucos 5,3% de 1990, para expressivos 23,3% no ano de 2000, atingindo um pico de 26,4% da formação do capital brasileiro, no ano de 1999 (tabela 13 e figura 9). A participação da poupança pública confirma o que foi exposto anteriormente: o Estado obteve um equilíbrio fiscal efêmero em 1993 e, a partir de então, voltou a ter o mesmo perfil “gastador” que o caracterizou nos anos 80. As taxas de “despoupança pública” são ainda mais negativas do que foram na chamada década perdida. Nos anos 90, houve verdadeiros recordes de “despoupança pública”. Em 1998 o Estado consumiu 14,6% da poupança agregada, fato este que, por si só, já prefigurava a crise cambial que viria a ocorrer no final deste ano e no início de 1999.

Tabela 13 - Importância relativa das três fontes de financiamento na formação da poupança agregada– 1990/2000.

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
1990	100,0	5,3	-3,7	98,4	94,7
1991	100,0	5,9	-25,9	120,0	94,1
1992	100,0	-4,9	-27,3	132,2	104,9
1993	100,0	3,6	24,8	71,6	96,4
1994	100,0	4,1	4,2	91,7	95,9
1995	100,0	13,8	-14,1	100,3	86,2
1996	100,0	17,3	-10,8	93,5	82,7
1997	100,0	22,0	-2,1	80,0	78,0
1998	100,0	23,5	-14,6	91,1	76,5
1999	100,0	26,4	27,3	46,4	73,6
2000	100,0	23,3	-18,7	95,3	76,7

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IBGE, Banco Central .

Abaixo, pode-se observar graficamente o total desequilíbrio das nossas contas públicas, o desempenho não mais do que razoável de nossa poupança privada (que apenas manteve as taxas históricas) e a crescente participação do financiamento externo no processo de acumulação de capitais do país. Processo este que acentuou a fragilidade externa brasileira, ainda que tenha trazido benefícios ao nosso país, principalmente após a má desvalorização de 1999 quando os recursos externos passaram a constituir, na sua maior parte, de investimentos diretos em vez dos investimentos em portfólio que marcaram o período de 1994-1998.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central, IPEA e IBGE.

Portanto, o aumento do ingresso de capitais externos, a incapacidade de financiamento do Estado e a queda da poupança privada são três fenômenos que puderam ser visualizados na figura 9. Observe-se finalmente pelo gráfico que, a partir de 1994, ocorreram três fenômenos conjuntos: i) o aumento da importância do capital estrangeiro na formação de nossa poupança bruta; ii) a queda da capacidade de poupar do Estado; e iii) o declínio da participação relativa da poupança privada na formação do capital.

3.5. Início do Século XXI – Final do segundo governo FHC e os dois governos de Lula.

Esse período compreende o fim do segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (2001 – 2002) e os dois mandatos do presidente Luís Inácio Lula da Silva (2003 – 2010).

3.5.1. Final do segundo governo de Fernando Henrique Cardoso (2001-2002)

Em meados de 1999, o país retomou uma trajetória de crescimento impulsionada pelas exportações que parecia promissora. Em 1999 o país cresceu, no último trimestre, 6% a.a, em relação ao terceiro (considerando o ajuste sazonal e a contração do PIB em 1998). Em 2000, essa trajetória se confirmou e o país cresceu 4%, com um IPCA dentro da meta de inflação de 6% (o IPCA de 1999 foi de 9%). Todavia, a crise argentina, o atentado às torres

gêmeas de 11 de setembro e a crise energética esfriaram bastante essa retomada.

Em relação à crise energética, o governo, antes da crise, tinha planejado uma privatização total das usinas hidrelétricas, o que foi inviabilizado pelas pressões contrárias dos partidos de oposição. O objetivo da privatização era fazer com que o setor privado aumentasse investimentos no setor energético. O consumo de energia subiu no período, motivado pelo uso de novas tecnologias (computadores, internet, aparelhos de TV, celulares etc.). Com a drástica redução das precipitações pluviométricas no ponto mais alto de chuvas nos reservatórios das regiões Sudeste e Centro-Oeste, eles atingiram somente 34% da sua capacidade no mês de março. Tais fatores motivaram a necessidade de um racionamento de energia para que a sua demanda fosse reduzida e se adequasse à baixa oferta. Com isso, o governo impôs uma redução de 20% na demanda de energia de 2001 em relação ao ano 2000.

A crise argentina acabou por contagiar o Brasil, que foi alvo de uma queda importante no ingresso de capitais externos. Além disso, este ingresso também foi afetado pelo forte abalo nos mercados internacionais gerado pelos atentados de 11 de setembro de 2001. Com isso, os juros domésticos voltaram a subir como reflexo do aumento risco-país.

Em síntese, o segundo mandato de FHC foi marcado pelo advento do regime de metas de inflação e pela instituição da Lei de Responsabilidade Fiscal. Até 1998, em todos os seus períodos de crise (marcados pelas variáveis *dummy*, no modelo VEC proposto nesse trabalho), o Brasil apresentou, segundo GIAMBIAGI:

“(…) pelo menos um dos três seguintes elementos: alta inflação, crise externa e/ou descontrole fiscal. Foi assim no final do governo JK; na sucessão de crises de Jânio/Jango de 1961-1963; em 1973, com o choque do petróleo; nas diversas crises – externa, fiscal e inflacionária – dos anos de 1980, na hiperinflação reprimida vigente em 1994; e no ambiente de colapso que se vivia no final de 1998, com os desequilíbrio externo e fiscal. Com as medidas de 1999, o país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atual através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise de BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se “calibrar” o superávit primário. Com isso, têm-se os elementos para atacar os principais desequilíbrios macroeconômicos de forma integrada.” (GIAMBIAGI, 2011, p. 188).

Nesse sentido, o ajuste promovido no início do segundo mandato foi capaz de gerar efeitos como: (i) a melhora do balanço comercial (que atingiu um superávit, em 2002, de US\$ 20 bilhões como efeito de uma depreciação cambial de 192% no acumulado de 1998 a 2002; (ii) uma inflação média, no período de 8,8% a.a. e (iii) um arcabouço legal (a Lei de

Responsabilidade Fiscal) que permitiu, ainda que apenas em 2003, já no primeiro governo Lula, uma situação fiscal bem mais sólida, que proporcionou a geração de um aumento na poupança pública de -4,4% para 5,3% e um aumento sustentado na poupança interna que iria durar de 2003 até 2011.

Dentre algumas mudanças no segundo mandato (FHC) podemos também citar a geração de superávits primários baseados em aumento de receitas e redução de despesas, bem como a reversão dos déficits em conta corrente.

Houve a diminuição das despesas financeiras do setor público até meados de 2001, logo após a recuperação de 1999 juntamente com a retomada da confiança na economia. O programa de estabilidade focou na elevação das receitas, sendo que em contrapartida as despesas continuam crescendo. Com isso, tivemos o crescimento da carga tributária em decorrência dos seguintes itens: dificuldade na aprovação de reformas estruturais e a dificuldade nas medidas votadas para contenção de despesas.

Conforme OLIVEIRA e TUROLLA (2003), “o efeito limitador representado pela instabilidade financeira durante o segundo mandato foi amplificado pelos desequilíbrios herdados do primeiro”. Ao final do segundo mandato, a economia apresentava necessidades de financiamento externo ainda elevado, mesmo com a redução do déficit em conta corrente a níveis bastante confortáveis.

Assim, embora as medidas adotadas em 1999 tenham sido benéficas e oportunas, em 2002 o país ainda não teve o reconhecimento merecido pelos mercados internacionais e nem pela população, dado que o candidato do governo FHC, o senador José Serra, foi derrotado por Lula nas eleições de 2002, marcadas pela crise especulativa motivada pela percepção dos financistas internacionais de que Lula era um candidato de esquerda contrário ao acordo com o FMI e que poderia colocar a perder as reformas do governo FHC. Portanto, mesmo com os fortes ajustes fiscais, os valores negativos da poupança do governo registrados no período 2001 e 2002 (-3,3% e -4,4%, respectivamente, conforme a tabela 14) foram consequência do aumento da dívida decorrente dos efeitos cambiais (emissão de títulos atrelados ao câmbio para conter os ataques especulativos de 1998 e 2002) e do reconhecimento de dívidas antigas (os chamados “esqueletos”). Tais fatores, fora do controle do governo FHC, não foram relativizados pelos investidores, que olharam apenas o aspecto quantitativo da dívida pública, desprezando as suas dimensões qualitativas (GIAMBIAGI, 2011, p. 189).

Todavia, em relação à poupança externa, a reversão dos déficits em conta corrente no em 2002 (tabela 20), motivado pela expansão das exportações, era palpável. Porém, tal

reversão só foi percebida pelos mercados no final de 2002, com Lula já praticamente eleito.

3.5.2. Os dois mandatos de Lula (2003-2006 e 2007-2010)

No ano de 2001, o Partido dos Trabalhadores, divulgou um documento intitulado “Um Outro Brasil é Possível”, no qual defendia suas linhas mestras de política econômica, com vistas à candidatura de Luis Inácio Lula da Silva em 2002. Neste documento, alguns pontos polêmicos eram defendidos, tais como: (i) limitação da disponibilidade de recursos direcionados ao pagamento da dívida pública; e (ii) renegociação da dívida externa. Esse documento foi parcialmente revisto, no final de 2001, quando ocorreu o encontro nacional do partido, realizado em Olinda. O novo nome passou a ser “A Ruptura Necessária” e foi complementado pelo projeto do “Fome Zero”, que originalmente propunha conceder benefícios previdenciários de um salário mínimo para os trabalhadores não contribuintes do INSS e residentes no meio urbano, medida que, segundo o documento teria um impacto de 2% do PIB na despesa de benefícios previdenciários. Além disso, a fonte do aumento de outros 1,7% do PIB em recursos para “Fome Zero” seriam o Tesouro Nacional e a assistência social, definidos de forma genérica, sem especificar, detalhadamente a origem dos recursos para financiar o projeto. Em síntese, tal projeto significaria um aumento de despesas de 5% do PIB sem contrapartida em aumento de receitas.

Tais medidas foram consideradas temerárias pelo mercado financeiro que, já no ano de 2002, provocou uma crise especulativa que se agravava à medida em que Lula subia nas pesquisas de intenções de voto. Essa crise culminou com um ataque especulativo ao real o que depreciou fortemente a taxa de câmbio e provocou significativa redução das reservas internacionais (BAER, 2009).

Diante dessa crise, o PT moderou seu discurso e nomeou Antônio Palocci, que era prefeito de Ribeirão Preto e tinha sido deputado federal, para conversar com vários economistas ligados ao mercado financeiro, com membros da equipe econômica de FHC (Pedro Sampaio Malan, o ministro da Fazenda e Armínio Fraga, o presidente do BC, sobretudo). Em tais diálogos, Palocci procurou marcar uma mudança importante das medidas econômicas propostas anteriormente pelo PT. Tal modificação de postura ficou consolidada na “Carta ao Povo Brasileiro”, divulgada em junho de 2002, na qual as principais lideranças do PT se comprometiam em preservar níveis de superávit primário necessários para impedir que dívida interna aumentasse. Em seguida, no mês de agosto, na “Nota sobre o Acordo com o FMI”, o PT abandona definitivamente o discurso de ruptura com o Fundo e promete

respeitar as normas definidas pelo acordo negociado no final do segundo governo FHC. Além da divulgação da Nota, o partido antecipa o nome de Palocci como o indicado para ser ministro da Fazenda. Esses dois documentos ajudaram a conter o ataque especulativo, contudo, o custo das emissões de títulos atrelados ao câmbio, que serviram para fornecer hedge aos afetados pela crise especulativa reduziu a poupança pública de (-3,3% para -4,4%, em 2002, conforme tabela 14).

As primeiras medidas de política econômica do governo Lula foram ortodoxas: (i) nomeação de Henrique Meirelles como presidente do BC (ele tinha sido presidente mundial do Bank Boston); (ii) aumento da taxa de juros básicos (que em 60 dias passou de 18% para 25% a.a.); (iii) elevação da meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, em 2003; (iv) anúncio das metas de inflação para 2003 e 2004, de 8,5% e 5,5%, respectivamente (o que atendia às expectativas das instituições financeiras); (v) colocou na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) o objetivo de manter a mesma meta fiscal de 4,25% do PIB de superávit primário, para o período de 2004-2006. Com tais medidas, o PT abandonava definitivamente o seu discurso heterodoxo e antagonista em relação aos mercados financeiros.

As políticas fiscais e monetárias contracionistas com as quais Lula deu continuidade ao que se fazia no governo FHC, gerou um efeito positivo no saldo do balanço de pagamentos. O saldo do balanço comercial, ainda em 2001, no governo anterior, tinha apresentado saldo positivo e permaneceu em crescimento. Em apenas quatro anos ela apresentou, graças à depreciação do câmbio real, uma forte reversão: passou de um superávit de US\$ 2,6 bilhões em 2001 para US\$ 44,5 bilhões em 2005. As exportações subiram bastante e as importações se reduziram muito em 2002-2003, por causa da fraca demanda interna. Mas em 2004, o desempenho nas contas do BP foi exclusivamente graças às exportações. Com isso, a conta corrente saiu de um período longo de déficit. Em 2003 ela tornou-se finalmente positiva e passou, em seguida, de um superávit de US\$ 11,7 bilhões, em 2004, para US\$ 14,2 bilhões em 2005. Essa redução na poupança externa (déficit em conta corrente) contribuiu para amenizar os efeitos da queda do investimento direto estrangeiro, que voltou a aumentar apenas em 2004-2005, mas não chegando aos mesmos níveis do final dos anos 90²¹.

Um dos feitos memoráveis do primeiro mandato de Lula foi a promulgação, em dezembro de 2003, da reforma da previdência. A magnitude dos gastos com previdência e assistência social em comparação com as outras despesas sociais do governo recomendava urgência na aprovação da reforma. Conforme RANDES (2003), o governo teve que despende

²¹ Dados da revista Conjuntura Econômica, da FGV/RJ.

mais de R\$ 39 bilhões para pagar os benefícios dos servidores públicos (que somavam 3,5 milhões e seus dependentes) sendo que apenas R\$ 30 bilhões foram os gastos federais voltados para a saúde (que correspondem a uma parcela populacional muito maior do que a dos servidores). A reforma previdenciária aumentou a idade mínima de aposentadoria para todos os funcionários públicos e exigiu que eles contribuíssem para o sistema previdenciário se sua renda mensal fosse superior a R\$ 1.400,00. Também estabeleceu um teto para todo o serviço público e para as pensões pagas aos aposentados do setor privado, além de outras medidas contendoras dos custos previdenciários. No longo prazo, o potencial de aumento da poupança pública desta reforma é de R\$ 50 bilhões em um horizonte de 20 anos (BAER, 2009, p. 259). É interessante notar que, nos 9 anos seguintes à reforma, ou seja, no período 2004-2012, a poupança pública mostrou-se consistentemente positiva, ao contrário do que ocorreu nos anos 90. A poupança privada também apresentou aumento na participação do tripé de financiamento do investimento no período pré-crise internacional de 2004 a 2008 (tabela 15).

Outra medida que ajudou a aumentar a parcela da poupança pública na poupança interna (soma das poupança privada e pública) foi a minirreforma tributária que o governo Lula promoveu no primeiro semestre de 2003. A minirreforma baseou-se em cinco medidas: (i) uma unificação do ICMS nos Estados (com redução na quantidade de taxas de 44 para 5), o que fez com que um tributo baseado na produção fosse gradativamente se voltando para o consumo; (ii) transformação do CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) em um imposto permanente (antes era temporário); (iii) compensação federal do Estados que emitem créditos fiscais às empresas exportadoras; (iv) alteração no método de cobrança da Cofins (Contribuição para o Financiamento do Seguro Social), que passou a ser um porcentual do lucro da empresa e não mais calculada com base nos salários pagos; e (v) promoção da venda e exportação de bens de capital pela redução na incidência do ICMS e do IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados). Tais medidas melhoraram um pouco o sistema tributário. Contudo, estas medidas não atacaram o problema do peso da tributação indireta.

Em dezembro de 2004, o governo conseguiu aprovar no Congresso a lei de falências. A lei anterior priorizava o ressarcimento dos trabalhadores, pondo em segundo lugar o pagamento dos débitos tributários e, em último, os credores privados. A nova lei priorizou o pagamento dos credores e limitou o pagamento aos empregados. Os efeitos dessa lei (em conjunto com a lei de alienação fiduciária de imóveis, aprovada em 1997) sobre a expansão do crédito foram marcantes e propiciaram uma expansão expressiva do crédito no período de

2004 a 2010.

A condução da política econômica no segundo mandato de Lula foi ficando gradativamente menos ortodoxa. O novo ministro da Fazenda, Guido Mantega, promoveu as seguintes modificações em relação à política vigente no período de Antônio Palocci:

- Aumento da participação do BNDES na economia;
- Discordâncias abertas do ministro Mantega em relação à política monetária mantida por Henrique Meirelles;
- Tendência de redução do controle fiscal para obtenção de superávits primários, a meta fiscal deixou de ser perseguida de forma consistente (uso do desconto das despesas de investimento do cálculo do superávit primário);
- Crescimento real da despesa pública e aumentos salariais concedidos ao funcionalismo público;
- Ampliação do crédito ao consumidor e ao mutuário;
- Aumento real no salário mínimo;
- Adoção de programas de transferência de renda direta;
- Criação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC);
- Medidas anticíclicas de combate à crise internacional a partir de 2009.

“Entre 2003 e 2010, o Brasil atravessou o maior ciclo de crescimento das últimas três décadas. O PIB cresceu 4,1% ao ano, quase o dobro do observado entre 1980 e 2002 (2,4% ao ano). As contas externas da economia brasileira no governo Lula apresentaram resultados muito positivos expressos nos superávits do balanço de pagamentos entre 2003 e 2010 (US\$231,8 bilhões no acumulado). Isso permitiu ao governo saldar os empréstimos com o FMI, diminuir o endividamento público externo e acumular reservas. (CINTRA e ACIOLY, 2012)

3.5.3. Desenvolvimento financeiro e formação de poupança no início do século XXI

Em relação ao setor externo, em 2007- 2010, os principais responsáveis pela melhora nos resultados do setor externo foram os superávits nas contas de capital e financeira.

Na tabela 14 podemos verificar que no primeiro mandato do governo Lula, a participação da poupança externa com relação ao PIB foi negativa. Assim, neste período a necessidade de capital externo foi negativa, ou seja, ocorreram superávits na conta corrente. A poupança privada, apresentou crescimento até meados da crise internacional de 2008. Observa-se também que no primeiro ano do governo Lula a participação da poupança pública

aumentou (superávits primários). Contrariando os dois anos anteriores do final do período FHC (2001 – 2002), no qual apresentaram déficits na poupança pública de 3,3% e 4,4%, respectivamente (já comentados anteriormente).

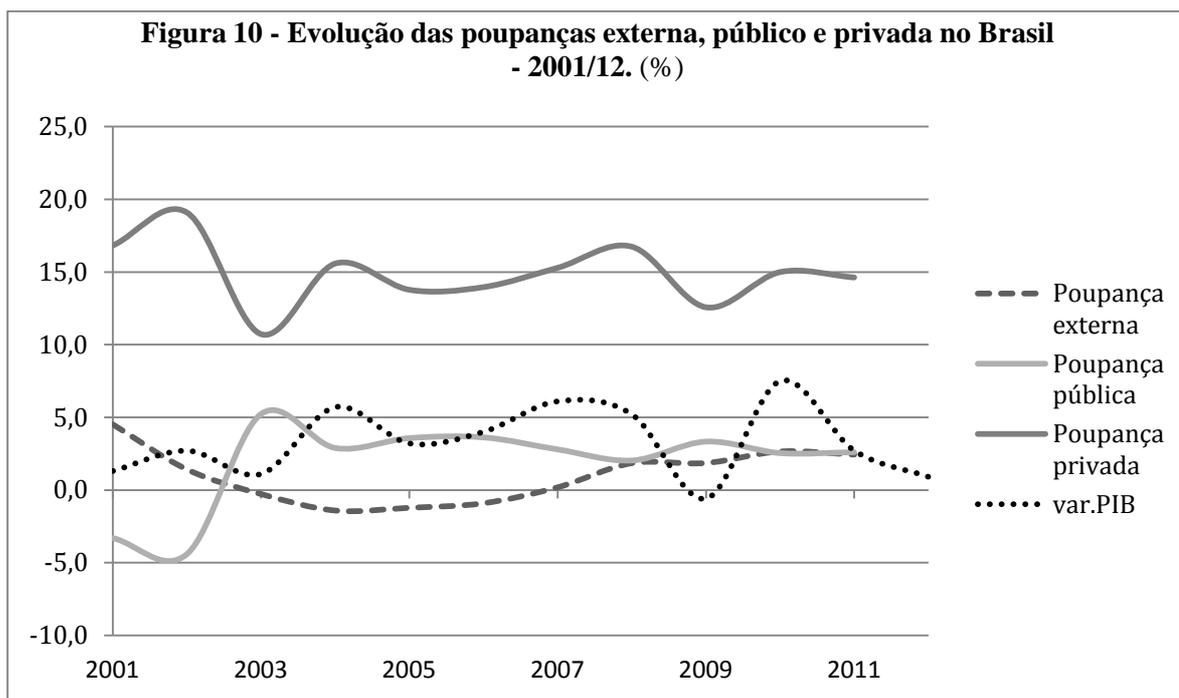
Tabela 14 - Evolução das poupanças bruta, externa, pública e privada no Brasil – 2001/2012. (%)

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
2001	18,0	4,5	-3,3	16,8	13,5
2002	16,1	1,4	-4,4	19,1	14,7
2003	15,7	-0,3	5,2	10,7	16,0
2004	17,1	-1,4	2,9	15,6	18,5
2005	16,1	-1,2	3,6	13,8	17,3
2006	16,7	-0,9	3,6	14,0	17,6
2007	18,3	0,2	2,8	15,3	18,1
2008	20,6	1,9	2,0	16,7	18,8
2009	17,8	1,9	3,3	12,6	15,9
2010	20,2	2,7	2,6	15,0	17,5
2011	19,7	2,4	2,6	14,6	17,2
2012	17,6	3,0	2,5	12,1	14,6

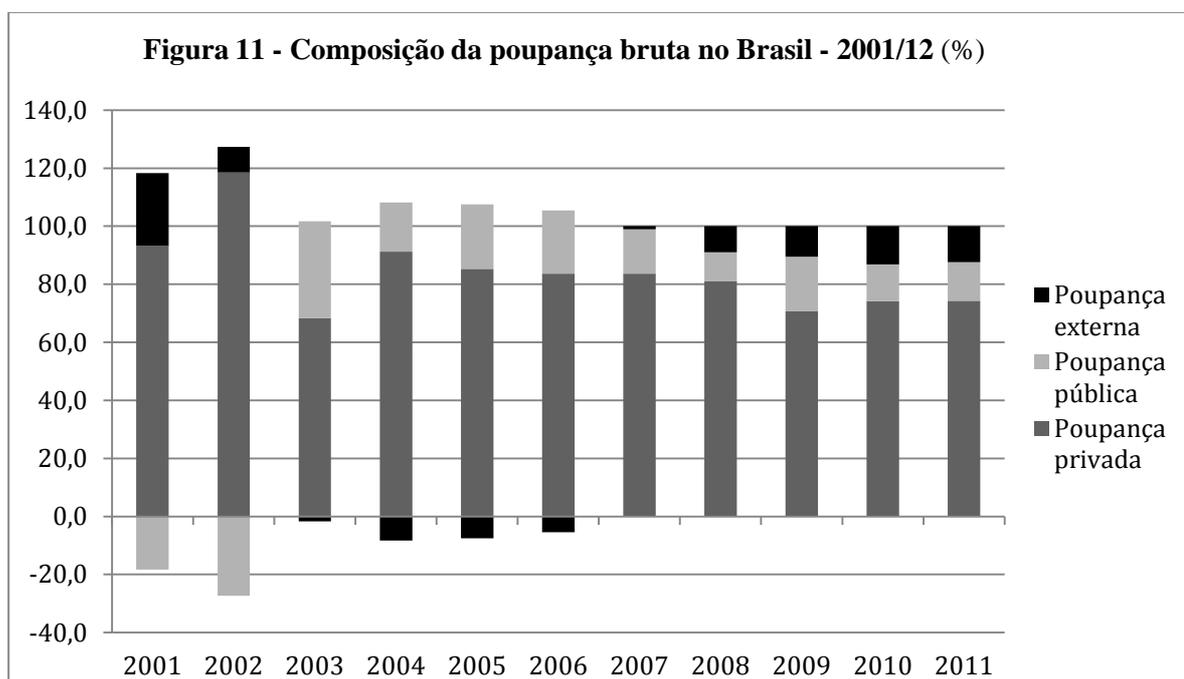
Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IBGE, Banco Central.

Outro detalhe importante a ser verificado foi o retorno gradativo da dependência de capitais externos associada à redução da poupança interna no período pós-crise. Este aumento do ingresso de capitais externos está associado, por um lado, a uma redução do dinamismo das exportações e à maior atratividade das importações (como reflexo da apreciação real do câmbio, nos anos seguintes a crise). Também decorre do excesso de liquidez da economia mundial, sendo que boa parte deste fluxo de capital deslocou-se para o Brasil devido principalmente à alta rentabilidade das aplicações em carteira e à rápida recuperação da atividade econômica devido a expansão do mercado interno.

A poupança pública no ano de 2009 apresenta um aumento em sua participação (passando de 2% para 3,3%), no entanto no ano seguinte esta participação voltou a cair. (tabela 14)



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central , IPEA e IBGE.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Banco Central , IPEA e IBGE.

Nos anos de 2003 a 2006 ocorre um aumento da participação da poupança interna na formação da poupança agregada.

Quanto à composição das fontes de financiamento do crescimento na última década é perceptível que a poupança privada decresce em importância relativa (passa de 93,2%, em

2001, para 74,2%, em 2010), ao passo em que o peso da poupança externa na formação da poupança bruta também decresceu dos 25,1% de 2001, para 13,2% no ano de 2010 (tabela 15).

Temos, portanto, que além da queda da participação da poupança externa no total, a poupança pública foi o principal componente a contribuir para o aumento da participação da poupança interna como fonte de financiamento do investimento.

Tabela 15 - Importância relativa das três fontes de financiamento na formação da poupança agregada– 2001/2012. (%)

Anos	Poupança bruta	Poupança externa	Poupança pública	Poupança privada	Poupança interna
2001	100	25,1	-18,3	93,2	74,9
2002	100	8,8	-27,3	118,5	91,2
2003	100	-1,7	33,4	68,3	101,7
2004	100	-8,2	17,0	91,3	108,2
2005	100	-7,6	22,2	85,4	107,6
2006	100	-5,4	21,8	83,7	105,4
2007	100	1,0	15,3	83,6	99,0
2008	100	9,0	9,9	81,1	91,0
2009	100	10,5	18,8	70,7	89,5
2010	100	13,2	12,6	74,2	86,8
2011	100	12,4	13,3	74,3	87,6
2012	100	16,8	14,1	69,1	83,2

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, IBGE, Banco Central.

Como pôde ser observado neste capítulo, tivemos no início do período uma reestruturação do sistema financeiro brasileiro, que veio a influenciar nos resultados positivos do crescimento no final dos anos 60 e início dos anos 70. Foi destacado também as inúmeras crises que o país passou, sendo elas de âmbito externo e interno. Nestes períodos o país pela sua insuficiência de poupança doméstica recorria aos empréstimos externos, possibilitando desta forma o crescimento econômico e por vezes apenas estabilização econômica. Outro fator que cabe destacar foi a taxa de juros, no qual o governo utilizava como principal instrumento de incentivo a poupança. Sendo assim, para uma análise mais robusta das informações presentes neste capítulo, será aplicado um modelo econométrico de séries temporais no próximo capítulo.

4. ANÁLISE ECONOMETRICA DO FINANCIAMENTO DO CRESCIMENTO NO BRASIL: 1960-2010

Vários artigos apresentam modelos teóricos que indicam forte correlação entre as fontes de financiamento do investimento descritas pelas três formas de poupança (as poupanças externa, privada e pública), o investimento e as taxas de crescimento. Tais como, DOMAR (1957); HARROD (1948); KALDOR (1956); PASINETTI (1974) e SAMUELSON e MODIGLIANI (1966). Também são de leitura útil às resenhas críticas de DEATON (1994) e SIMONSEN (1991) e os trabalhos de AMADEO e MONTERO (2005) e AGLIETTA (2004). Entretanto, as relações de causalidade entre variáveis são ainda controversas na literatura econômica.

Neste capítulo, utiliza-se um modelo VEC (vetor de correção de erro) com a finalidade de verificar a dinâmica das variáveis observadas no longo prazo em relação ao nível de crescimento, assim como, o efeito dos choques nas poupanças e no alargamento financeiro sob o crescimento no período em questão. Averiguando também as relações de precedência causal entre investimento, suas fontes de financiamento (as três poupanças citadas) e as taxas de crescimento do PIB real.

O capítulo foi estruturado em quatro seções no qual na primeira, é feita uma exposição dos estudos empíricos da literatura nacional e internacional. Na segunda, apresentam-se a base de dados utilizada no trabalho em questão. Sendo apresentado na terceira seção os testes de raiz unitária e os procedimentos dos modelos VEC. Na quarta seção é realizado as análises do teste de causalidade TYDL²² e das funções de impulso e resposta.

4.1. Estudos empíricos

Nesta seção é apresentado alguns estudos internacionais e nacionais referentes ao tema, sendo estes ordenados por ano de publicação. Dentre os estudos a respeito do tema podemos destacar alguns importantes trabalhos que contribuíram no decorrer do estudo. Tal como HORIOKA e WAN (2006), que realizaram uma análise econométrica dos determinantes da taxa de poupança de famílias chinesas. Elaborado por meio de um modelo de ciclo de vida com dados de formação de hábito e de um painel de dados para as províncias chinesas no período de 1995-2004. As principais conclusões dos autores foram a de que a taxa de poupança apresentava uma tendência de crescimento ao longo do tempo. Concluíram

²² TODA e YAMAMOTO (1995); DOLADO e LUTKEPOHL (1996)

também que os principais determinantes da variação da taxa ao longo do tempo seriam o juro real, a taxa de poupança defasada e a estrutura etária da população (dependência jovem).

LOAYZA, SCHMIDT-HEBBEL e SERVÉN (2000), apresentaram uma abordagem com variável instrumental utilizando dados em painel para estimar o efeito do crescimento da renda sobre a poupança. Verificaram que um aumento de 1 ponto percentual na taxa de crescimento aumenta a taxa de poupança privada, embora este efeito pudesse ser em parte transitória.

JAPPELLI e PAGANO (1998) fazem um estudo a respeito da taxa de poupança italiana que veio a apresentar taxas abaixo da média das economias desenvolvidas na última década, sendo que anteriormente estas mesmas taxas eram anormalmente elevadas. Os autores buscam investigar esta queda ocorrida na taxa de poupança através de cortes transversais da pesquisa de domicílios (renda e riqueza). Procuraram verificar se as explicações macroeconômicas são coerentes com os dados microeconômicos. Chegam a conclusão de que a recente desaceleração do crescimento da produtividade, o desenvolvimento de mercados de crédito e de seguros, e as mudanças no sistema de segurança social são algumas das principais causas.

SOUZA e JAYME (2002) analisaram as restrições ao crescimento econômico brasileiro de 1970 a 2000. Basearam-se na versão do modelo de três hiatos desenvolvida por BACHA (1990). O objetivo destes autores foi demonstrar os efeitos das mudanças ocorridas na economia brasileira na década de 90²³ sobre as restrições ao crescimento brasileiro. Buscaram verificar a correlação de longo prazo entre o investimento privado e público, por meio do teste de cointegração de Johansen e propuseram medidas para superar as restrições verificadas ao crescimento econômico brasileiro, propugnando por um aumento consistente das exportações e dos investimentos na melhoria da estrutura produtiva do país e por medidas que estimulassem as taxas de poupança pública e privada, no sentido de ampliar o investimento.

VELOSO, VILLELA e GIAMBIAGI (2008), que procuraram quantificar por meio de uma regressão de crescimento com dados de painel, a importância dos possíveis determinantes do crescimento no “milagre” econômico brasileiro (1968-1973). Os resultados mostraram que tanto o ambiente externo quanto as variáveis de política econômica explicam

²³ Segundo SOUZA e JAYME (2002) as mudanças ocorridas foram: (i) abertura econômica, caracterizada pelo aumento das relações comerciais com o exterior e pela elevação do fluxo de investimentos estrangeiros; ii) o crescimento da dívida pública interna, o qual gerou um expressivo aumento das despesas do governo com juros e a consequente deterioração da poupança pública; e iii) a relação entre o passivo externo líquido e a dívida pública interna.

uma parte relativamente pequena do crescimento observado no período de 1962-1967 e 1968-1973. No entanto aplicando um modelo de painel utilizando uma base de seis anos, ocorreu problemas de superestimação. Portanto foi utilizado um modelo de dados em painel com amostra de 10 anos (1964-1973). Para este modelo os resultados mostraram que o período de crescimento no milagre econômico se deve em grande parte aos efeitos defasados das reformas associadas ao PAEG.

FONSECA (2008) buscou apresentar e discutir as anomalias da escolha intertemporal brasileira no se refere ao comportamento dos agentes (famílias). Para isto utilizou-se dos conceitos comportamentais atribuídos à poupança privada e o consumo privado para três diferentes períodos da economia brasileira. Na opinião da autora, pode-se obter ganhos explicativos ao se inserir premissas psicológicas mais realistas na análise econômica da escolha intertemporal brasileira.

Em um de seus trabalhos, SACHSIDA; MENDONÇA e MEDRANO (2010) fazem uma estimação referente a política fiscal brasileira, no qual é utilizada como base uma metodologia de previsão condicional. Os dados utilizados eram trimestrais e tinham como referência o período de janeiro de 1995 a dezembro de 2007. Neste trabalho, os autores verificaram em seus resultados, a evidencia estatística de que a política fiscal teria afetado negativamente o nível de atividade da economia.

Portanto, após apresentado os estudos empíricos internacionais e nacionais, será apresentado na próxima seção as variáveis a serem utilizadas na estimação do modelo. Sendo também realizada uma análise econométrica das mesmas.

4.2. Base de dados utilizada na estimação

Para a base de dados foram incluídas as seguintes variáveis: Investimento, crescimento do PIB, taxa de juros, poupança privada, poupança do governo, poupança externa e aprofundamento financeiro. No entanto as variáveis de crescimento do PIB e taxa de juros estão em termos reais, ou seja, descontados pelo índice de inflação (IGP-DI). As demais variáveis estão em termos de participação percentual no PIB. No trabalho foi utilizado uma variável dummy para períodos de crise, bem como, períodos de baixo crescimento. As principais fontes para obtenção dos dados foram: as contas nacionais fornecidas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística –IBGE, IPEADATA e relatórios do Banco Central.

A Seguir é apresentada uma tabela referente as variáveis e as principais fontes consultadas:

Tabela 16 – Variáveis e suas respectivas fontes

Variáveis	Fonte
<i>g</i>	IBGE e IBRE/FGV
<i>INV</i>	IBGE
<i>r</i>	IPEADATA, Banco Central, FGV e IBGE
<i>Spriv</i>	IBGE
<i>Sgov</i>	IBGE
<i>Sext</i>	IBGE
<i>M2/PIB</i>	Banco Central, IBGE e World Development Indicators

Fonte: Elaborado pelo autor.

A série de poupança externa (*Sext*), é apresentada em percentual do PIB, corresponde ao déficit em transações correntes do balanço de pagamentos e tem como fonte primária o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais.

A poupança do governo (*Sgov*), por sua vez, em percentual do PIB. Esta variável corresponde as receitas correntes menos as despesas correntes em consumo, tem como fonte primária o sistema de contas nacionais do IBGE. Portanto, pode-se tratar de um déficit (despoupança) ou superávit (poupança) na conta corrente do governo.

Completando as poupanças temos a série de poupança privada (*Spriv*), que foi construída pelo autor com base na decomposição da poupança total bruta, cuja fonte primária é o sistema de contas nacionais do IBGE. A poupança privada foi calculada como sendo a poupança bruta deduzida da poupança pública (*Spub*) e da poupança externa (*Sext*).

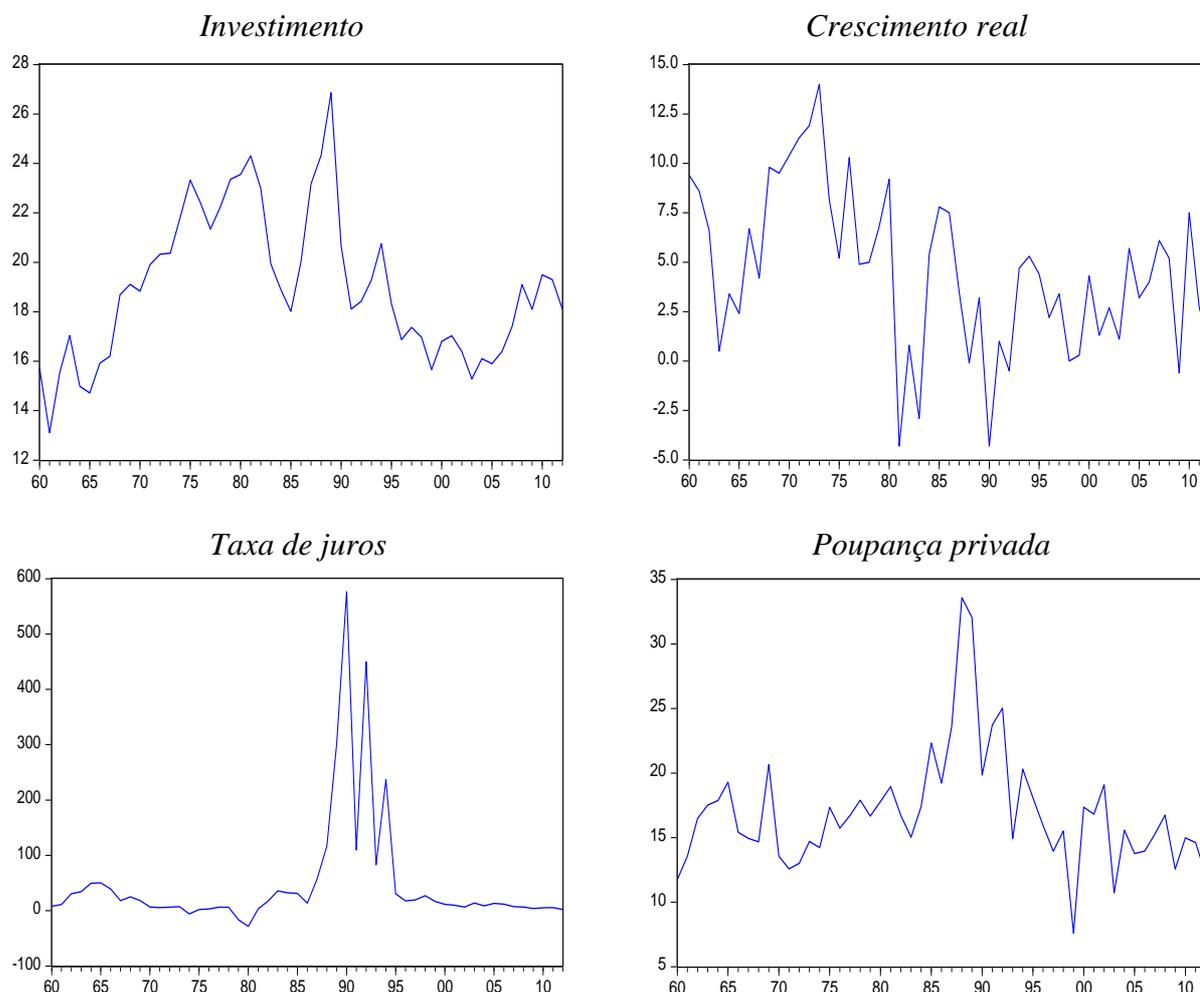
A série de crescimento do PIB real (*g*) é apresentada em variação percentual anual, corresponde as variações do PIB deflacionado pelo IGP-DI. A fonte primária foram as contas nacionais do IBGE e Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas – IBRE/FGV. Temos ainda a série da taxa de investimento total (*INV*), correspondendo a formação bruta de capital fixo menos a variação dos estoques em percentual do PIB. Tendo como fonte a série histórica do IBGE.

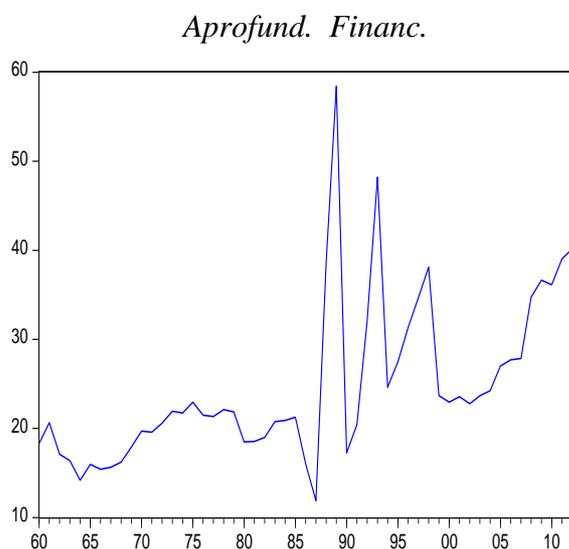
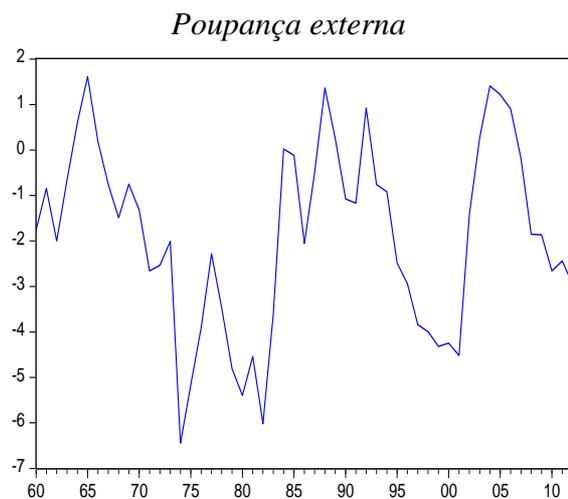
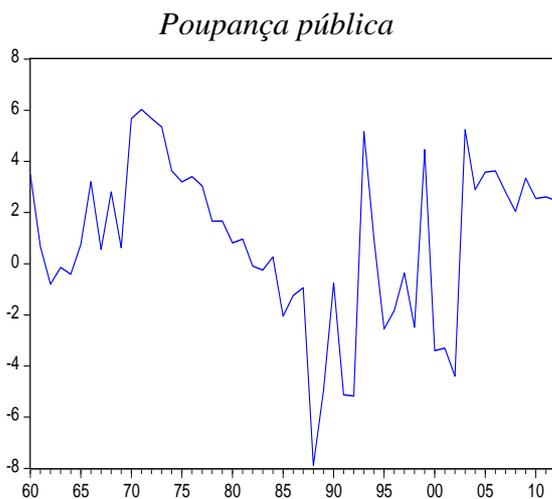
A variável taxa de juros reais foi calculada a partir das séries de letras de câmbio, ORTNs, CDBs, Taxas Over Selic, deflacionados pelo IGP-DI. Nesse sentido, as fontes primárias dos dados foram: Fipe, IPEADATA, Banco Central, FGV e IBGE.

A série de M2, em percentual do PIB, aparece como um indicador do nível de aprofundamento financeiro. A fonte primária foi obtida da seguinte forma : Banco Central do Brasil (novo conceito de 1999 até 2012); Global Development Finance e World Development Indicators (de 1961 até 1998); M1 + Haveres não-monetários (Banco Central do Brasil e IBGE). E por últimos temos a utilização de uma variável *dummy*. A *dummy* foi aplicada para os anos em que as crises externas afetaram a economia brasileira. Ou seja, anos de baixo crescimento do PIB motivados por crises externas.

A figura 12 apresenta o comportamento das variáveis no período referente a 1960 – 2012. Variáveis estas também comentadas e analisadas no capítulo anterior.

Figura 12 – Variáveis do modelo em percentual do PIB referente a 1960 – 2012





Fonte: Elaborado pelo autor por meio dos dados no E-views 7

Nesta seção foi apresentada as variáveis utilizadas no modelo, bem como suas respectivas fontes de obtenção dos dados. A seguir serão realizados alguns testes econométricos para verificar o modelo adequado para a realização da estimação do modelo de série temporal.

4.3. Testes econométricos e resultados do modelo VEC

Conforme WALLIS (1999, p. 312), os modelos macroeconômicos de longo prazo estimados a partir de séries temporais mais utilizados na literatura são os modelos ARIMA, VAR, VAR estrutural, vetores de correção de erro (VEC), os modelos e simulação estocástica e de design experimental (que utilizam experimentos com amostras artificiais). Adota-se aqui

o modelo VEC, cujo primeiro procedimento, a ser realizado antes da aplicação do próprio modelo e a interpretação das funções de impulso resposta, é a realização dos testes de raiz unitária e de cointegração de Johansen. Ele permite inferir estatísticas das séries temporais utilizadas na pesquisa e verificar o comportamento de cada série, com relação à média, variância, covariância, bem como a sua respectiva dependência em relação ao tempo. Nesse sentido, com o objetivo de verificar a estacionariedade das séries temporais utilizadas na estimação da função de Crescimento desta seção e do teste de causalidade de Granger na subseção seguinte, é realizado o teste de raiz unitária de Dickey-Fuller (ADF-GLS)²⁴.

Tabela 17: Teste Dickey-Fuller^{GLS} (DF-GLS)

CRITÉRIO	VARIÁVEIS	EM NÍVEL	
		<i>Estatística t</i>	<i>p-valor</i>
ADF	INV	-2,3113	0.0251
ADF	S _{PRIV}	-2,2253	0.0307
ADF	S _{PUB}	-3,7354	0.0005
ADF	S _{EXT}	-2,9939	0.0043
ADF	M2	-3,7130	0.0005
ADF	<i>r</i>	-1,9257	0.0599
ADF	<i>g</i>	-2,2234	0.0308

Fonte: elaborado pelo autor a partir de teste realizado no E-views 7.

Os resultados da tabela 17 permitem afirmar, com significância de 5%, que as séries INV, Spriv, Spub, Sext, M2 e g são estacionárias em nível. Por outro lado, percebe-se que a série de taxa de juros *r* é estacionária também em nível, mas com significância de 10%. Conforme demonstrado no teste ADF-GLS acima, foi aceita a hipótese de estacionariedade das variáveis em nível.

Chegando a conclusão de que as séries são I(0), o próximo passo a ser definido será o de encontrar o número de defasagens mais adequadas ao modelo. Foi estimado um VAR irrestrito para as séries não diferenciadas assumindo inicialmente um lag longo, sendo esta defasagem aplicada para o modelo VEC. Portanto, tendo em vista o número de observações, definiu-se o número de defasagens levando em consideração o menor critério de informação

²⁴ Elliot, Rotemberg e Stock (1996) propõem usar mínimos quadrados generalizados (GLS) a fim de extrair a tendência estocástica da série. Emprega-se o procedimento padrão para estimar a estatística *ADFGLS* como sendo a estatística *t* para testar a hipótese nula de presença de raiz unitária contra a hipótese alternativa de que a série é estacionária.

de Akaike (AIC), Schwarz (SC) e Hannan-Quinn (HQ). Conforme as informações expostas na tabela 18, foi adotado cinco defasagens como o número ideal, pelo critério AIC e HQ.

Tabela 18 – Ordem de defasagem do modelo VAR

Defasagens	AIC	SC	HQ
1	38,582372	40,765440*	39,407357
2	38,109291	42,202543	39,656137
3	37,848152	43,851589	40,116860
4	36,788493	44,702114	39,779062
5	33,178530*	43,002336	36,890961*

Fonte: elaborado pelo autor a partir de teste realizado no E-views 7.

*Indicam os melhores valores (isto é, minimizados).

AIC: critério de Akaike; SC: critério bayesiano de Schwarz; HQ: critério de Hannan-Quinn

Por seguinte passamos a verificação de uma possível relação de cointegração entre as variáveis do presente estudo, portanto, optou-se pelo método de cointegração de Johansen²⁵. Segue-se então o cálculo do teste de cointegração com o intuito de verificar a existência de uma relação de longo prazo entre as séries utilizadas.

Tabela 19 – Teste de cointegração de Johansen.

Ordem	Autovalor	Teste traço	p-valor**	Teste Lmax	p-valor**
0	0,87097	300,42	0,0000*	98,290	0,0000*
1	0,84066	202,13	0,0000*	88,161	0,0000*
2	0,62455	113,97	0,0000*	47,023	0,0001*
3	0,51820	66,949	0,0000*	35,051	0,0006*
4	0,36346	31,899	0,0039*	21,682	0,0103*
5	0,14808	10,217	0,1100	7,6925	0,1995
6	0,051234	2,5245	0,1311	2,5245	0,1326

Fonte: elaborado pelo autor a partir de teste realizado no E-views 7.

*Denota a rejeição da hipótese nula ao nível de 0,05.

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

²⁵ De acordo com ENDERS (1995), cointegração significa que séries temporais não estacionárias e integradas de mesma ordem compartilham tendências estocásticas semelhantes, ou seja, apresentam relação de equilíbrio de longo prazo.

O resultado do teste indica a presença de cointegração entre as variáveis do modelo. No entanto, no modelo deste trabalho, levou-se em consideração o teste do traço. Ou seja, por meio deste teste verificou-se a presença de 5 vetores cointegrados. Devido a cointegração entre as variáveis, o modelo a ser utilizado será o de vetor de correção de erros (VEC).

Portanto, após a realização dos testes de raiz unitária e de cointegração foi estimado o modelo VEC. Na tabela 20, é apresentado o modelo de correção de erros aplicando as variáveis em questão (INV , g , r , $Spriv$, $Sgov$, $Sext$ e $M2$), sendo apresentado apenas a equação de interesse do trabalho. A tabela completa poderá ser analisada no apêndice 1.

No modelo VEC verificamos uma relação dinâmica de longo prazo das poupanças para com crescimento com uma significância de 5%. Cabendo destacar os coeficientes negativos da poupança interna, resultado este devido dentre outros motivos, ao nível de poupança doméstica insuficiente para o crescimento. A variável *dummy* utilizada para estimação do modelo apresentou significância de 1%, apresentando um coeficiente negativo. Ou seja, indo de acordo com o propósito de sua utilização. Propósito este que se refere aos períodos de crise onde houve baixo crescimento do PIB. Outra variável que apresentou relação significativa para as defasagens iniciais foi a taxa de juros. Esta variável, assim como verificado no capítulo anterior, apresentou relação para o crescimento. Contribuindo desta forma com o intuito do governo em gerar poupança, bem como na função de incentivar a entrada de capital externo.

Tabela 20 - Estimação do modelo VEC para Crescimento (g).

Variáveis	d (g)	Variáveis	d (g)
<i>CointEq 1</i>	-2,89915* (1,37624)	<i>d Spriv (-1)</i>	-2,57365** (1,08137)
<i>CointEq 2</i>	-1,17720** (0,44061)	<i>d Spriv (-2)</i>	-1,36580 (0,91895)
<i>CointEq 3</i>	-0,00448 (0,01672)	<i>d Spriv (-3)</i>	-1,35499* (0,74438)
<i>CointEq 4</i>	3,14969** (1,32865)	<i>d Spriv (-4)</i>	-0,09173 (0,60162)
<i>CointEq 5</i>	3,66902** (1,61357)	<i>d Sgov (-1)</i>	-2,88030** (1,29497)
<i>d INV (-1)</i>	1,61789 (1,23424)	<i>d Sgov (-2)</i>	-1,48615 (1,02741)
<i>d INV (-2)</i>	-0,14448 (0,96940)	<i>d Sgov (-3)</i>	-1,35927 (0,86865)
<i>d INV (-3)</i>	0,90225 (0,93135)	<i>d Sgov (-4)</i>	-0,39315 (0,71908)
<i>d INV (-4)</i>	-0,68065 (0,63374)	<i>d Sext (-1)</i>	3,37008** (1,45612)
<i>d g (-1)</i>	0,50819 (0,45375)	<i>d Sext (-2)</i>	0,17109 (1,12638)
<i>d g (-2)</i>	0,66007 (0,43456)	<i>d Sext (-3)</i>	1,21039 (0,93079)
<i>d g (-3)</i>	0,82936** (0,37636)	<i>d Sext (-4)</i>	-0,08571 (0,90600)
<i>d g (-4)</i>	0,64317** (0,25509)	<i>d M2 (-1)</i>	0,08190 (0,19051)
<i>d r (-1)</i>	0,03570* (0,01745)	<i>d M2 (-2)</i>	0,10565 (0,23508)
<i>d r (-2)</i>	0,04618** (0,01538)	<i>d M2 (-3)</i>	-0,13268 (0,17283)
<i>d r (-3)</i>	0,00236 (0,01412)	<i>d M2 (-4)</i>	0,05079 (0,15075)
<i>d r (-4)</i>	-0,00047 (0,01098)	<i>DMY</i>	-4,55895*** (1,28526)

Fonte: Elaboração do autor a partir de testes realizados no Eviews 7.

Notas: Erro-padrão entre parênteses.

*** significativo a 1%; ** significativo a 5%; e * significativo a 10%.

Ao estimar o grau de ajuste dos termos de correção (ECT), que apresentam a velocidade de convergência do desequilíbrio de curto prazo em relação ao equilíbrio de longo prazo, obteve-se termos iguais a “-2,89”, “-1,17”, “-0,004”, “3,15” e “3,67” respectivamente. Sendo que os termos “-1,17”, “3,15” e “3,67” são significativos a 5%. Em outras palavras, aproximadamente -1,17% do desequilíbrio entre o valor efetivo e o valor de longo prazo, são corrigidos a cada ano para o segundo vetor de correção. Os resultados indicam que o quinto vetor (3,67%) tende a corrigir mais rapidamente o desequilíbrio de curto prazo em relação ao longo.

A poupança externa defasada para o primeiro ano apresentou uma relação positiva com o crescimento, com significância de 5%. Sendo esta variável, a única com relação positiva dentre as demais poupanças defasadas. Ou seja, para um aumento de 1% da poupança externa na participação no PIB, obteve-se um aumento de aproximadamente 3,17% na contribuição para com o crescimento. Cabe destacar também os coeficientes negativos referentes a poupança privada de público, que por sua vez reforçaram a afirmação de autores a respeito da insuficiência de poupança externa. Temos também a relação positiva da taxa de juros no que se refere ao crescimento. Contudo, os coeficientes estimados para taxa de juros apresentaram significância de 10% e 5% para a primeira e segunda defasagem, respectivamente.

Sendo assim nesta seção, após a estimação do modelo VEC foram encontrados resultados condizentes com a literatura referente ao assunto. Nos resultados do VEC com relação a variável de crescimento do PIB (g), podemos verificar uma relação com a variável *dummy* e também com as seguintes variáveis defasadas: taxa de juros, poupança privada, poupança do governo, poupança externa. Sendo que dentre elas podemos perceber a relação positiva da poupança externa e taxa de juros na equação referente ao crescimento principalmente em períodos de crises (*dummy*).

4.4. Análise dos resultados do modelo VEC

4.4.1 Teste de causalidade TYDL

A metodologia utilizada para o teste de causalidade é a proposta por TODA e YAMAMOTO (1995) e DOLADO e LUTKEPOHL (1996) – TYDL. Eles propõe uma técnica que é aplicável independente da cointegração e da presença de variáveis cointegradas. O método envolve o uso do teste estatístico “Wald modificado” para testar a significância dos

parâmetros para um modelo VAR(s) (onde “s” é o número de defasagens do sistema). Entretanto, para este modelo a estimação de um VAR (s + d_{max}) garante o χ^2 (chi-quadrado) uma distribuição assintótica do teste Wald. Onde “ d_{max} ” é a ordem máxima de integração das variáveis observadas.

Para a estruturação do teste de causalidade TYDL, seguiu-se o seguinte procedimento: (1) estimar um modelo VAR para as variáveis em questão; (2) de acordo com os critérios AIC, BIC e HQ, o número de defasagem adequado para o modelo é 5 defasagens; (3) Através do teste ADF-GLS, observou-se que todas as variáveis são estacionárias em nível $-I(0)$. Sendo assim, o número de integração máximo é $d_{max} = 0$.

Neste teste de causalidade adota-se a hipótese nula $H(0)$ de que uma variável apresenta efeito de causalidade a outra. Seguindo esse procedimento, os resultados do teste Wald modificado são apresentados na tabela a seguir.

Tabela 21 – Teste de causalidade Toda-Yamamoto (Wald Modificado)

H0	χ^2	p-valor
Spriv \rightarrow g	9.713618	0.0838*
Sgov \rightarrow g	9.385112	0.0947*
Sext \rightarrow g	11.98381	0.0350**
Sgov \rightarrow r	9.894893	0.0783*
M2 \rightarrow r	10.59823	0.0600*
INV \rightarrow Spriv	12.34500	0.0304**
INV \rightarrow M2	12.58891	0.0276**
Spriv \rightarrow M2	13.33961	0.0204**
Sext \rightarrow M2	12.08114	0.0337**

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do E-views 7.

Os resultados da aplicação do referido teste para o caso da economia brasileira, conforme demonstra a tabela 21, indicam que ocorre causalidade no sentido de Granger do tipo unidirecional, com grau de significância de 5% entre as séries: (i) Sext – g e Sext - M2, (ii) INV- Spriv e INV-M2; (iii) Spriv-M2.

Sendo que nas variáveis de poupança doméstica (privada e pública) também ocorre

causalidade no sentido de Granger do tipo unidirecional com g , mas no entanto com um grau de significância de 10%.

Analisando o primeiro resultado, verifica-se que ele reforça a importância histórica da poupança externa no processo de financiamento do crescimento do PIB real no período de 1960 a 2012. Tal evidência corrobora as constatações de vários autores que se referem à importância das fontes externas de financiamento. Eles utilizam expressões associadas a esta problemática, tais como “vulnerabilidade externa”, “restrição externa”, “carência de poupança interna”, “escassez de divisas” etc. Outra observação a ser analisada é a de que a poupança externa também apresenta causalidade unidirecional para com a variável de aprofundamento financeiro.

O segundo resultado, indica a relação de precedência causal entre investimento (INV) e as variáveis de poupança privada e aprofundamento. Mas contrariando o segundo e enfatizando o primeiro resultado, temos a seguinte observação de SIMONSEN (1991): Ele sugeria que, em termos teóricos a poupança causa investimento e, ao fim e ao cabo, o crescimento econômico. Entretanto, os testes de causalidade aplicados ao Brasil expostos na tabela 21, apenas confirmam a causalidade entre poupança externa e crescimento (significância de 5%) e poupança doméstica e crescimento (significância de 10%). Nesse sentido, destaca-se que no processo brasileiro de acumulação de capital, as poupanças pública e privada não causam investimento. Mas verificou-se que investimento causa poupança privada.

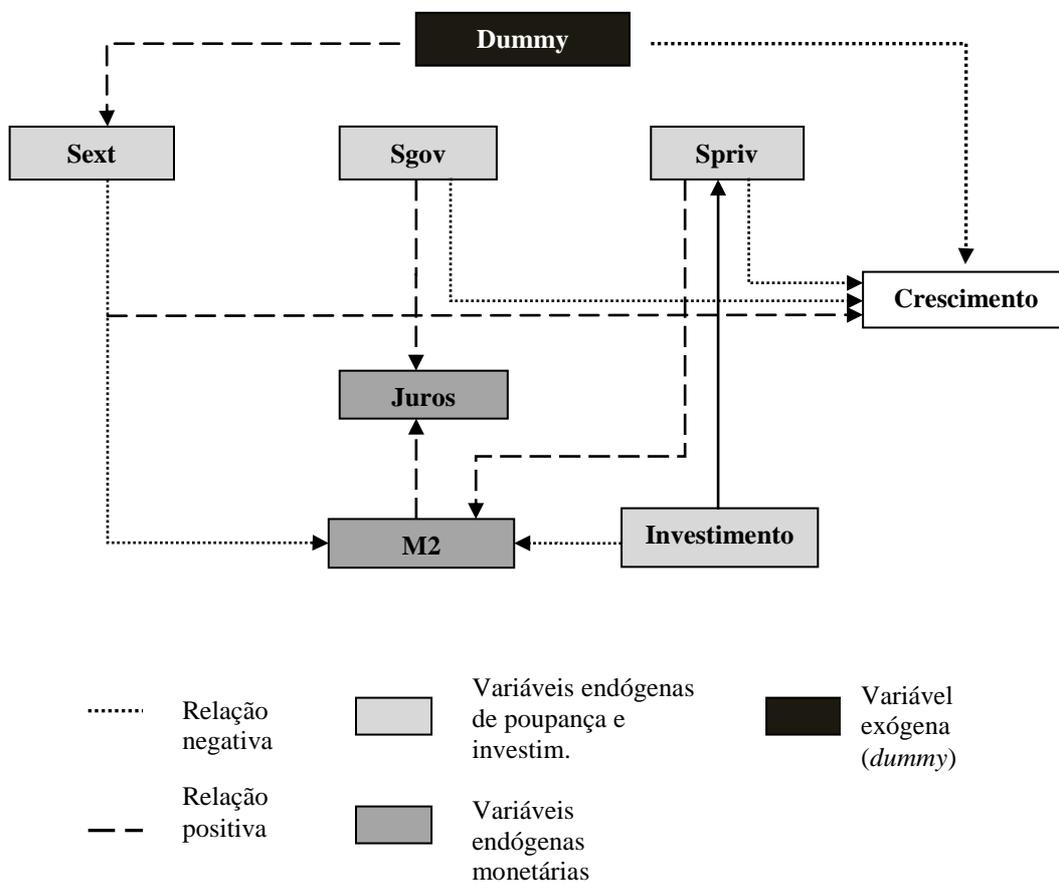
Assim sendo, o caso brasileiro serve como evidência empírica de causalidade unidirecional “keynesiana” entre investimento e poupança. No entanto os resultados possuem grande utilidade como fato estilizado para caracterizar a importância da fonte de financiamento externo (geração de déficits em transações correntes) para o crescimento do PIB real no período de 1960 – 2012.

Dividindo tanto a formação bruta de capital fixo (investimentos) quanto às importações líquidas (o déficit nas contas correntes) pelo PIB, superpondo as duas séries, chegará a um resultado de forte correlação entre as duas séries, podendo-se verificar que sempre que os déficits em contas correntes se elevam, crescem também as taxas de investimento. Conclui-se que as poupanças externas são predominantemente usadas para elevar a capacidade produtiva, contribuindo para o crescimento econômico. (PASTORE, 2010).

Na figura 13, é apresentada uma estrutura resumida tendo como base os resultados

anteriores obtidos por meio da aplicação do modelo VEC e do teste de causalidade de Granger. A cor das setas refere-se à relação (positiva ou negativa) encontrada entre os coeficientes das variáveis utilizadas. Sendo as setas em negrito não apresentaram nível de significância referente aos seus coeficientes estimados. O direcionamento das setas esta indicando o efeito de causalidade encontrado no teste de causalidade de Granger. (tabela 6)

Figura 13 - Esquema resumido das relações do modelo.



Fonte: Elaborada pelo autor.

4.4.2. Função impulso-resposta do crescimento para choques nas poupanças.

As análises das funções de impulso-resposta (FIR) apresentadas nos gráficos a seguir, foram realizadas com todas as variáveis estacionárias. Sendo que nas figuras, a linha azulada indica a resposta do crescimento do PIB real a choques equivalentes a um desvio

padrão no aprofundamento financeiro, na poupança privada, pública e externa. É utilizado para as análises, um período de 5 anos após a ocorrência dos choques. Para uma melhor análise da função impulso resposta, foi aplicada uma restrição de sinais. Restrição essa, elaborada por meio da literatura apresentada nos capítulos anteriores.

Na restrição as variáveis de interesse do trabalho são as poupanças e a de aprofundamento financeiro. Desta forma Podemos verificar na tabela 22, a restrição de sinais a ser seguida.

Tabela 22 – Restrição de sinais.

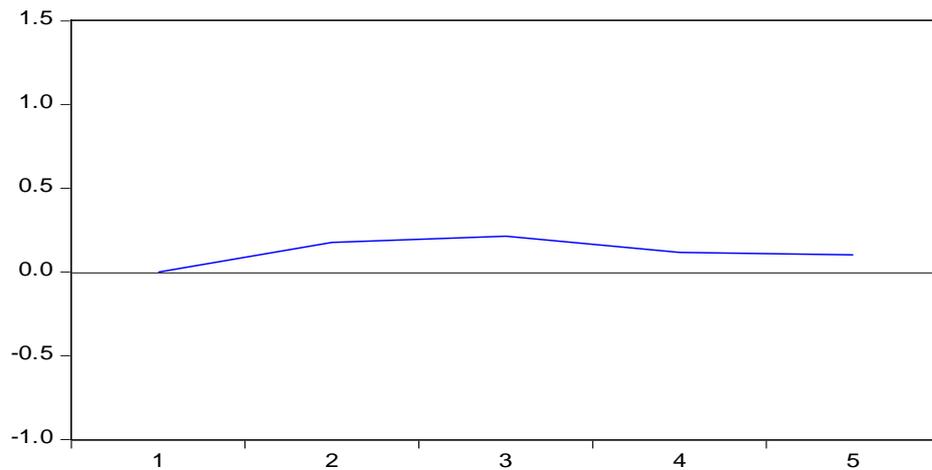
	CRESC.	JUROS	POUP. PRIV	POUP. GOV	POUP. EXT	M2
<u>Choques</u>						
Poup. Priv	+		+			+
Poup. Gov	+		-	+		
Poup. ext	+				+	
M2/PIB	+	+				+

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na restrição de sinal cabe destacar o sinal negativo na relação da poupança privada em vista de um choque na poupança do governo. Pois conforme visto nos capítulos anteriores, a poupança do governo foi baseada em parte por aumento dos impostos e este por sua vez acabaria reduzindo a renda disponível das famílias.

Sendo assim, após este procedimento foram verificadas as funções de impulso resposta. Portanto, nas funções de impulso resposta apresentadas nas figuras a seguir, pode-se observar os seguintes comportamentos: um choque inesperado na função de poupança privada levará a um impacto positivo na variável de crescimento do PIB real. Conforme ALÉM e GIAMBIAGI (1997), o aumento na poupança viabiliza o acúmulo de capital, que por sua vez resulta também em uma maior taxa de crescimento.

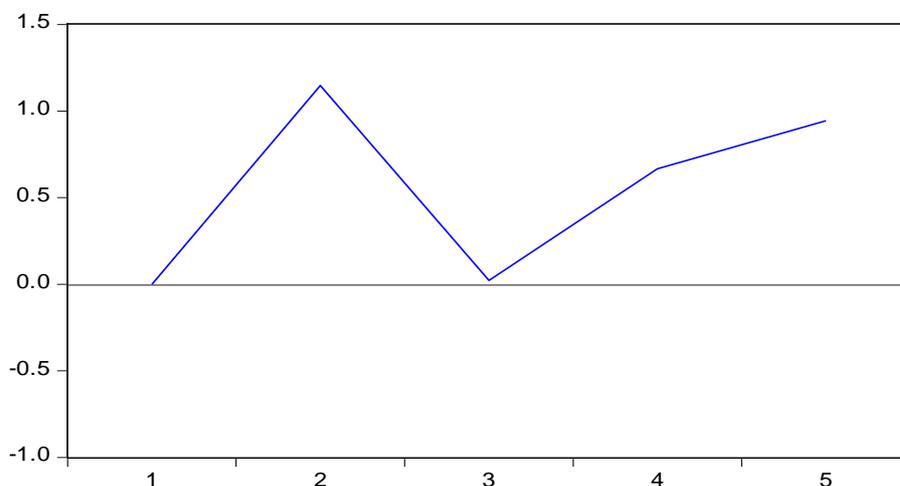
Figura 14 – Resposta do crescimento a um choque em *Spriv*.



Fonte: Elaboração do autor a partir de testes realizados no Eviews 7.

Verificou-se também uma resposta positiva em g , no curto e longo prazo, em face de um choque inesperado na poupança do governo. BRESSER (2008) por meio de análise econométrica referente a poupança pública e crescimento (1975-1999), aceitou a hipótese de uma relação positiva entre estas duas variáveis.

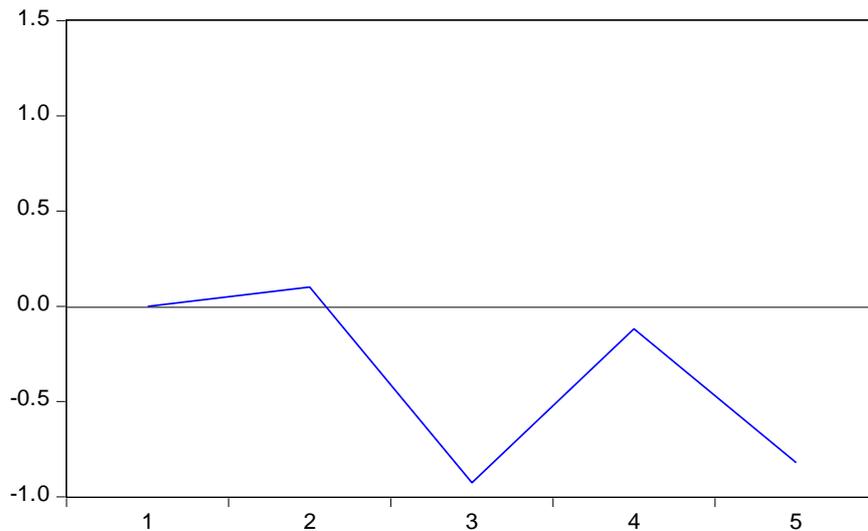
Figura 15 – Resposta do crescimento a um choque em *Sgov*.



Fonte: Elaboração do autor a partir de testes realizados no Eviews 7.

O terceiro choque verificado (figura 16) permite afirmar que a resposta na variação de g a um choque inesperado na poupança externa é positiva. Podemos também observar que este comportamento ao choque é de curto prazo.

Figura 16 – Resposta do crescimento a um choque em *Sext.*

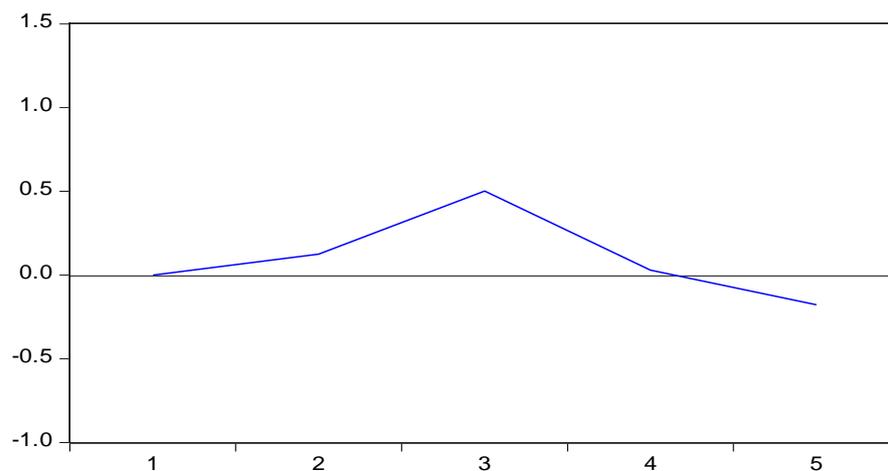


Fonte: Elaboração do autor a partir de testes realizados no Eviews 7.

Para acelerarmos o crescimento econômico, mesmo sabendo que temos baixas taxas de poupança doméstica, é necessário conviver com déficits em transações correntes (poupança externa). Contudo, cabe ressaltar de que esta utilização da poupança externa requer limites. Ou seja, no curto prazo a poupança externa gera efeitos positivos no crescimento real da economia, no entanto, se ela aumentar muito no longo prazo, de modo que se configura uma dependência de capitais externos, esta relação impactará negativamente na classificação de risco do país e, no fim das contas, inibirá o crescimento da economia. Apresentando um maior consumo no presente e poupando menos, a economia acaba sendo empurrada para a necessidade de absorver poupanças externas o que por algum tempo, pode financiar taxas mais elevadas de investimento. Mas esta absorção de poupança externa tem limites, que por sua vez, coloca um limite às taxas de investimento (PASTORE, 2010)²⁶.

²⁶ As agências de classificação de risco, em geral, não toleram níveis maiores do que 3,5 ou 4% de déficit nas transações correntes, a não ser no caso de países que possuam níveis de reservas muito elevadas.

Figura 17 – Resposta do crescimento a um choque em $M2/PIB$.



Fonte: Elaboração do autor a partir de testes realizados no Eviews 7.

De acordo com a FIR analisada na figura 17, verificamos que um choque no aprofundamento financeiro, terá como resposta inicial um impacto positivo no crescimento. Cabendo destacar o seguinte parágrafo referente ao capítulo 2 deste trabalho: "O sistema financeiro funciona em sinergia com o lado real. Se este crescer, ocorrerá um aumento na demanda pelos produtos e serviços financeiros. Se, no sentido inverso, houver um maior grau de aprofundamento financeiro, o processo de acumulação se acelerará, contribuindo para o crescimento do lado real."

Nessa subseção foi possível verificar que os choques estão condizentes com as relações impostas pela restrição de sinais elaborada por meio de modelos teóricos.

4.4.3. *Decomposição da Variância*

Outra ferramenta útil na análise do VEC é a decomposição da variância, que permite dizer que porcentagem da variância do erro da previsão decorre de cada variável endógena, ao longo do horizonte de previsão.

Esta estatística fornece informações sobre a importância relativa de uma perturbação em afetar as variáveis de um sistema, isto é, o cálculo é capaz de separar a variação observada em uma variável em razão dos diversos choques que afetam esta variável. Por tanto, foram utilizados um período de 10 anos para análise referente ao crescimento.

Os choques no próprio crescimento real da economia (g) são os principais responsáveis pela variação do mesmo. Nota-se, que 17% da variabilidade do PIB real é explicado pela poupança pública. Portanto podemos verificar que dentre as fontes de financiamento (poupança), a poupança pública é a que mais explica a variabilidade do PIB

real no longo prazo. Sendo que no período em questão o governo sempre procurou gerar poupança, tanto por meio de aumento nos impostos quanto pela emissão de títulos. Mas no entanto sua incapacidade em gerar poupança, levou a recorrer aos empréstimos externos. Cabendo destacar também a participação de 12% e 10% das variáveis de investimento e poupança externa, respectivamente.

Outra informação relevante é a de que no decorrer dos períodos, principalmente nos 5 primeiros períodos, a variável investimento é apresentada como a variável que mais explica a variância no crescimento (com exceção da própria variável de crescimento). Ou seja, nos períodos iniciais no médio prazo o investimento é a que mais explica a variabilidade do crescimento real. Esta situação de médio prazo pôde ser verificada no período inicial dos governos militares, por meio de seu investimento em infraestrutura industrial.

Tabela 23 - Decomposição da Variância para o Crescimento real.

Período	INV	G	TX	Spriv	Sgov	Sext	M2
1	1.4730	98.5269	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
2	13.5196	73.0951	1.47853	0.26969	11.4135	0.08901	0.13439
3	11.6118	70.8958	1.19198	0.49506	8.48382	5.59722	1.72414
4	14.1070	67.2447	1.08629	0.53025	10.2981	5.16295	1.57059
5	13.3886	63.1962	1.11382	0.48944	12.8288	7.53241	1.45055
6	12.4791	59.7658	1.22757	0.56671	13.9865	10.5325	1.44152
7	12.3860	59.2452	1.73326	0.56749	13.8760	10.6454	1.54653
8	11.6219	58.2044	1.62402	0.54465	15.7070	10.6370	1.66077
9	11.8002	56.5384	1.85007	0.60351	17.0882	10.5063	1.61311
10	12.8011	54.8746	1.71407	1.20006	17.2529	10.5998	1.55723

Fonte: Elaboração do autor a partir de testes realizados no Eviews 7.

Nesta seção, verificamos a importância da poupança externa no crescimento real da economia brasileira diante de uma insuficiência da poupança doméstica. Sendo que um choque no termo de erro da poupança externa, induzirá uma resposta positiva de curto prazo no crescimento. No entanto, a longo prazo este choque levará há uma resposta negativa, por se tratar principalmente de uma geração de poupança externa por meio de endividamento. Cabe destacar também, que para um período de 10 anos parte da variação do crescimento é influenciada por aproximadamente 17% frente há um choque na poupança do governo. Foi observado que a variável de aprofundamento financeiro não apresentou nenhum efeito de

causalidade ou de significância no modelo estimado para crescimento. No entanto, para efeito de causalidade (unidirecional) esta variável apresentou um nível de 10% de significância para taxa de juros real.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através de uma análise cliométrica, realizada por meio de um modelo de vetor de correção do erro (VEC) e pesquisa bibliográfica nas principais referências sobre história econômica contemporânea brasileira, chegamos a algumas conclusões sobre o processo de financiamento do crescimento brasileiro.

O modelo VEC aponta uma relação positiva entre crescimento e a poupança externa, o que sugere que em períodos críticos a dependência do capital externo é ampliada (fato que é fartamente evidenciado, em termos históricos, pelas crises externas e/ou cambiais de 1973, 1979, 1995, 1998 e 2002). Dentre as três fontes de financiamento, a poupança externa foi a que mais impactou no crescimento econômico brasileiro. Sendo que no modelo as poupanças público e privada apresentaram coeficientes negativos, devido principalmente pela sua insuficiência em gerar um nível adequado de poupança. Sendo que no trabalho de SACHSIDA (2010) é apresentado uma evidência de relação negativa entre política fiscal e atividade econômica para o período de 1995 a 2007. Salientando também, a relação positiva da taxa de juros real no crescimento. Justificando assim o uso deste instrumento pelo governo como uma das principais formas na geração de poupança, que por sua vez impactaria no crescimento.

No teste de causalidade, verificamos a relação unidirecional de precedência causal da poupança externa para a taxa de crescimento real da economia. O fato de a poupança externa apresentar causalidade para crescimento é também evidenciado pelos períodos de crescimento ocorridos em 1968-1977, 1994-1997, 2000, 2004-2008 e 2009-2010. Nos anos 60, com a reestruturação do sistema financeiro, houve uma melhora no sistema de incentivos para a formação de poupança privada e uma recomposição da capacidade de arrecadação e de investimento do governo federal. Foram implementados incentivos importantes para a poupança doméstica e também para a atração de poupança externa.

Tais reformas empreendidas pelo PAEG, proporcionaram as condições para a expansão do investimento, com maior grau de monetização (medida por M2/PIB) durante o período do milagre econômico dos anos 70. O mesmo ocorreu no período 1994-1997, com o maior ingresso de capital externo motivado pela estabilização, privatizações e juros elevados. Todavia, as poupanças privada e pública não apresentaram efeito de causalidade para investimento, mas o investimento por sua vez apresentou efeito de causalidade para poupança privada. Nesse sentido, o caso brasileiro não corrobora a teoria neoclássica do investimento, no qual a poupança condiciona o investimento, mas sim com teoria keynesiana, onde ocorre o

contrário. Tal fato também possui correspondência com os vários anos de poupança pública negativa (déficits fiscais) e com o crônico baixo percentual de poupança privada que a economia brasileira registrou nos 50 anos do período analisado.

Por outro lado, tais conclusões reforçam a tese de que a poupança externa foi o determinante principal no processo de financiamento do crescimento brasileiro. Outro ponto importante está na causalidade unidirecional entre poupança privada e aprofundamento financeiro (M2/PIB). Tal relação poderia sugerir períodos de aumento inflacionário após o aumento da poupança doméstica. Todavia, tal análise foge dos objetivos desse trabalho.

A análise da decomposição da variância para o crescimento real do PIB mostra que as trajetórias positivas de crescimento se “auto-reafirmam”, isto é, os choques no próprio crescimento real do PIB são os principais responsáveis pela variação do mesmo. Também é possível notar que 17% da variabilidade do PIB real é explicada pela poupança pública, reforçando a importância da situação fiscal para o crescimento estável de longo prazo.

A análise histórica demonstrou que as duas crises do petróleo (de 1974 e 1979) inauguraram um ciclo difícil de várias crises econômicas nos anos 80 e 90. O país teve dificuldades para ajustar a elas, pois precisava gerar poupança doméstica para crescer sem dependência excessiva de poupança externa (dependência que caracterizou o período do milagre). Nesse sentido, a conclusão do modelo econométrico aponta que a poupança externa no curto prazo contribui positivamente para o crescimento do PIB, mas, no longo prazo esta relação se torna negativa, mostra que, no caso brasileiro, o crescimento por endividamento externo se apresentou favorável apenas durante pouco tempo. Ele nunca teve fôlego para gerar expansão sustentável do PIB no longo prazo.

De acordo com o que foi apresentado no primeiro capítulo, a literatura mostra que o aprofundamento financeiro (M2/PIB) é relevante para a geração de poupança e financiamento do crescimento. Por outro lado, é necessário também a existência de um aumento no número de mecanismos ou canais de transmissão eficazes (alargamento financeiro) para que a formação de poupança se traduza efetivamente em maior crescimento de longo prazo. Tal fato nunca foi problema para o Brasil, que conta, desde meados dos anos 70 com um sistema financeiro moderno e diversificado, embora a participação do crédito no PIB tenha aumentado apenas após o Plano Real e, sobretudo, durante o segundo governo do presidente Lula.

Outro fator importante a ser observado na análise histórica foi o comportamento da poupança pública. No modelo econométrico, a resposta do crescimento devido a um choque em S_{gov} foi positiva. No entanto através da análise dos dados históricos e das medidas de

política fiscal, pudemos examinar as várias tentativas do governo em gerar superávits em suas contas que, no fim das contas, sobretudo nos anos 70 e 90, não se traduziam em aumento efetivo da poupança interna. Isso fazia com que o governo (nos anos 70, por meio das estatais) e as empresas (nos anos 90) recorressem a empréstimos externos como forma de compensar a falta de poupança interna (agravada pela insuficiência de poupança privada), o que novamente reforça a tese de insuficiência na poupança interna. Sendo assim, temos que durante 50 anos o país, por não ter conseguido gerar poupança interna suficiente para financiar seu crescimento, recorreu à poupança externa como fonte de recursos. No entanto, por tratar-se de crescimento pela via do endividamento externo, o governo em vários momentos da história econômica contemporânea do Brasil, tentou - muitas vezes em vão - incentivar a poupança doméstica como forma de fugir da dependência de capital externo. Apesar de fazer uso intensivo (e às vezes abusivo) de altas taxas de juros reais para atrair poupança privada, aumentar da poupança pública através de elevação da carga tributária e redução dos gastos públicos, o governo ainda não conseguiu manter uma trajetória de mais de 8 ou 10 anos de geração de poupança pública em patamar compatível com seus objetivos de crescimento econômico. Na verdade, o país mostrou que historicamente tivemos governos “despoupadores” ou “gastadores”.

Finalmente, esse trabalho apresentou resultados que apontam para a necessidade e estudos futuros que agreguem à análise outras variáveis importantes, tais como número de instituições financeiras (alargamento financeiro), a taxa de câmbio e a produtividade.

6. REFERÊNCIAS

ABREU, Marcelo de Paiva, et al. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 9 edição.

AGLIETTA, M. *Macroeconomia financeira: mercados financeiros, crescimento e ciclos*. São Paulo: Editora Loyola, 2004.

AKERLOF, G.A. The market for lemons: quality uncertainty and market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, n.3, 1970.

ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. O aumento do investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil. *Revista do BNDES*, 8: 3- 30, v.7, dez. 1997.

ALDRIGHI, Dante M. Financiamento e desenvolvimento: um confronto entre a teoria e a experiência coreana. In: ANAIS DA ANPEC, 1994, Brasília. *Anais...* Brasília: ANPEC, 1994.

ALMEIDA, PAULO R. As Relações Internacionais do Brasil dos Anos 1950 aos 80. *Revista Brasileira de Política Internacional*, 50(2): 60-79, 2007.

ALVARES, Marcelo. *Regimes políticos e planos de estabilização: os fracassos do PEM e do Plano Trienal e a solução "conservadora" do PAEG*. s.n. Tese – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2011.

AMADEO, E. e MONTERO, F. Crescimento econômico e a restrição de poupança. In: GIAMBIAGI, F. , VILELLA, A. et alii. *Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004*. Rio de Janeiro: Elsevier/Campus, 2005. Disponível como texto para discussão em <http://www.iets.org.br/biblioteca/Crescimento_economico_e_a_restricao_de_poupanca.pdf> .Acessado em 10/08/2014.

ANDREZO, Andréa F. e LIMA, Iran S. *Mercado Financeiro: Aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.

ARSHADI, N. KARELS, G. *Modern financial intermediaries and markets*. New Jersey: Prentice Hall, 1997.

ATTANASIO, O. e BRUGIAVINI, A. Social security and households saving. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 3, p. 1075-1119, 2003.

BACHA, E. L. A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries. *Journal of Development economics*, vol. 32, 1990.

BAER, Werner. *A economia brasileira*. 3ª ed. São Paulo: Nobel, 2009.

BAER, Monica. Dívida externa brasileira: estratégias de negociação e impactos internos (1983-1987) In: PEREIRA, Luiz C. B. (org) *Dívida externa, crise e soluções*. São Paulo: Brasiliense, 1989.

BARBOSA, Fernando H. Política monetária: instrumentos, objetivos e a experiência

brasileira. Rio de Janeiro: EPGE/FGV. Disponível em <http://www.fgv.br/professor/fholanda/Arquivo/Polimone.pdf>. Acesso em 05/09/2014.

Banco Central: Informativo mensal. Editado pelo departamento econômico, v.1, número 6, janeiro de 1981.

Boletim do Banco Central da República do Brasil. v.1, número 6, setembro de 1965. Brasília periódico.

Boletim do Banco Central da República do Brasil. v.6, número 2, fevereiro de 1969. Brasília periódico.

Boletim do Banco Central da República do Brasil. v.10, número 12, dezembro de 1974. Brasília periódico.

Boletim do Banco Central da República do Brasil. v.20, número 01, Janeiro de 1984. Brasília periódico.

BRUM, Argemiro J. *O Desenvolvimento Econômico Brasileiro*. 10ª edição. Rio de Janeiro: Vozes, 1991.

CAMPOS, Roberto O.; SIMONSEN, Mario H. *A Nova Economia Brasileira*. 3ª edição, Rio de Janeiro: José Olympio, 1979.

CARLOS, Luiz; PEREIRA, Bresser. *Economia Brasileira: Uma Introdução Crítica*. 3ª edição, São Paulo: Editora 34, 1998, 224 p.

CARNEIRO, Dionísio D. Crise e esperança: 1974 – 1980. In: ABREU, Marcelo de Paiva et al. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 9ª edição.

CARNEIRO, Dionísio D.; MODIANO, Eduardo. Ajuste Externo e Desequilíbrio interno: 1980-1984 In: ABREU, Marcelo de Paiva et al. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 9ª edição.

CARNEIRO, Ricardo; MIRANDA, José C. Os marcos gerais da política econômica. In: TAVARES, M. C.; CARNEIRO, Ricardo (org). *Política econômica da nova república*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

CARROL, C. Buffer-stock Saving and the Life Cycle / Permanent Income Hypothesis. *Quarterly Journal of Economics*. fev. 1997.

CARVALHO, Fernando Cardim et AL. *Economia monetária e financeira; teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, Fernando J. C.; SOUZA, Francisco E.P. et al. *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CASTRO, Antônio B. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CHENERY, H. e BRUNO, M. Development alternatives in an open economy. *Economic Journal*. [S.l.: s.n.]: 1962, v. 72.

CHICK, Victoria. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. In: *Economies et Societes*, v. 20, 1986.

CINTRA, Marcos A.M. *Uma visão crítica da repressão financeira*. Campinas: Editora da Unicamp/FAPESP, 1999.

CINTRA, M.; ACIOLY, L. O financiamento das contas externas brasileiras: 2003-2010. In: MONTEIRO, A. et al. *Brasil em desenvolvimento 2011*. Brasília: Ipea, 2012.

CONTADOR, C. R. Crescimento econômico e combate à inflação, *Revista Brasileira de Economia*, 31(1), 1977.

CONTADOR, C. R. Sobre as Causas da Recente Aceleração Inflacionária: Comentários, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(2), agosto de 1982.

Dolado, J.L. and Lütkepohl, H. Making Wald Tests Work for Cointegrated VAR Systems, *Econometric Reviews*, vol. 15, pp. 369-86, 1996.

DOMAR, E. D. *Essays in the theory of economic growth*. Oxford University Press, 1957.

DEATON, A. *Saving and Growth*. Research Program in Development Studies Princeton University, 1994. Disponível em < http://www.princeton.edu/rpds/papers/pdfs/deaton_saving_growth_paper.pdf>. Acessado em 18/08/2014.

EDWARDS, Sebastian. Why are latin america's saving rates so low? An international comparative analysis. *Journal of development economics*. V.51, n.1, 5-44, 1996.

ENDERS, W. *Applied econometric time series*. Nova York: John Wiley & Sons, 1995.

FAMA, E.F. Banking and theory of finance. *Journal of Monetary Economics*, v.10, p.39-57, 1980.

FELDSTEIN, Martin; BACCHETTA, Philippe. Domestic saving and international investment. In: BERNHEIM, D. e SHOVEN, J. (editores). *National Saving and Economic Performance*. Chicago: University of Chicago Press, 1991, p. 201-20.

FERGUSON, Niall. *The ascent of Money: a financial history of the world*. New York: Penguin Books, 2009.

FISHLOW, Albert. A Economia Política do Ajustamento Brasileiro aos Choques do Petróleo: uma Nota sobre o período 1974/84. *Revista Pesquisa Planejamento Econômico*. v 16. dezembro, 1986.

FONSECA, Patrícia; MARAMATSU, Roberta. Economia comportamental e trajetórias de consumo intertemporal: anomalias e evidências do caso brasileiro. *Revista jovens Pesquisadores*. Ano V, N. 9, jul/dez 2008.

FRITSCH, Winston; MODIANO, Eduardo. A restrição externa ao crescimento econômico brasileiro: uma perspectiva de longo prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 1988.

GIAMBIAGI, Fábio. Restrição no crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/td/td-94.pdf>. Acessado em 11/10/2014.

GIAMBIAGI, Fábio e BARROS, Octávio (orgs.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2009.

GIAMBIAGI, Fábio, VILLELA, André et al. *Economia brasileira contemporânea*. 7ª reimpressão. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2005.

GIOVANNINI, A. Saving and the real interest rates in LDCs. *Journal of Development Economics*, v.8, 197-217, 1985.

GILL, David. Os mercados monetário e de capitais de economias em desenvolvimento: uma argumentação em favor do planejamento. *Revista Brasileira de Mercados de Capitais*. Rio de Janeiro. v. 4, n. 12. setembro/dezembro de 1978.

GLEIZER, Daniel L. Saving and real interest rates in Brazil. *Revista de Econometria*, v. XI, nº 1, abr. 1991.

GIUBERTI, Ana C. *Instituições orçamentárias e política fiscal no Brasil governo federal – 1965 a 2010*. 266 f. Tese – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012 .

GOLDSMITH, Raymond W. *Brasil 1850 – 1984: Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação*. Traduzido por: Neide Y. Giselda Scavone. São Paulo: Editora Harper e How do Brasil Ltda, 1986.

GOLDSMITH, Raymond W. *Financial structure and development*. New Haven, Yale University Press, 1969.

GRANGER, Clive e NEWBOLD, P. “Spurious Regressions in Econometrics”. *Journal of Econometrics*, v. 2, issue 2, p. 111-120, 1974.

GREENWALD, B; STIGLITZ, J. *Information, finance and markets: the architecture of allocative mechanisms*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 3652, 1991.

GURLEY, J. & SHAW, E. Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, v. XLV, n. 4, p. 515-538, 1955.

HAMILTON, James. D. *Times Series Analysis*. Princeton: Princeton University Press, 1994.

HARROD, Roy F. *Towards a dynamic economics*. London: McMillan, 1948.

HICKS, J. *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press, 1969.

HORIOKA, C. e WAN, J. *The determinants of household saving in China: a dynamic panel analysis of provincial data*. NBER working paper n. 12.723. Dezembro de 2006. Disponível em <www.frbsf.org/economics/.../0706/horioka.pdf>. Acessado em 14/08/2014.

HORIOKA, C. e WAN, J. *Why does China save so much?* NBER. Julho de 2006. Disponível em <<http://www.apecweb.org/confer/sea06/papers/wan-horioka.pdf>>. Acessado em 12/08/2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE: Anuário Estatístico do Brasil 1964 – 1985.

JAPPELLI, T.; PAGANO, M. *The Determinants of Saving: Lessons from Italy*. Università di Salerno: Centro Studi in Economia e Finanza, mar. 1998.

JOHNSTON, Jack; DINARDO, John. *Econometric Methods*, 4th ed. MC Graw Hill, New York, 1997.

KALDOR, Nicholas. Alternative theories of distribution. *The Review of Economic Studies*, p. 83-100, 1956.

KEYNES, John M. The distinction between a co-operative economy and a entrepreneur economy, In: *The collected writings of John Maynard Keynes*. v. 29, London: McMillan/Cambridge Univ. Press, p. 76-87.

KESSLER, Luiz Carlos de Andrade. *A influência política dos banqueiros na condução da política monetária brasileira durante o regime de alta inflação (1975-1994)*. s.n. Tese - Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2013.

KING, R; LEVINE, R. Finance, entrepreneurship and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, n.1, 1993.

LAGO, Luiz A. C. A Retomada do crescimento e as Distorções do “milagre”:1967-1973. In: ABREU, Marcelo de Paiva, et al. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 9 edição.

LEFF, Nathaniel H. *Política Econômica e Desenvolvimento no Brasil*. Traduzido por: Roberto Borges Martins. São Paulo: Editora Perspectiva, 1977.

LEMGRUBER, Antônio C. Inflação: o Modelo da Realimentação e o Modelo da Aceleração, *Revista Brasileira de Economia*, 28(3), 1974.

LEVINE, Ross. Financial development and economic growth: views and agenda. In: *The Journal of Economic Literature*. V. 35, june 1997.

LEVINE, Ross; DEMIRGUÇ-KUNT, Ash. Stock markets, corporate finance and economic growth: an overview. In: *The World Bank Economic Review*. Washington, v. 10, n.2, may 1996.

LESSA, Carlos. *15 Anos de Política Econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1982.

LOAYZA, N.; SCHMIDT-HEBBEL, K.; SERVÉN, L. Saving in developing countries: an overview. *The World Bank Review*, v.14, n.3, p. 393-414, 2000.

LOPES, F. L. *Inflação e Nível de Atividade no Brasil: Um Estudo Econométrico*, Pesquisa e Planejamento Econômico, 12(3), dezembro de 1983.

LUCAS, R. E. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, Aug, 1988.

LUCINDA, Cláudio R.; ARVATE, Paulo R. *Uma nova versão sobre a oferta de moeda no Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG)*. Estud. Econ. [online]. 2005, vol.35, n.3, pp. 391-431.

MACARINI, José P. *Um Estudo da Política Econômica do “Milagre” Brasileiro (1969 – 1973)*. 653 f. Dissertação – Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 1984.

MATOS FILHO, J. C.; CÂNDIDO JUNIOR, J. O. Poupança privada e sistema financeiro: possibilidades e limitações. In: PEREIRA, F. (org.). *Financiamento do desenvolvimento brasileiro*. Vol.2. Brasília: IPEA, 1999.

MCKINNON, Ronald I. *Case against financial repression: financial liberalization in retrospect – Interest rate policies in LDCs*. Center for Economic Policy Research Publication, n.74, Stanford University, July 1996.

MEDEIROS, Paulo de Tarso. Desenvolvimento econômico e desenvolvimento financeiro: um retrospecto de estudos teóricos e empíricos. In: Seminário internacional sobre mercado de capitais e desenvolvimento econômico (1976). *Mercado de capitais e desenvolvimento econômico*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

MODIANO, E. M. A Dinâmica de Salários e Preços na Economia Brasileira: 1966/81, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 13(1), abril de 1983.

New York university. *world development indicators e global development finance*. Banco Mundial, disponível em: <<http://www.nyudri.org/resources/global-development-network-growth-database/>>. Acesso em: 31 de Outubro às 20:30 horas.

NEUHAUS, Paulo. *História Monetária do Brasil: 1900-45*. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1975.

NUNES, Leonardo D.. *Correção monetária e tensões sociais no Brasil contemporâneo (1963-1974)*. 105 f. Dissertação – Universidade de Campinas. Campinas, 2012.

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Estudos econômicos da OCDE: Brasil 2000-2001*. Rio de Janeiro: FGV/OCDE, 2001.

OLIVEIRA, Marly J. *A política geral do regime militar para construção de suas políticas econômicas (1964 – 1985)*. 360 f. Tese – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

OLIVEIRA, Gesner; TUROLLA, Frederico. Política econômica do segundo governo FHC:

mudança em condições adversas. *Tempo soc.* [online]. 2003, vol.15, n.2, pp. 195-217. ISSN 0103-2070. <http://dx.doi.org/10.1590/S0103-20702003000200008>.

OSTRY, J. e REINHART, C. M. “Private saving and terms of trade shocks”. *IMF Staff Papers*, 39, 495-517, 1992.

PAGANO, M. (1993). “Financial markets and growth: an overview”. *European Economic Review*, Vol. 37, pp. 613–622. 1993.

PASINETTI, L. L. *Growth and income distribution*. Cambridge University Press, 1974.

PASTORE, A. C. Câmbio real e crescimento econômico. *O Estado de São Paulo*, São Paulo. 28 fev. 2010.

PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. e PAGANO, T. A. “Investimentos, poupanças, contas-corrente e câmbio real”. In: BACHA, E. L. e DE BOLLE, M. B. *Novos dilemas da política econômica – ensaios em homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Grupo Editorial Nacional (GEN), p. 161-178, 2011.

PATRICK, Hugh T. *Financial development and cultural change*. V. 14, n. 2, jan/1966. Reprinted by permission in MEIER, Gerald M. *Leading issues in economic development*. New York: Oxford University Press, 1995. 202-204.

PASSOS, M. O. *Três perspectivas sobre o financiamento do desenvolvimento brasileiro*. Dissertação de mestrado. Curitiba: UFPR, 2001.

PELÁEZ, C. M.; SUZIGAN, W.. *Economia Monetária: teoria, política e evidência empírica*. 1ª edição. São Paulo: Atlas, 1978.

PHILLIPS, P. C. B.; PERRON, P. Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, v. 75, n. 3, p. 335-346, 1988.

PINHEIRO, A. C. Investimento ou poupança? *Valor Econômico*. São Paulo, p. A13, 4,5 e 6 de novembro de 2011.

RANDS, M. *Brazil under the government of President Lula – social security reform: will it work?*, Mimeo. Brasília: Congresso Nacional, 2003.

RESENDE, André L. Estabilização e Reforma. In: ABREU, Marcelo de Paiva et al. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 9ª edição.

RESENDE, A. L. e LOPES, F. L. Sobre as Causas da Recente Aceleração inflacionária, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 11(4), dezembro de 1981.

RESENDE, M. F. O circuito finance–investimento–poupança–funding em economias abertas. *Revista de economia política*, V. 28, n.1, 136-154, jan/mar, 2007.

Fatos, Fotos e Frases Importantes nos últimos 60 anos. *Revista Brasil dia-a-dia*. Especial Almanaque Abril, Editora Abril. São Paulo, 1990.

ROJAS- SUAREZ, Liliana; WEISBROD, Steven R. *Banking crisis in Latin América: experience and issues*. Working Papers, IDB, 1995.

ROSSI, N. "Government spending, the real interest rate, and the behavior of liquidity constrained consumers in developing countries". *IMF Staff Papers*, 35, 104-140, 1988.

SACHSIDA, Adolfo et al. *Avaliando a Condição da Política Fiscal no Brasil*. Rev. Economia e Administração. V.9 , n.3, p. 294-316, jul./set. 2010.

SAMUELSON, P. A. & MODIGLIANI, F. The Pasinetti paradox in neoclassical and more general models. *The Review of Economic Studies*, p. 269-301, 1966.

SANTOS, Marcelo Henrique Pereira. *Roberto de Oliveira Campos – homem de ação do governo Castelo branco*. São Paulo Perspec. v 14. nº 2. São Paulo, apr./june 2000.

SANTOS, F. G.; COLISTETE, R. P. *Reavaliando o II PND: uma abordagem quantitativa*. In: VIII CONGRESSO BRASILEIRO DE HISTÓRIA ECONÔMICA, 8, Campinas, SP, p. 1-32, 2009. *Anais*.

SCHMIDT-HEBBEL, K.; SERVÉN, L. e SOLIMANO, A. "Saving, investment and growth in developing countries: an overview". Policy Research Working Paper Series n. 1382, The World Bank, 1994.

SCHUMPETER, Joseph A. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico*. São Paulo: Nova Cultural, 1997 (original de 1911).

SENNA, José Julio, *Política Monetária: ideias, experiências e evolução*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010. 524p.

SERRA, José. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira. In: LESSA, Carlos et al. *Desenvolvimento capitalista no Brasil*, v.1, São Paulo: Brasiliense, 1984.

SHAW, Edward S. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973.

SIMONSEN, M. H. "Poupança e crescimento econômico". *Revista brasileira de economia*. nº.45 (1),1991.

SKIDMORE, Thomas. *Brasil: De Castelo a Tancredo*. Traduzido por: Mario Silviano Silva. 3ª edição. Rio de Janeiro: Paz e Terra,1988.

SOLOW, R. M. "A contribution to the theory of economic growth". *The Quarterly Journal of Economics*, p. 65-74. 1956.

SOUZA, J. R. JR. e JAYME , F. G. JR. *Restrição ao Crescimento no Brasil: Uma Aplicação do Modelo de Três Hiatos (1970-2000)*. Textos para discussão UFMG, 2002. Disponível em: [www. UFMG/Cedeplar](http://www.UFMG/Cedeplar). Acessado em 18/07/2014.

STIGLITZ, J. *Financial markets and development*. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 5, n.4, 1989.

STIGLITZ, J; WEISS, A. *Credit rationing in markets with imperfect information*. American Economic Review. Vol. 71, n.3, 1981.

STUDART, Rogério. O Sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. In: LIMA, Gilberto T.; SICSÚ, João et al (organizadores). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. São Paulo: Campus, 1999.

TAVARES, M. C. Auge e declínio do processo de substituição de importações no Brasil. In: TAVARES, M. C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Zahar, 1972.

TAYLOR, L. "Gap models". *Journal of Development Economics*, v.45, n.1, p.17-34, oct. 1994.

TODA, H.Y. e YAMAMOTO, T. Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes, *Journal of Econometrics*, vol. 66, pp. 225-50, 1995.

VELOSO, Fernando A.; VILLELA, André and GIAMBIAGI, Fabio. Determinantes do "milagre" econômico brasileiro (1968-1973): uma análise empírica. *Revista Brasileira de Economia*. [online], 2008.

WALLIS, K. F. "Large scale macroeconomic modelling". In: PESARAN, M. H. e WICKENS, M. R. *Handbook of Applied Econometrics - Volume I: Macroeconomics*. Oxford, UK: Blackwell Publishers Ltd., 1999.

ZYSMAN, John. *Governments, markets and growth*. Cornell University Press, 1983.

APÊNDICE 1 – Estimação do Modelo de Correção de Erros

VARIÁVEIS	<i>d</i> (INV)	<i>d</i> (g)	<i>d</i> (r)	<i>d</i> (Spriv)	<i>d</i> (Sgov)	<i>d</i> (Sext)	<i>d</i> (m2/PIB)
<i>CointEq 1</i>	0,5353 (0,4229)	-2,89915* (1,37624)	27,0438 (17,2614)	3,9251** (1,4294)	-2,7612* (1,4619)	0,1376 (0,7559)	8,8657*** (1,9670)
<i>CointEq 2</i>	0,2662* (0,1354)	-1,17720** (0,44061)	14,2565** (5,5263)	0,5529 (0,4576)	-0,1505 (0,4680)	-0,0714 (0,2420)	1,4202** (0,6297)
<i>CointEq 3</i>	-0,0112 ** (0,0051)	-0,00448 (0,01672)	-0,7654*** (0,2097)	-0,0122 (0,0173)	-0,0019 (0,0177)	-0,0028 (0,0091)	-0,0274 (0,0239)
<i>CointEq 4</i>	-0,5188 (0,4083)	3,14969** (1,32865)	-24,9790 (16,6645)	-3,7404** (1,3799)	2,5894* (1,4114)	-0,1136 (0,7297)	-8,2535*** (1,8990)
<i>CointEq 5</i>	-0,7117 (0,4959)	3,66902** (1,61357)	-57,5833** (20,2381)	-3,9513** (1,6759)	2,4778 (1,7140)	-0,2104 (0,8862)	-8,9962*** (2,3062)
<i>d INV (-1)</i>	-0,4977 (0,3793)	1,61789 (1,23424)	0,5264 (15,4804)	-1,6258 (1,2819)	1,0148 (1,3111)	-0,3335 (0,6779)	-5,9503*** (1,7641)
<i>d INV (-2)</i>	-0,5292* (0,2979)	-0,14448 (0,96940)	-16,8314 (12,1587)	-1,6241 (1,0068)	0,9905 (1,0297)	-0,1576 (0,5324)	-1,3535 (1,3855)
<i>d INV (-3)</i>	-0,3252 (0,2862)	0,90225 (0,93135)	-5,8340 (11,6815)	-1,5646 (0,9673)	1,2710 (0,9893)	-0,3163 (0,5115)	-4,4137*** (1,3311)
<i>d INV (-4)</i>	-0,7560*** (0,1947)	-0,68065 (0,63374)	-4,1553 (7,9486)	-1,8469** (0,6582)	0,5169 (0,6732)	-0,4116 (0,3480)	-0,8954 (0,9058)
<i>d g (-1)</i>	-0,2495* (0,1394)	0,50819 (0,45375)	-15,1335** (5,6912)	-0,5268 (0,4712)	0,2735 (0,4820)	0,1649 (0,2492)	-1,4912** (0,64855)
<i>d g (-2)</i>	-0,03083 (0,1335)	0,66007 (0,43456)	-14,0252** (5,4504)	-0,4485 (0,4513)	0,3685 (0,4616)	0,0545 (0,2386)	-1,4718** (0,6211)
<i>d g (-3)</i>	-0,0034 (0,1156)	0,82936** (0,37636)	-10,7349** (4,7204)	-0,4713 (0,3909)	0,4159 (0,3998)	0,0008 (0,2067)	-0,8903 (0,5379)
<i>d g (-4)</i>	-0,0796 (0,0783)	0,64317** (0,25509)	-2,1069 (3,1994)	-0,4084 (0,2649)	0,3032 (0,2709)	0,0253 (0,1401)	-0,8533** (0,3646)
<i>d r (-1)</i>	0,0156** (0,0053)	0,03570* (0,01745)	-0,8447*** (0,2188)	0,0055 (0,0181)	0,0153 (0,0185)	-0,0034 (0,0095)	0,0144 (0,0249)
<i>d r (-2)</i>	0,0118** (0,0047)	0,04618** (0,01538)	0,0715 (0,1929)	0,0200 (0,0159)	0,0016 (0,0163)	0,0029 (0,0084)	-0,0215 (0,0219)
<i>d r (-3)</i>	0,0081* (0,0043)	0,00236 (0,01412)	0,4496 ** (0,1771)	-0,0010 (0,0146)	0,0104 (0,0150)	0,0012 (0,0077)	0,0250 (0,0201)
<i>d r (-4)</i>	0,0025 (0,0033)	-0,00047 (0,01098)	0,2482 * (0,1377)	-0,0044 (0,0114)	0,0103 (0,0116)	0,0020 (0,0060)	-0,0120 (0,0156)
<i>d Spriv (-1)</i>	0,4135 (0,3323)	-2,57365** (1,08137)	19,0842 (13,5630)	2,6052** (1,1231)	-2,216* (1,1487)	0,1821 (0,5939)	6,0317*** (1,5456)
<i>d Spriv (-2)</i>	0,3346 (0,2824)	-1,36580 (0,91895)	15,3940 (11,5260)	1,6737 (0,9544)	-1,4716 (0,9762)	0,2832 (0,5047)	4,2742*** (1,3134)
<i>d Spriv (-3)</i>	0,2424 (0,2287)	-1,35499* (0,74438)	12,9411 (9,3363)	1,6040* (0,7731)	-1,2261 (0,7907)	0,4568 (0,4088)	3,1846** (1,0639)
<i>d Spriv (-4)</i>	0,2343 (0,1848)	-0,09173 (0,60162)	12,4010 (7,5458)	1,5273** (0,6248)	-0,9439 (0,6391)	0,5783 (0,3304)	2,2436** (0,8599)
<i>d Sgov (-1)</i>	0,5623 (0,3979)	-2,88030** (1,29497)	40,6753** (16,2421)	3,1807** (1,3450)	-2,5044* (1,3756)	0,2964 (0,7112)	6,5235*** (1,8509)
<i>d Sgov (-2)</i>	0,4032 (0,3157)	-1,48615 (1,02741)	29,8580** (12,8862)	1,7941 (1,0671)	-1,4502 (1,0914)	0,3331 (0,5643)	4,5052*** (1,4684)
<i>d Sgov (-3)</i>	0,0884 (0,2669)	-1,35927 (0,86865)	27,0348** (10,8951)	1,6561* (0,9022)	-1,3724 (0,9227)	0,5018 (0,4771)	3,0381** (1,2415)
<i>d Sgov (-4)</i>	0,0982 (0,2209)	-0,39315 (0,71908)	18,8860* (9,0190)	1,2350 (0,7468)	-0,9127 (0,7638)	0,4796 (0,3949)	2,0197* (1,0277)
<i>d Sext (-1)</i>	-1,1683** (0,4475)	3,37008** (1,45612)	-18,6690 (18,2632)	-3,7801** (1,5123)	2,7323 (1,5468)	0,0082 (0,7997)	-9,3619*** (2,0812)
<i>d Sext (-2)</i>	-0,6188* (0,3461)	0,17109 (1,12638)	-11,0790 (14,1276)	-2,0076 (1,1699)	1,2358 (1,1965)	-0,4102 (0,6186)	-5,9103*** (1,6099)
<i>d Sext (-3)</i>	-0,4331 (0,2860)	1,21039 (0,93079)	-15,8760 (11,6744)	-2,0658* (0,9667)	1,4204 (0,9887)	-0,2096 (0,5112)	-4,8305*** (1,3303)
<i>d Sext (-4)</i>	-0,3250 (0,2784)	-0,08571 (0,90600)	-15,0637 (11,3634)	-1,5325 (0,9410)	1,0342 (0,9624)	-0,3582 (0,4976)	-3,5859** (1,2949)

(continuação) – Estimação do modelo de correção de erros.

VARIÁVEIS	<i>d</i> (INV)	<i>d</i> (g)	<i>d</i> (r)	<i>d</i> (Spriv)	<i>D</i> (Sgov)	<i>d</i> (Sext)	<i>d</i> (M2/PIB)
<i>d</i> M2 (-1)	-0,1210* (0,0585)	0,08190 (0,19051)	4,1861 (2,3894)	-0,5580** (0,1978)	0,3656* (0,2023)	0,0202 (0,1046)	-1,0117*** (0,2722)
<i>d</i> M2 (-2)	-0,2415 *** (0,0722)	0,10565 (0,23508)	9,1531*** (2,9485)	-0,3752 (0,2441)	0,1387 (0,2497)	0,0533 (0,1291)	-1,7809*** (0,3360)
<i>d</i> M2 (-3)	-0,1621*** (0,0531)	-0,13268 (0,17283)	4,0450* (2,1678)	-0,3713* (0,1795)	0,0882 (0,1836)	-0,0562 (0,0949)	-0,6860** (0,2470)
<i>d</i> M2 (-4)	-0,0955* (0,0463)	0,05079 (0,15075)	1,7844 (1,8908)	-0,1547 (0,1565)	0,0510 (0,1601)	0,0041 (0,0828)	-0,8295*** (0,2154)
<i>DMY</i>	-2,4691*** (0,3950)	-4,55895*** (1,28526)	26,8777 (16,1203)	-3,7865** (1,3349)	1,5493 (1,3653)	0,6800 (0,7059)	-6,6009*** (1,8370)
R-quadrado	0.918919	0.872230	0.974530	0.873389	0.768171	0.683207	0.948017
R-quadrado ajustado	0.727800	0.571059	0.914495	0.574948	0.221717	-0.063519	0.825485
Soma do quadrado dos resíduos	9.990761	105.7754	16639.79	114.1066	119.3635	31.91009	216.0896
Erro padrão	0.844764	2.748706	34.47544	2.854903	2.919926	1.509732	3.928737
Estatística-F	4.808098	2.896127	16.23261	2.926503	1.405737	0.914936	7.736927
Verossimelhança	-30.44008	-87.07185	-208.4695	-88.89142	-89.97240	-58.31036	-104.2169
Akaike AIC	2.685004	5.044660	10.10289	5.120476	5.165517	3.846265	5.759036
Schwarz SC	4.010438	6.370094	11.42833	6.445910	6.490951	5.171699	7.084470

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do E-views 7.

Notas: Erro-padrão entre parênteses.

*** significativo a 1%; ** significativo a 5%; e * significativo a 10%.

APÊNDICE 2 – Teste de Causalidade (Wald modificado).

<i>H0</i>			χ^2	<i>p-valor</i>
g	“causa”	INV	3.586458	0.6103
r	“causa”	INV	2.684697	0.7485
Spriv	“causa”	INV	3.011907	0.6982
Sgov	“causa”	INV	2.318699	0.8035
Sext	“causa”	INV	1.558445	0.9062
M2	“causa”	INV	1.493126	0.9139
INV	“causa”	g	7.160836	0.2090
r	“causa”	G	4.585136	0.4686
Spriv	“causa”	G	9.713618	0.0838*
Sgov	“causa”	G	9.385112	0.0947*
Sext	“causa”	G	11.98381	0.0350**
M2	“causa”	G	3.252667	0.6611
INV	“causa”	R	5.413689	0.3675
g	“causa”	R	7.224854	0.2044
Spriv	“causa”	R	4.108800	0.5339
Sgov	“causa”	R	9.894893	0.0783*
Sext	“causa”	R	3.590464	0.6097
M2	“causa”	R	10.59823	0.0600*
INV	“causa”	Spriv	12.34500	0.0304**
g	“causa”	Spriv	0.714792	0.9821
r	“causa”	Spriv	2.009073	0.8479
Sgov	“causa”	Spriv	4.724395	0.4504
Sext	“causa”	Spriv	4.197231	0.5214
M2	“causa”	Spriv	6.311019	0.2771
INV	“causa”	Sgov	4.423281	0.4902
g	“causa”	Sgov	2.042203	0.8433
r	“causa”	Sgov	3.299772	0.6539
Spriv	“causa”	Sgov	4.922606	0.4254
Sext	“causa”	Sgov	3.303832	0.6533
M2	“causa”	Sgov	5.002721	0.4155
INV	“causa”	Sext	1.235820	0.9414
g	“causa”	Sext	1.473777	0.9161
r	“causa”	Sext	0.808838	0.9765
Spriv	“causa”	Sext	3.301433	0.6536
Sgov	“causa”	Sext	1.623485	0.8984
M2	“causa”	Sext	1.204445	0.9445
INV	“causa”	M2	12.58891	0.0276**
g	“causa”	M2	3.894943	0.5646
r	“causa”	M2	3.879682	0.5669
Spriv	“causa”	M2	13.33961	0.0204**
Sgov	“causa”	M2	7.531957	0.1840
Sext	“causa”	M2	12.08114	0.0337**

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do E-views 7.

Notas: Erro-padrão entre parênteses.

*** significativo a 1%; ** significativo a 5%; e * significativo a 10%.

APÊNDICE 3 – Teste de Autocorrelação

Teste Ljung-Box

Equação 1: Ljung-Box $Q' = 20,0851$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 20,0851) = 0,0012$

Equação 2: Ljung-Box $Q' = 8,24146$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 8,24146) = 0,143$

Equação 3: Ljung-Box $Q' = 6,4231$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 6,4231) = 0,267$

Equação 4: Ljung-Box $Q' = 1,62192$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 1,62192) = 0,899$

Equação 5: Ljung-Box $Q' = 5,73126$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 5,73126) = 0,333$

Equação 6: Ljung-Box $Q' = 5,52146$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 5,52146) = 0,356$

Equação 7: Ljung-Box $Q' = 2,50604$ com p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 2,50604) = 0,776$

Fonte: Elaborado pelo autor a partir do gretl.

APÊNDICE 4 – MEDIDAS DA REFORMA FINANCEIRA DE 1964 (Andrezo e Lima, 1999)

A reforma bancária de 1964, através da lei nº 4595, de 31/12/1964, criou o Banco Central do Brasil, que começou a funcionar em abril de 1965. Esta reforma foi importante porque até aquele momento o Brasil não tinha um banco central. Antes de 1945 o Banco do Brasil, um banco comercial, funcionava também como um banco central. Em 1945 foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), dirigida por um Conselho presidido pelo Ministro da Fazenda, que seria o embrião do futuro banco central.

A SUMOC era responsável pela formulação da política monetária mas na prática não tinha controle da sua execução, que estava dispersa por vários órgãos: i) Banco do Brasil através de suas Carteiras de Redescoto (CARED), de Câmbio e Comércio Exterior (CACEX); ii) da Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB), uma instituição administrada pelo diretor da CARED; e da Caixa de Amortização, do Ministério da Fazenda. A Caixa de Amortização emitia moeda, quando solicitada pela CARED ou pela CAMOB, depois da autorização do Conselho da SUMOC. A CAMOB tinha como objetivo socorrer bancos com crise de liquidez, em virtude de saques anormais de seus depositantes. A CARED além do redescoto bancário normal, também operava em nome do governo para refinarar determinadas atividades através do sistema bancário. A CACEX era responsável pela execução da política de comércio exterior, enquanto a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil executava a política de câmbio e administrava as reservas internacionais do país.

Os principais objetivos da Reforma Bancária de 1964 foram a criação do Banco Central e a concessão de autonomia das Autoridades Monetárias em relação ao Governo Federal. A autonomia se caracterizava pelo fato do Conselho Monetário Nacional, órgão de cúpula da política monetária, que deliberava pela maioria simples dos seus membros, ter seis membros com mandatos fixos e três membros demissíveis ad nutum pelo Presidente da República: o Ministro da Fazenda, que presidia o Conselho, e os presidentes do Banco do Brasil e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). A diretoria do Banco Central do Brasil, órgão executivo da política monetária, era composta por quatro membros, escolhidos entre os seis membros do Conselho Monetário Nacional com mandatos fixos de seis anos.

O Ato Institucional nº 5, de 13 de dezembro de 1968, da Junta Militar que governou o país naquela época, tornou letra morta esta autonomia ao suspender as garantias legais daqueles que exerciam mandato fixo. Posteriormente, a Lei nº 6045, de 15 de maio de 1974, reconheceu esta situação de fato e estabeleceu que os diretores do Banco Central seriam

demissíveis ad nutum pelo Presidente da República. Depois da redemocratização do país, a Constituição de 1988 estabeleceu no artigo 192 que a organização do Banco Central deve ser objeto de uma Lei Complementar (que requer aprovação pela maioria absoluta do Congresso Nacional). Esta lei ainda não foi objeto de deliberação no Congresso. A lei de Reforma Bancária de 1964 extinguiu a Caixa de Amortização, a CARED, a CAMOB, a fiscalização bancária que funcionava no Banco do Brasil, transferindo todas estas atividades para o Banco Central, inclusive a política cambial e a administração das reservas internacionais. Todavia, a Reforma Bancária não proibiu o Banco Central de exercer atividades que não competem a um banco central, como as de banco de fomento, subsidiar setores da economia ou regiões do país, e fiscalizar certas atividades como os consórcios de automóveis.

A lei da Reforma Bancária estabeleceu o Banco Central como responsável pela autorização para funcionamento das instituições financeiras. Até a Constituição de 1988 cada instituição detinha uma carta patente, que poderia ser negociada em mercado. A Constituição de 1988 estabeleceu no seu artigo 192 que a autorização para funcionamento de uma instituição financeira seria inegociável e intransferível, permitindo todavia a transmissão do controle de pessoa jurídica. Este dispositivo constitucional acabou, portanto, com a carta patente removendo a barreira para a entrada de novas empresas no sistema financeiro.

A Constituição de 1988, através do Artigo 52 das disposições transitórias, vedou a instalação no país de novas agências de instituições financeiras estrangeiras, e também proibiu o aumento da participação do capital estrangeiro em instituições financeiras com sede no país, a não ser em casos de acordos internacionais. Esta proibição estará em vigor enquanto não for disciplinado o assunto através da Lei Complementar que deverá regular o sistema financeiro. Todavia, o parágrafo único do Artigo 52 estipula que esta vedação não se aplica às autorizações que sejam de interesse do governo brasileiro. O Ministério da Fazenda através da Exposição de Motivos Nº 311, de 24/08/1995, propôs a liberação da entrada do capital estrangeiro em instituições do sistema financeiro nacional, que poderá ser autorizada pelo Presidente da República, depois de aprovada pelo Conselho Monetário Nacional.

O Banco Central do Brasil é responsável pela supervisão e fiscalização das instituições do sistema financeiro nacional. A Lei nº 6024, de 13/03/1974, permite o banco central intervir ou liquidar extrajudicialmente instituições financeiras privadas e públicas não controladas pelo governo federal. O Decreto-Lei nº 2321, de 25/02/1987, permite o banco central intervir temporariamente em empresas do sistema financeiro através do regime de administração especial temporária, conhecido pelo acrônimo RAET. A administração

temporária, intervenção ou liquidação extra-judicial (equivalente à falência de empresas não financeiras) se justifica quando instituições financeiras tenham infringido dispositivos da legislação bancária ou quando a administração das mesmas tenham levado a instituição a uma situação de liquidez que ponha em risco os credores e o próprio sistema financeiro. O Banco Central pode transformar o regime de administração especial ou a intervenção num processo de liquidação extrajudicial, quando julgar que não existe possibilidade de recuperar a instituição. A crise financeira do segundo semestre de 1995 mostrou que esta legislação não dava ao Banco Central do Brasil os instrumentos necessários para uma atuação preventiva, que permitisse uma ação saneadora para evitar que uma empresa financeira mal administrada se torne num doente terminal. A nova legislação autoriza o banco central a exigir que uma empresa financeira aumente seu capital, transfira seu controle acionário, seja reestruturada mediante fusão, incorporação ou cisão. Na hipótese de que a instituição financeira não obedeça às instruções, o Banco Central intervém na empresa da maneira que achar mais adequada. De acordo com esta nova legislação (Medida Provisória nº 1182, de 17/11/95), no caso de qualquer tipo de intervenção, os ativos dos proprietários da instituição financeira ficam bloqueados para responder por eventuais perdas.

Anteriormente, isto só acontecia com o patrimônio dos administradores da instituição. Um outro subproduto da crise financeira de 1995 foi a criação do programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (PROER), que além de incentivos fiscais oferece linhas de crédito especiais do Banco Central para a incorporação de bancos. Um possível efeito colateral negativo deste tipo de programa pode ser o desestímulo à eficiência, através de uma concentração bancária que acarrete menor grau de concorrência.

Uma característica importante do sistema financeiro brasileiro é a existência de um grande número de bancos de propriedade dos governos federal e estadual. Os argumentos usados para justificar os bancos oficiais podem ser classificados em três grupos: i) arrecadação das transferências inflacionárias; ii) externalidades e iii) razões sociais. O argumento das transferências inflacionárias afirma que os bancos oficiais ao arrecadarem os ganhos advindos da inflação, estes recursos destinam-se ao setor público, ao invés do que acontece com a transferência que os bancos privados recebem em virtude da inflação.

Todavia, este argumento deixa de ter sentido se a sociedade abandonar o imposto inflacionário com um instrumento que penaliza as camadas mais pobres da população, preferindo outros mecanismos mais eficientes e mais justos para financiar o estado. O argumento da externalidade para defender a existência de bancos oficiais, presume que estes

bancos nas suas operações de crédito levariam em conta as externalidades geradas pelos projetos de investimento que financiam. Em primeiro lugar, não há nada que garanta que isto efetivamente ocorra. Em segundo lugar, existem outras maneiras de se lidar com externalidades, cabendo ao governo tratar deste assunto através de outros instrumentos.

As razões sociais alegadas para defender-se a existência de bancos oficiais são diversas. Uma delas é de que os bancos oficiais instalam agências pioneiras em lugares que os bancos privados não se interessam por falta de lucratividade. Caberia, nestas circunstâncias, investigar se o banco oficial cumpre esta tarefa ao menor custo social, e senão seria o caso do governo pagar, através do leilão competitivo, por este tipo de serviço. Outra razão social mencionada é de que a população de baixa renda não teria acesso aos serviços do sistema financeiro privado. Novamente, cabe averiguar qual seria o menor custo de prover este serviço, se a sociedade deseja que ele seja oferecido.

Na verdade, a história recente dos bancos oficiais no Brasil mostrou que eles foram usados pelos acionistas controladores para financiar os estados, em desrespeito da Lei Nº 4595. Os estados tornaram-se inadimplentes, não honrando seus compromissos, rolando o principal e os juros num típico jogo de Ponzi, no jargão da moderna teoria macroeconômica. Os bancos oficiais transferiram, então, seus problemas para o banco central, que no final das contas teve que arcar com os custos da irresponsabilidade populista dos governantes do dia. Para que estes eventos deixem de se tornar eventos recorrentes, a única saída é a privatização dos bancos oficiais.

A Reforma Bancária permitiu que "a execução de encargos e serviços de competência do Banco Central do Brasil poderia ser contratada com o Banco do Brasil por determinação do Conselho Monetário Nacional, pelo prazo e nas condições por este fixados" (Artigo 13 da Lei nº 4595). Esta permissão foi usada e na prática criou a Conta Movimento, entre as duas instituições, que transformou o Banco do Brasil em Autoridade Monetária. Esta conta era uma fonte de recursos para o Banco do Brasil e uma fonte de utilização de recursos do Banco Central. Portanto, as operações do Banco do Brasil tinham impacto sobre o passivo monetário do Banco Central, a base monetária. Nestas circunstâncias, a programação da política monetária exigia a consolidação dos balanços das duas instituições, dando origem ao orçamento monetário, que durante anos foi o principal instrumento da programação monetária no Brasil. Em 1986 a relação incestuosa entre o Banco do Brasil e o Banco Central acabou, com a extinção da Conta Movimento, o Banco do Brasil deixou de ter uma situação privilegiada no sistema financeiro nacional, e o Banco Central passou a ser a única

Autoridade Monetária no país.

O parágrafo segundo do Artigo 49 da Lei nº 4595 permitia que o Banco Central do Brasil, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional baseado na lei orçamentária do exercício, poderia adquirir diretamente letras do Tesouro Nacional, com emissão de papel moeda. Num país sem a mínima tradição de disciplina fiscal e com longa experiência de financiar déficits públicos através da emissão de moeda, esta permissão legal não chega a ser uma surpresa. Uma parte do estoque de títulos públicos na carteira do Banco Central do Brasil representa a soma dos déficits públicos financiados desta maneira até a promulgação da Constituição de 1988. O parágrafo primeiro do Artigo 164 desta Constituição estabeleceu que "é vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira". Desta maneira, o Banco Central atualmente está legalmente impedido de comprar diretamente do Tesouro Nacional títulos públicos. O terceiro parágrafo do Artigo 164 da Constituição de 1988 estabeleceu que as disponibilidades de caixa da União sejam depositadas no Banco Central, não permitindo, portanto, que o Governo Federal mantenha depósitos, no sistema financeiro, privado ou estatal. Estes depósitos são remunerados pelo Banco Central, e sua movimentação causa impacto na liquidez da economia em virtude de mudança no passivo monetário do Banco Central.

O lucro do Banco Central, isto é, o resultado líquido de suas operações ativas e passivas é transferido para o Tesouro Nacional. Este resultado somente pode ser utilizado na amortização da dívida pública. A lei nº 4595 da Reforma Bancária autorizou o Banco Central do Brasil a efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais (inciso XI do Artigo 10). A Constituição de 1988 ratificou esta permissão ao estabelecer (parágrafo segundo do Artigo 164) que o Banco Central pode comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros. Cabe salientar que este preceito é inconsistente com a proibição do Banco Central conceder indiretamente empréstimos ao Tesouro (parágrafo primeiro do mesmo artigo). Com efeito, nada impede que o Tesouro venda um título ao público e que o Banco Central a pretexto de política monetária o compre, ocorrendo, portanto, um empréstimo indireto ao Tesouro.

APÊNDICE 5 – MEDIDAS DA REFORMA FINANCEIRA NA DÉCADA DE 70

(Andrezio e Lima, 1999)

- 1) Regulamentação dos fundos mútuos de investimento – até a década de 60, existiam aproximadamente onze fundos de investimento no país. A lei do Mercado de Capitais regulamentava o funcionamento destes fundos, porém apenas em 1970, através da Resolução nº 145, de 14/05/70, os fundos de investimento passaram a serem regulados de forma mais específica. Essa resolução proporcionou uma expansão do patrimônio líquido administrado por estes fundos. De junho de 1978 a junho de 1980, tal expansão foi da ordem de 123%.
- 2) “Boom” das Bolsas de Valores – em 1971 ocorreu uma alta contínua e rápida das cotações das ações e dos volumes negociados nas Bolsas de Valores. Na fase de alta, muitas empresas e investidores sem conhecimento técnico, motivados pela expectativa de lucro fácil, passaram a negociar nas Bolsas. No crash, que se deu no final do ano de 1971, muitas empresas fecharam o seu capital e muitos investidores deixaram de negociar com ações. A experiência do crash foi traumática para estes agentes. Contudo, ficou claro que: i) os agentes econômicos não possuíam maturidade para atuar no mercado financeiro; ii) as Bolsas não dispunham de uma estrutura capaz de suportar volumes de negociação tão altos; e iii) não havia um arranjo institucional que garantisse um funcionamento mais eficaz das instituições financeiras que operavam no mercado de capitais.
- 3) Regulamentação dos consórcios – A lei nº 5.768/71 determinou que as administradoras de consórcio dependiam de prévia autorização do Ministério da Fazenda para atuarem, ficando sujeitas às normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional e à fiscalização do Banco Central.
- 4) Fixação de novas regras sobre auditores independentes – A Resolução nº 220 de 10/05/72 e as Circulares nºs 178 e 179, ambas de 11/05/72, determinaram que as demonstrações financeiras devem ser obrigatoriamente auditadas por auditores contábeis independentes, registrados no Banco Central.
- 5) Criação do SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia – em agosto de 1972 foi criado o SELIC no intuito de simplificar os procedimentos de liquidação e custódia dos títulos públicos no mercado aberto.
- 6) Intervenção e liquidação extrajudicial – A Lei nº 6.024, de 13/03/74, agrupou em uma única lei as normas e disposições que disciplinavam a intervenção e a liquidação extrajudicial. A partir desta lei, ficaram sujeitas à intervenção ou liquidação extrajudicial, pela ação Banco Central, ou mesmo à falência, as instituições financeiras privadas e públicas não federais, as cooperativas de crédito, as sociedades distribuidoras e/ou corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades corretoras de câmbio.
- 7) Instituição de reservas monetárias no Banco Central – O Decreto-Lei nº 1.342 de 28/08/74 determinou que a receita líquida do imposto sobre operações financeiras

(IOF) deveria ser destinada à formação de reservas monetárias. Determinou também que essas reservas fossem alocadas, pelo Banco Central, na intervenção nos mercados de câmbio e de títulos, na assistência a instituições financeiras (de modo particular ao BNDES), e em outros fins, de acordo com as disposições do Conselho Monetário Nacional.

- 8) Regulamentação das operações de arrendamento mercantil (leasing) – em 12/09/74, a Lei nº 6099 regulamentou as operações de leasing e determinou o seu tratamento tributário. As operações de leasing beneficiaram diversos setores econômicos, como é o caso dos agricultores e dos profissionais liberais do setor de serviços.
- 9) Regulamentação dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais – foi viabilizado acesso de capitais estrangeiros às Bolsas brasileiras, por intermédio das Sociedades de Investimento (constituídas sob a forma de sociedades por ações), com uma regulamentação que priorizava a atração de capitais estrangeiros de natureza não especulativa.
- 10) Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – a CVM foi criada para disciplinar e fiscalizar todas as atividades concernentes às negociações com valores mobiliários, incluindo a organização e o funcionamento das bolsas de valores.
- 11) Advento da nova lei das Sociedades por Ações – os objetivos dessa nova lei foram assim descritos no II PND: i) assegurar às minorias acionárias o direito de dividendos mínimos em dinheiro; ii) evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado maior do que cada ação do minoritário; iii) disciplinar a distribuição de gratificações a diretores e empregados; iv) aperfeiçoar os mecanismos de auditoria; e v) facilitar o funcionamento das sociedades de capital autorizado.
- 12) Regulamentação das entidades de previdência privada. – criadas com a intenção de incentivar o desenvolvimento de investidores institucionais que contribuam para o incremento dos níveis de poupança dos agentes superavitários e para financiar o crescimento do setor empresarial.

APÊNDICE 6 – MEDIDAS DA REFORMA FINANCEIRA NA DÉCADA DE 80

(Andrezo e Lima, 1999)

- 1) Regulamentação do Mercado Futuro e de Opções – as negociações com o mercado futuro se iniciaram em fevereiro de 1979, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Na Bolsa de Valores de São Paulo tivemos o advento do mercado de opções, em agosto do mesmo ano;
- 2) Difusão das empresas de *Factoring* – Essas atividades são centenárias em alguns países. No Brasil, as empresas de *factoring* surgiram somente em 1982, juntamente com a criação da ANFAC – Associação Nacional de Factoring.
- 3) Determinação de atos ou fatos relevantes, em relação às sociedades anônimas – a partir de fevereiro de 1984 os administradores de companhias abertas passaram a ter a obrigação de prestar informações (à CVM, à Bolsa de Valores na qual os seus valores mobiliários sejam mais negociados, e à imprensa) sobre qualquer ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia. Atos ou fatos relevantes são aqueles que afetem a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, a decisão dos investidores em negociar estes valores e a determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular desses valores.
- 4) Criação dos Clubes de Investimento – esses clubes são condomínios constituídos por pessoas físicas, as quais têm o objetivo de reunir suas poupanças para aplicação conjunta em títulos e valores mobiliários.
- 5) Criação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) – a finalidade desse conselho é julgar, em segunda e última instância, os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativas previstas na legislação.
- 6) Surgimento da Bolsa Mercantil & de Futuros (BM&F) – a BM&F surgiu em julho de 1985. Os seus pregões só iniciaram as operações em janeiro de 1986.
- 7) Reorganização das instituições financeiras oficiais: duas medidas caracterizaram tal reorganização: a) a extinção da conta movimento – havia uma fusão das contas fiscais (do Tesouro Nacional), monetárias (do Banco Central) e do Banco do Brasil em um caixa único. As distorções davam a impressão de que o Orçamento Geral

da União estava equilibrado. Todavia, muitas operações do Tesouro que eram realizadas pelo BB e pelo BACEN, não eram incluídas no orçamento, não sendo submetidas à aprovação do Congresso Nacional; e b) a extinção do Banco Nacional de Habitação – os críticos anos 80 foram duros com as instituições financeiras oficiais. Era difícil ajustá-las, pois as demandas políticas inviabilizavam uma reestruturação efetiva. No entanto, o governo extinguiu o BNH e realizou muitas intervenções nos bancos estaduais a partir de 1987. O BNH, com a queda da arrecadação do FGTS, ficou em uma situação de baixa liquidez. Além disso, os financiamentos do BNH ficaram caracterizados por altíssimos níveis de inadimplência.

- 8) Criação da CETIP – Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos – é uma empresa sem fins lucrativos criada pelo Banco Central, pela ANDIMA e pelas instituições financeiras para servir como um sistema que efetuasse o registro, a custódia e a liquidação das operações com títulos privados de forma ágil e segura.
- 9) Nova Regulamentação das Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.
- 10) Legislação sobre Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional.
- 11) Criação de Planos de Poupança e Investimento (PAIT) – as taxas decrescentes de poupança interna verificadas em 1985/86 eram incompatíveis com as metas de crescimento econômico. O PAIT surgiu como um novo mecanismo de poupança que incentivava a formação voluntária de carteira de títulos e valores mobiliários em benefício do trabalhador.
- 12) Regime de Administração Especial Temporária (RAET) – O RAET surgiu para sanear um conjunto de bancos estaduais que acabavam ajudando na elevação dos índices inflacionários no país, com a prática irregular de saques a descoberto na conta de reservas bancárias do BACEN. As despesas correntes de alguns estados eram financiadas por intermédio desses saques a descoberto. Alguns bancos estaduais pagavam os cheques dos clientes com recursos públicos federais provenientes de emissão monetária. O mecanismo de redesconto era utilizado para financiar os gastos dos governos estaduais, o que contribuía para o aumento da inflação. Nesse sentido, os estados acabavam influenciando na emissão de moeda, que na

verdade é um direito constitucional exclusivo da União.

- 13) Novas regras sobre investimentos externos – os anexos I, II e III foram criados para facilitar o reinserção do país no mercado financeiro internacional. O Brasil, com a crise da dívida externa, ficou alijado do fluxo de investimentos internacionais em países emergentes, justamente quando esse fluxo dava sinais de crescimento vigoroso. O Anexo I regulamentava as sociedades de investimento de capital estrangeiro, que ficavam autorizadas pela CVM a operar no mercado financeiro brasileiro. As operações dos fundos de investimento de capital estrangeiro foram regulamentados pelo Anexo II. As operações das carteiras de títulos e valores mobiliários, que são entidades de investimento coletivo mantidas no país, cujos participantes são pessoas físicas ou jurídicas, residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiro que tenham por objetivo aplicar recursos nos mercados financeiro e de capitais brasileiro. A nova regulamentação dos investimentos estrangeiros foi o primeiro passo, constituído em março de 1987, para a liberalização do nosso mercado financeiro.
- 14) Fundos de Conversão da Dívida – O mecanismo de conversão da dívida externa em capital de risco foi institucionalizado em fevereiro de 1988. A nova lei concedeu incentivos fiscais aos empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira que fossem “convertidos em capital de risco. Em 1984, como a negociação de contratos de empréstimos e financiamentos no mercado secundário acabou por impedir o ingresso de novos recursos, esses fundos de conversão foram extintos. Mas, em novembro de 1987, a Resolução nº 1.416 estabeleceu novas regras de conversão que obrigavam os credores a aceitar modificações contratuais necessárias para o lançamento dos bônus de conversão, como redução das taxas de juros. A Resolução nº1460/88 revogou a obrigatoriedade da Resolução anterior e disciplinou a conversão de créditos sujeitos a acordos de reestruturação da dívida externa em investimentos no país.
- 15) Criação dos Bancos Múltiplos e Extinção das Cartas-Patentes – os bancos comerciais, de desenvolvimento, as sociedades de crédito imobiliário e as financeiras, a partir de setembro de 1988, puderam organizar-se em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria. Assim, os conglomerados

financeiros puderam se estruturar em um banco múltiplo.

A criação de um banco múltiplo deverá ser autorizada pelo BACEN, mesmo no caso de fusão, transformação, cisão e incorporação de instituições. Tal fato permitiu a negociação de instituições financeiras sem que houvesse necessidade de adquirir a carta patente, que foi oficialmente extinta no artigo 192 da Constituição Federal de 1988.

A concepção do SFN, em 1964, foi inspirada em modelos de sistemas financeiros especializados. Nos anos 70 e 80, contudo, ocorreu um processo de “concentração” bancária, com o surgimento dos conglomerados financeiros. Assim, nunca houve efetivamente um sistema financeiro com instituições especializadas. As fusões e incorporações foram incentivadas pelo governo no intuito de que as instituições ganhassem economias de escala e de escopo. Nesse sentido, a institucionalização do modelo de bancos universais veio reconhecer a existência de um sistema financeiro híbrido.

- 16) Novas regras previstas na Constituição Federal de 05 de outubro de 1988 – As leis que dizem respeito ao SFN estão dispostas no artigo 192 da Constituição Federal.
- 17) Flexibilização das regras do mercado de capitais - A flexibilização das regras vigentes no mercado de capitais foi uma consequência da rivalidade entre as duas bolsas de valores mais importantes do país: a BOVESPA e a BVRJ. Para que o volume de negócios se elevasse, elas flexibilizavam as suas regras, o que viabilizava as operações mais alavancadas.
- 18) Novas regras para as Bolsas de Mercadorias e Futuros – Em outubro de 1989, a BM&F ficou sujeita a uma regulamentação mais rígida, que foi criada para prevenir ou corrigir situações anormais de mercado que pudessem caracterizar práticas não equitativas, fraudes ou manipulação do mercado.
- 19) Novas regras para as Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários e para as Bolsas de Valores – essas regras dispunham sobre a organização, o funcionamento, os objetivos e as competências dos profissionais das bolsas e corretoras, além de definir os títulos e valores mobiliários negociados nas bolsas e caracterizar os objetivos e funções da CVM.
- 20) Alteração na Lei das Sociedades Anônimas (“Emenda Lobão) – essa lei acabou com o direito de retirada dos acionistas dissidentes, nos casos de incorporação, fusão e

cisão da companhia, mediante o valor de suas cotas. Por reduzir os direitos dos acionistas minoritários, a Emenda Lobão gerou muitas disputas judiciais entre acionistas minoritários e empresas de capital aberto.

APÊNDICE 7 – MEDIDAS DA REFORMA FINANCEIRA DA DÉCADA DE 90

(Andrezo e Lima,1999)

- 1) Regulamentação de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes.
- 2) Reestruturação das instituições financeiras e ratificação do Acordo de Basiléia (Resolução nº 2.099, de 17/08/1994) – Essa resolução apresentou quatro anexos, que reestruturaram as disposições sobre instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN:
 - a. ANEXO I – Autorizou o funcionamento, transferência de controle societário e reorganização das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.
 - b. ANEXO II – Estabeleceu limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido para as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.
 - c. ANEXO III – Regulamentou a instalação e o funcionamento, no país, de dependências de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central (agências, postos de atendimento bancários, postos de atendimento transitórios etc.).
 - d. ANEXO IV – Disciplinou a observância do Acordo de Basiléia.
- 3) Regulamentação dos fundos de conversão – capital estrangeiro e fundos de conversão – capital estrangeiro para áreas incentivadas (Instrução CVM nº 227, de 23 de dezembro de 1994) – Esses fundos canalizam recursos de pessoas físicas, residentes, domiciliadas ou com sede no exterior, fundos ou outras entidades de investimento coletivo estrangeiros, sendo vedada a colocação de suas cotas no mercado interno. Eles devem aplicar, no mínimo, 70% dos recursos em projetos a serem realizados nas áreas da SUDENE, SUDAM, Espírito Santo e Vale do Jequitinhonha; ações de emissão de companhias abertas e ações de emissão de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais de que tratam o Decreto-Lei nº 1.376/74 (incentivos do Fundo de Investimentos da Amazônia –FINAM; do Fundo de Investimentos do Nordeste –FINOR; e do Fundo de Investimentos Setoriais em turismo, pesca e reflorestamento Fiset) e o Decreto-lei nº 2.292/86 (que criou o PAIT – Plano de Poupança e Investimento – destinado a incentivar a formação voluntária de carteira de títulos e valores mobiliários, em benefício do trabalhador). Os recursos remanescentes podem ser mantidos disponíveis ou aplicados em: cotas de

Fundos de Renda Fixa, títulos da dívida pública, certificados de investimento no Nordeste (FINOR), da Amazônia (FINAM) e de recuperação econômica do Estado do Espírito Santo (FUNRES), adquiridos em Bolsas de Valores.

- 4) Regulamentação dos fundos de investimento financeiro – FIF e fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento – FAC ou FAQ (Resolução nº 2.183, de 21/07/95 e Circular nº 2.594, de 21/07/95) – A importância desses fundos de investimento será analisada mais adiante.
- 5) Emenda constitucional nº6, de 15 de agosto de 1995 – Revogou o artigo 171 da Constituição Federal, eliminando a definição de empresa brasileira de capital nacional do texto constitucional e a possibilidade de a lei estabelecer proteção e benefícios especiais em relação à empresa brasileira de capital nacional. Na visão de Andrezo e Lima (1999) “essa emenda constitucional foi um marco na abertura da economia brasileira e de setores até então monopolizados pelo Estado, inclusive aqueles relacionados à prestação de serviços públicos. A partir desta Emenda Constitucional, surgiram novas propostas para flexibilizar as regras sobre o investimento da iniciativa privada nessas áreas e, em especial, sobre a participação de capital estrangeiro nas empresas nacionais”.
- 6) Implementação do PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Medida Provisória nº 1.179 e Resolução CMN nº 2.208, ambas de 3/11/95, Medida Provisória nº 1.182 e Circular BACEN nº 2.636, ambas de 17/11/95) – Com a estabilização inflacionária, os bancos tiveram os seus ganhos com a velocidade das transações financeiras (*floating*). Nos anos da inflação, os bancos se desviaram da função primordial de intermediação de recursos, funcionando como instituições que cumpriam o papel de evitar a perda de valor dos ativos financeiros. Nesse contexto, surgiram muitos bancos e agências que, com o fim da inflação tiveram de ganhar eficiência para manter a sua rentabilidade. Assim, os bancos passaram a reduzir custos, aumentar os empréstimos e repasses (operações ativas), cobrar tarifas mais elevadas e aumentar as taxas de juros. Algumas instituições não resistiram aos desafios que nova situação macroeconômica do país lhes impunham. A quebra do tradicional Banco Econômico, que sofreu intervenção do BACEN em agosto de 1995, acarretou um clima de apreensão no mercado financeiro. Esse clima de desconfiança poderia detonar uma crise financeira bem no período em que o Plano Real se consolidava. Diante disso o governo instituiu o

PROER com a fito de prover o Banco Central de instrumentos jurídicos que lhe permitisse redesenhar o SFN, no sentido de fazer com que permanecesse no sistema apenas as instituições financeiras mais eficazes e líquidas. O PROER, desde a sua criação até novembro de 1997, apresentou um custo fiscal de R\$ 21 bilhões, ou o equivalente a 1,1% do PIB, conforme a tabela a seguir. Esses recursos foram direcionados principalmente para financiar a compra, por instituições bancárias privadas estrangeiras e nacionais, dos bancos sob intervenção, entre os quais pode-se citar o Banco Econômico, o Banco Nacional e o Banco Bamerindus. Todavia, se forem deduzidos a parcela de R\$ 1,2 bilhão que já foi quitada, R\$ 13,2 bilhões que foram transferidos para o BACEN e somados os encargos financeiros dos empréstimos, de R\$ 3,1 bilhões, chega-se o saldo do PROER descrito na tabela 9 como porcentagem do PIB: R\$ 9,7 bilhões.

**Custo Fiscal de Programas de
Ajuste do Sistema Financeiro**

Ano	País	Custo/PIB (%)
1982	Argentina	13,0
1985	Chile	19,6
1985	Colômbia	6,0
1994	Venezuela	13,0
1991-93	Finlândia	8,2
1988-92	Noruega	4,5
1991-93	Suécia	4,5
1991	EUA	5,1
1995-96	Brasil	0,5-1,1

Fonte: ROJAS- SUAREZ, Liliana e WEISBROD, Steven R. (1995)

A criação do PROER foi acompanhada pela abertura do Mercado financeiro nacional ao capital externo (que permitiu o ingresso de diversos bancos estrangeiros por intermédio de associação direta, acordos ou aquisições) e pelo aumento do número de fusões e aquisições entre instituições financeiras nacionais. De acordo com ANDREZO e LIMA (1999, p. 278), dos 271 bancos (múltiplos, comerciais, de desenvolvimento e de investimento) que faziam parte do SFN no início do Plano Real, aproximadamente 22% deles já passaram por algum processo de ajuste que resultou na transferência de controle acionário (com ou sem recursos

do PROER), intervenção ou liquidação por parte do BACEN, e incorporação por outras instituições financeiras. Esse é um indicador que reflete a rapidez do ajuste do sistema financeiro à conjuntura de estabilidade pós-Plano Real.

Finalmente, cumpre salientar que os resultados do PROER e da reestruturação do SFN apontam para uma tendência de centralização de capital no setor, com uma concentração em alguns poucos grandes bancos.

- 1) Criação do Fundo Garantidor de Crédito – FGC – Para dar prosseguimento ao processo de redesenho do SFN e no intuito de evitar futuras crises sistêmicas no mercado financeiro, foi criado o FGC, que é uma associação civil sem fins lucrativos, com prazo de duração indeterminado e com personalidade jurídica de direito privado que objetiva prestar garantia de créditos contra instituições que dele participarem, nos casos de eventuais intervenções, liquidações extrajudiciais, falência da instituição ou quando o BACEN reconhecer o estado de insolvência da instituição que não estiver sujeita a esses regimes. O FGC é formado com contribuições mensais dos participantes (que são todas as instituições financeiras, exceto as cooperativas de crédito e as cessões de crédito das cooperativas).
- 2) Extinção da correção monetária do Balanço e dedutibilidade dos juros sobre o capital próprio (dezembro/1995) – Medidas tomadas para facilitar a desindexação da economia e garantir a possibilidade remuneração do capital próprio investido nas empresas (permissão da dedução dos juros pagos ao acionista, até o limite da variação da taxa de juros de longo prazo, a TJLP).
- 3) Contas de não-residentes e transferências internacionais em reais (abril/1996) – Essas contas vieram a aperfeiçoar as CC5 (Carta Circular nº 5), que permitiam que qualquer pessoa física ou jurídica não residente no país pudesse movimentar moeda estrangeira por meio de depósito em uma conta corrente específica no país, em qualquer banco que opere no mercado de câmbio de taxas livres ou flutuantes. As CC5 previam pouquíssimas exigências para a movimentação dessas contas. Já as novas contas de não-residentes (que continuaram a ser chamadas de CC5) exigem a identificação da proveniência e destino dos recursos, natureza dos pagamentos e identificação dos depositantes e beneficiários, quando as transferências forem de valor igual ou acima de R\$ 10.000,00.
- 4) Criação da SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Acesso (junho/96);
- 5) Criação dos Brazilian Depositary Receipts – BDRs;

- 6) Implementação do PROES – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária;
- 7) Alteração das Leis nº 6.385/76 e 6404/76;
- 8) Fusão da BM&F com a BBF;
- 9) Criação do Fundo de Aposentadoria Programada Individual – FAPI e do Plano Gerador de Benefícios Livres – PGBL;
- 10) Regulamentação da securitização de recebíveis imobiliários;
- 11) Lei da “lavagem” de dinheiro;
- 12) Regulamentação da securitização de créditos bancários;
- 13) Privatização do Sistema Telebrás (29/07/98).