

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

GILIANO ROCHA DE LIMA MORAES

**SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: UMA ANÁLISE DOS EFEITOS
FINANCEIRO-ESTRUTURANTES E ECONÔMICO-MONETÁRIOS
DECORRENTES DA REFORMA MONETÁRIO-FINANCEIRA DE 1964/65**

Porto Alegre

2009

GILIANO ROCHA DE LIMA MORAES

**SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: UMA ANÁLISE DOS EFEITOS
FINANCEIRO-ESTRUTURANTES E ECONÔMICO-MONETÁRIOS
DECORRENTES DA REFORMA MONETÁRIO-FINANCEIRA DE 1964/65**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Banca Examinadora da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como exigência parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

PORTO ALEGRE

2009

GILIANO ROCHA DE LIMA MORAES

**SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: UMA ANÁLISE DOS EFEITOS
FINANCEIRO-ESTRUTURANTES E ECONÔMICO-MONETÁRIOS
DECORRENTES DA REFORMA MONETÁRIO-FINANCEIRA DE 1964/65**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à Banca Examinadora da
Faculdade de Ciências Econômicas da
Universidade Federal do Rio Grande do
Sul, como exigência parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Aprovada em _____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

Prof. Dr. Valmor Marchetti

Prof. Dr. Julio Cesar de Oliveira

RESUMO

O objeto do presente trabalho consiste em verificar os efeitos financeiro-estruturantes, fundamentados na análise da quantidade de agentes financeiros com os quais o sistema financeiro nacional passou a contar, e econômico-monetários, calcados na verificação da base monetária, de M1 e M2, da Formação Bruta de Capital Fixo e do Produto Interno Bruto, decorrentes da reforma monetário-financeira levada a efeito por ocasião da implementação do denominado Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) no princípio do governo militar, precisamente nos anos de 1964/1965. Nessa medida, apresenta, primeiramente, a função do sistema financeiro comparativamente ao crescimento econômico, na linha da perspectiva teórica de Hyman Minsky, enfatizando-se as funções do sistema financeiro, as classificações de mercados financeiros e, por fim, as formulações teóricas de Hyman Minsky, daí se estabelecendo uma ligação entre sistema financeiro e crescimento econômico. Em seguida, focaliza-se a necessidade das reformas monetário-financeiras de 1964/1965, particularizada na análise do contexto que antecedeu às reformas, dos objetivos dessas reformas e, por fim, a normatização do sistema financeiro a partir de então. À derradeira, são estudados os efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários das reformas monetário-financeiras de 1964/1965, com as análises das variáveis acima referidas, demarcando-se a verificação dos efeitos econômico-monetários em dois momentos: o primeiro alusivo à 1964/1968, em período que tem como princípio o governo militar e como marco final o início do período alusivo ao denominado “milagre econômico”; e o segundo referente à 1968/1973, período no qual se identifica o chamado “milagre econômico”.

Palavras-chave: Funções do sistema financeiro. Sistema financeiro e crescimento econômico a partir da perspectiva teórica de Hyman Minsky. Necessidade das reformas monetário-financeiras de 1964-1965. Objetivos e objeto das reformas monetário-financeiras de 1964-1965. Os efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários das reformas monetário-financeiras de 1964-1965.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to verify the financial-structuring e economic-monetary effects caused by the financial monetary reform carried out when PAEG was implemented. That plan was lauched during the military government from 1964 to 1965. We here present the function of the financial system compared to Brazil economical growth according to Hyman Minsky approach. We emphasize the system function the classification of the financial markets and also the Hyman Minsky theory establishing a connection between financial system and economical growth. We highlight the need of monetary and financial reform in 1964/1965 focused on the analysis of the context before the reform of their objectives and the modernization of the financial system since then. Finally we study the financial-structuring and monetary-economical effects of those 1964/1965 monetary and financial reforms into two moments: the one which began with the military coup and ended with “the Brazilian mirade” and 1968/1973 called “the economical mirade”.

Key-words: Function of the financial system. Financial system and economical growth according to Hyman Minky theory. Need of monetary-financial reforms from 1964/1965. Objects and objectives of 1964-1965 financial-monetary reforms. The financial-structuring effects and 1964-1965 economical reforms.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Meios de Pagamento 1964-1968 - Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros -Cr\$ 1.000.000- até 1966; em milhões de cruzeiros novos - NCr\$ 1.000.000 – a partir de 1967).....	44-45
Tabela 2- Produto Interno Bruto e Formação Bruta de Capital Fixo – 1964-1968.....	46
Tabela 3- Meios de Pagamento 1968-1973 - Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros novos - NCr\$ 1.000.000 – a partir de 1967; em milhões de cruzeiros - Cr\$ 1.000.000 – a partir de 30 junho de 1970).....	50-51
Tabela 4- Depósitos a prazo 1964-1968- Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros novos -NCr\$ 1.000.000- a partir de 1967; em milhões de cruzeiros -CR\$ 1.000.000 – a partir de junho de 1970).....	53
Tabela 5 - Produto Interno Bruto e Formação Bruta de Capital Fixo – 1968-1973.....	55

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1 A FUNÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO EM RELAÇÃO AO CRESCIMENTO ECONÔMICO: A VERTENTE TEÓRICA DE MINSKY	13
1.1 OS PAPÉIS DESEMPENHADOS PELO SISTEMA FINANCEIRO.....	13
1.2 A RELEVÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO A PARTIR DA PERSPECTIVA DE MINSKY.....	18
2 AS REFORMAS MONETÁRIO-FINANCEIRAS DE 1964/65: A NECESSIDADE DAS REFORMAS	25
2.1 ANTECEDENTES ÀS REFORMAS.....	25
2.2 OS ESCOPOS DAS REFORMAS.....	30
2.3 NORMATIZAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO: O OBJETO DAS REFORMAS.....	33
3 ANÁLISE DOS EFEITOS FINANCEIRO-ESTRUTURANTES E ECONÔMICO-MONETÁRIOS ORIUNDOS DE 1964/1965	39
3.1 OS EFEITOS FINANCEIRO-ESTRUTURANTES.....	39
3.2 OS EFEITOS ECONÔMICO-MONETÁRIOS.....	42
4 CONCLUSÃO	58
5 REFERÊNCIAS	61

INTRODUÇÃO

O escopo do presente trabalho consiste em analisar os efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários decorrentes da reforma monetário-financeira levada a efeito por ocasião da implementação do denominado Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) no princípio do governo militar, precisamente nos anos de 1964/65.

Nessa linha de raciocínio, busca-se focalizar, em termos de conformação do sistema financeiro, a quantidade de agentes financeiros que o sistema passou a contar, evidenciando-se os fenômenos de conglomeração e concentração financeiras, como também, no que refere aos reflexos no plano econômico-monetário, os efeitos que emergiram em termos de comportamento das variáveis base monetária e agregados monetários (M1 e M2) e das variáveis Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e Produto Interno Bruto (PIB). A par disso, procura-se sublinhar, na análise do comportamento dessas variáveis, o atendimento, ou não, das reformas implementadas aos escopos do Plano do governo, destacando-se em que aspectos os números apresentados distanciaram-se ou aproximaram-se daqueles objetivos.

Como justificativa para a adoção desse tema, pode-se invocar a relevância do papel do Estado brasileiro na regulamentação do sistema financeiro nacional, particularmente orientado a constituir um sistema financeiro a partir do qual fosse possível a promoção do crescimento econômico. Dessa forma, justifica-se verificar a eficácia das reformas implementadas pelo Estado brasileiro no início do regime militar, de modo a extrair-se sua contribuição na condução da política econômica naquele contexto.

É com assento nesse enfoque que se apresenta, no capítulo primeiro, a função do sistema financeiro relativamente ao crescimento econômico, na linha da perspectiva teórica de Hyman

Minsky. Nessa direção, orienta-se, primeiramente, a explicitar as funções do sistema financeiro, podendo-se destacar, dentre outras, a função alusiva à transferência de fundos dos agentes superavitários para os agentes deficitários. Em passo seguinte, passa-se a estudar as classificações de mercados financeiros, já que o conceito de sistema financeiro traz consigo o elemento mercado financeiro, daí residindo, portanto, a relevância da apresentação dessas categorizações.

Em momento seguinte do capítulo primeiro, o trabalho volta suas atenções para as formulações teóricas de Hyman Minsky, procurando-se, a partir desse lastro teórico, estabelecer uma ligação entre sistema financeiro e crescimento econômico. E as premissas fundamentais desse teórico a partir das quais é estabelecida essa relação entre sistema financeiro e crescimento econômico consistem em que os âmbitos real e monetário não podem ser separados em uma economia capitalista cujo desenvolvimento seja instável, residindo a instabilidade nas tomadas de decisões sobre investimentos; o investimento, em uma economia capitalista, está vinculado ao financiamento, já que se introduz no *portfolio* um custo para a manutenção dos ativos; por fim, a premissa segundo a qual a moeda é criada, endogenamente, no sistema econômico ao longo da evolução do crescimento econômico.

É a partir daí, então, que já principiam os argumentos para se pavimentar uma conexão entre essas premissas e o objeto do segundo capítulo, revelado na necessidade de constituir um sistema financeiro suficientemente hábil a financiar o crescimento econômico, o qual, inequivocamente, apresentou-se como um dos escopos da reforma monetário-financeira de 1964/65.

No capítulo segundo, centra-se o presente trabalho em explicitar a necessidade das reformas monetário-financeiras de 1964/65, já que a conformação estrutural dos sistemas financeiros é influenciada pela cultura, política e história de cada país. Nesse sentido, focalizam-se o contexto que antecedeu às reformas, os objetivos dessas reformas e, por fim, a normatização do sistema financeiro a partir de então.

Sob o prisma dos antecedentes das reformas, principia-se a análise com a gênese das relações financeiras intermediadas no Brasil, enfatizando-se a criação do primeiro Banco do Brasil ainda quando o Brasil era uma colônia de Portugal, a constituição de bancos comerciais tanto nacionais como estrangeiros, a reforma bancária implementada com o advento da

República, o sistema financeiro nacional no período entre guerras, a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito, vista sob o enfoque de um projeto de criação de um Banco Central dotado de independência aliado à noção de segmentação da atividade bancária, de maneira a conferir-se maior racionalidade ao sistema. Além disso, procura-se destacar o contexto de combate à inflação e de intenção de crescimento econômico acelerado, malgrado, até então, o sistema financeiro nacional não estivesse dotado de capacidade suficiente a financiar a longo prazo a acumulação de capital.

Em posterior momento desse segundo capítulo, passa-se a focalizar os objetivos da reforma monetário-financeira levada a efeito por ocasião do regime militar. Nesse âmbito, volta-se o estudo à distinção entre as reformas institucionais levadas a efeito no princípio do governo militar, consubstanciadas no Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), daquelas reformas monetário-financeiras implementadas no bojo desse Plano, vistas estas como uma ramificação daquelas, ao lado das reformas tributária, trabalhista e do setor externo. Com isso, portanto, quer-se deixar bem presente que as reformas monetário-financeiras inserem-se em um contexto mais amplo, qual seja, o Plano de Ação Econômica do Governo, para se poder diferenciar os objetivos alusivos a este Plano dos objetivos referentes àquelas reformas.

Nessa linha, como escopos do PAEG, procura-se mencionar a promoção do desenvolvimento econômico, a retomada do crescimento dos investimentos e, por fim, o combate à inflação, calcada no diagnóstico de que a inflação teria origem na demanda. Por sua vez, os objetivos das reformas monetário-financeiras são classificados em objetivos de ordem geral e objetivos de ordem específica. Entre aqueles, podemos mencionar o alargamento do volume de poupança, bem assim a criação de instrumentos vocacionados a financiar a atividade produtiva.

De outro lado, os objetivos específicos mencionados são o aprimoramento do mercado de capitais privados, orientado à destinação de financiamento de longo prazo aos investimentos, a regulamentação do mercado financeiro, organizado de modo a assegurar taxas de juros estáveis e fluxos financeiros e, outrossim, a regularização do mercado monetário, fundamentada na independência das autoridades monetárias, divisando-se, naquele momento, o receio de um eventual crescimento da inflação.

O capítulo segundo finda por explicitar a legislação com a qual passou a contar o sistema financeiro nacional a partir de então. E, nesse sentido, o trabalho menciona as principais leis promulgadas, como a Lei nº 4.357/64, conhecida como Lei da Correção Monetária, que dispunha sobre a autorização para emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, a Lei nº 4.380/64, que instituiu a correção imobiliária nos contratos imobiliários de interesse social e criou o sistema financeiro para aquisição da casa própria, Banco Nacional da Habitação (BNH), as Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo, a Lei nº 4.595/64, que criou o Banco Central do Brasil, o Conselho Monetário Nacional, além de ter disposto sobre as instituições monetárias, bancárias e creditícias, tendo sido extinta a Superintendência da Moeda e Crédito e, por fim, a Lei nº 4.728/65, que passou a dispor sobre o mercado de capitais, disciplinando medidas para seu regular desenvolvimento. Além disso, procura-se sublinhar, como pano de fundo dessas reformas, a relação entre crescimento econômico, investimento e financiamento, no sentido de que era necessário financiar o crescimento econômico, o que se lograria por meio de incentivos aos investimentos.

Por fim, no derradeiro capítulo terceiro, passa-se a estudar os efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários das reformas monetário-financeiras, dividindo-se a análise em relação aos efeitos econômico-monetários em dois momentos: o primeiro relativo a 1964-1968, no período que tem como marco inicial o governo militar e como marco final o início do período alusivo ao denominado “milagre econômico”; e o segundo referente 1968-1973, período no qual se identifica o chamado “milagre econômico”. É importante notar, todavia, que os efeitos que emergiram dessas reformas não foram apenas dessas naturezas, mas também sociais, conforme se menciona, de forma breve, no capítulo terceiro deste estudo. Sucede que, para bem delimitar o objeto deste estudo, optou-se por investigar apenas os efeitos já referidos acima.

Nessa direção, em um primeiro momento, passa-se a verificar a mudança ocorrida no sistema financeiro nacional em termos de sua conformação, estruturação financeiro-institucional, procurando-se evidenciar o aumento do número de estabelecimentos de intermediação financeira, tanto no que diz respeito aos de natureza bancária como aqueles de natureza não bancária. Além disso, orienta-se a deixar explícito os movimentos de concentração bancária e conglomeração financeira ocorridos após as reformas, marcadamente a partir da introdução dos bancos de investimentos, verificando-se a conformidade desses

eventos financeiros (efeitos financeiro-estruturantes) em relação aos objetivos traçados pela reforma monetário-financeira do PAEG nesse ponto.

Em momento seguinte, volta-se o trabalho para a verificação dos efeitos econômico-monetários, especificadamente a análise, no plano monetário da economia, das variáveis base monetária, dos agregados monetários em termos de M1 (meios de pagamento), consistente no papel-moeda em poder do público mais os depósitos à vista, e M2, compreendido como depósitos à prazo mais os títulos públicos, e, no plano real da economia, das variáveis Produto Interno Bruto (PIB) e Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) como porcentagem do PIB (coeficiente de capital). Com a análise conjunta dessas variáveis de diferentes naturezas, esse capítulo pretende amoldar-se à linha teórica apresentada no capítulo primeiro, na medida em que se direciona a analisar o crescimento econômico desde a perspectiva do financiamento constituído a partir da estruturação sistema financeiro nacional, não se podendo afastar, portanto, o estudo do plano real do estudo do plano monetário das economias.

Nessa linha, procura-se destacar, no primeiro período, o controle no combate à inflação, cujo diagnóstico centrava-se da ideia de uma inflação de demanda, divisando-se, nesse momento, uma contração da oferta monetária aliada a um baixo crescimento econômico. Em seguida, o trabalho enfatiza o segundo período de análise, no qual se percebe uma mudança no que tange à concepção da origem da inflação, compreendo-se como sua origem os custos, vale dizer, uma concepção de inflação de custos. Com base nisso, direciona-se a evidenciar a expansão dos agregados monetários, revelando-se um aumento dos haveres financeiros não monetários em relação aos haveres financeiros monetários, aliado a um crescimento econômico vigoroso nesse período com um incremento substancial no volume de investimentos.

Além disso, vale também enfatizar que o estudo busca, nessa segunda parte desse capítulo terceiro, evidenciar o atendimento, ou não, dos efeitos econômico-monetários em relação à política econômica traçada pelo PAEG, mostrando-se em que medida distanciou-se e em que medida aproximou-se daqueles escopos referidos no capítulo segundo.

1 A FUNÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO EM RELAÇÃO AO CRESCIMENTO ECONÔMICO: A VERTENTE TEÓRICA DE MINSKY

1.1 OS PAPÉIS DESEMPENHADOS PELO SISTEMA FINANCEIRO

Para bem se compreender o papel exercido pelo sistema financeiro para a teoria de Hyman Minsky e sua relação com o crescimento econômico, escopo principal das reformas institucionais de 1964/65 ocorridas no curso do regime militar, cumpre, em primeiro lugar, consignar a relevância que a literatura econômica destaca acerca desse domínio econômico.

Nessa linha de raciocínio, então, o primeiro aspecto que devemos ter presente, neste momento, traduz-se na compreensão da função de um sistema financeiro. Essa função pode ser encontrada ao nos depararmos com o conceito de sistema financeiro, consistente no complexo formado por mercados, instituições e instrumentos voltados à transferência, de modo contínuo, de fundos disponíveis dos poupadores para os investidores (PINHEIRO, 2008, p. 28). E nessa tarefa de transferência de fundos dos agentes superavitários para os agentes deficitários assume especial relevo a figura do banco, que constitui, verdadeiramente, um intermediador entre poupança e produção, utilizando-se, basicamente, da moeda e do crédito (GRANEIRO; MOURA, 1992, p. 5).

Dessa forma, em verdade, ao dispor desses recursos, essas instituições, quer de natureza bancária, quer de natureza não bancária atuam voltadas à obtenção de juros e de lucros, a par de atuarem em outras atividades, a exemplo do que sucede com os negócios de compra e venda de moedas estrangeiras, com as emissões de apólice de seguros, dentre tantas outras atividades hábeis ao rendimento de valores (TORINO, 2000, p. 12).

Anote-se que, na linha da preocupação deste primeiro capítulo em assentar uma relação entre sistema financeiro e crescimento econômico, essa disposição de fundos mostra-se extremamente relevante para o desenvolvimento da economia, na medida em que, a um só tempo, enseja a produção de bens e serviços, a par de permitir que os consumidores escolham seu momento de consumo (HILLBRECHT, 1999, p. 19).

Ao destacar-se que a transferência oportuniza a produção de bens e serviços, está-se a conferir ênfase ao investimento, que se mostra como um instrumento estratégico no incremento da capacidade produtiva (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 235). E, nessa direção, pode-se sustentar que o estreitamento das relações financeiras revela-se uma ferramenta de alavancagem do investimento (CARVALHO, *et al.*, 2000, p. 236).

Divisa-se, pois, que é com o amadurecimento das relações financeiras o ponto de partida para o incremento do investimento, a partir do qual se torna possível o crescimento econômico. Sublinhe-se, assim, que o sistema financeiro e o sistema produtivo estão fortemente relacionados, mormente pela injeção de investimento que um oportuniza ao outro.

Sobreleva consignar que, no contexto dessa transferência de recursos desses agentes, surgem relevantes serviços prestados pelo sistema financeiro, designadamente solidarização do risco, liquidez e informação (HILLBRECHT, 1999, p. 20). É por meio da prestação de informações que se reduz o déficit informacional havido na relação intermediada entre poupador e tomador, mais especificamente daquele em relação a este, o que se conhece por informação assimétrica (HILLBRECHT, 1999, p. 21).

Por sua vez, as funções de compartilhamento de risco e liquidez podem ser vistas sob o prisma da complementariedade, pois, se aquela traduz a possibilidade de diversificação da carteira de ativos de parte dos poupadores, esta revela-se como um serviço voltado a aferir o grau de conversibilidade de um ativo em relação a outro (HILLBRECHT, 1999, p. 20-21).

Assim, percebe-se a relevância da prestação desses serviços no âmbito do sistema financeiro, já que, no primeiro serviço, por exemplo, tendo o prestador conhecimento acerca das condições da solvabilidade do devedor, isso traduzirá em maior segurança para a regularidade de funcionamento desse sistema. De igual modo, a possibilidade de avaliar o grau de conversibilidade de um ativo relativamente a outro oportuniza aos agentes conferir maior liquidez, ou sua retração, à economia.

É importante consignar conjuntamente, porquanto intimamente associadas, duas funções neste momento, quais sejam, a busca pela normalidade do sistema financeiro e a necessidade de normatização das relações financeiras.

Com relação à função relativa à busca pela normalidade do sistema financeiro, tem-se que está orientada no sentido de que se objetiva a confiança na moeda (FILHO, 1995, p. 22). E, com efeito, não poderia ser diferente, porquanto “Se o agente típico não acreditar, de fato, que o governo adotará uma postura permanente de combate à inflação, então todos atuarão de maneira defensiva.” (COSTA, 1999, p. 179).

Vale consignar que essa função de credibilidade, em termos monetários, de que necessita o sistema financeiro para seu bom funcionamento, está intimamente associada à dação de informações adequadas, conforme referido anteriormente, sobre os recursos transacionados entre os agentes superavitários e deficitários.

De outro lado, relativamente à função de normatização das relações financeiras ou, outrossim, alusiva à necessidade de uma regulamentação legal, a serventia do sistema financeiro estaria focalizada na necessidade de regulamentar as relações financeiras (PINHEIRO, 2008, p. 28). Sim, porque, em verdade, se o sistema financeiro existe para disponibilizar recursos de agentes superavitários para deficitários, não menos certo é que sua função deve estar orientada a tornar essa transferência equilibrada, fazendo-se presente, aqui, portanto, a figura do Estado como regulador da economia, mais especificamente do sistema financeiro (GRANEIRO; MOURA, 1992, p. 6).

Nesse domínio de intervenção do Estado na economia, mais precisamente no âmbito do sistema financeiro, avulta como relevante a introdução da política monetária, já que esta se qualifica justamente pela fiscalização da oferta de moeda e da taxa de juros, de maneira que se possa ter o controle da liquidez da economia (LOPES; ROSSETTI, 1996, p. 198). Assim, por exemplo, como instrumentos de exercício dessa política, verifica-se o estabelecimento de taxas de reservas, consistente no percentual que os bancos são obrigados a manter em depósito em sua própria instituição ou na entidade estatal, a título voluntário ou compulsório, além do chamado redesconto, que se caracteriza pela ajuda financeira que o Banco Central presta aos bancos comerciais, atuando, nessa condição, como banco dos bancos (LOPES; ROSSETTI, 1996, p. 199-202).

Fica claro, portanto, que cumpre ao Estado, principalmente, por intermédio de políticas monetárias, manter o controle sobre a oferta de moedas, conferindo-se, assim, ao

sistema financeiro certo grau de regularidade, constituindo-se o controle sobre a taxa de juros e, de igual modo, o controle sobre a inflação instrumentos na condução dessa política.

Em verdade, vale deixar consignado que essas duas funções exercidas pelo sistema financeiro são complementares, na medida em que o regular funcionamento do sistema financeiro está a depender, além da confiança na moeda, de uma regulamentação legal que permita essa normalidade em sua dinâmica.

Por fim, outro aspecto caracterizador do sistema financeiro consiste na denominada possibilidade do risco sistêmico, verdadeiramente um elemento distintivo em relação a outros setores da economia (CARVALHO, 2005, p. 1). Esse caracterizador consiste na hipótese de que a existência de um choque em determinada área do sistema financeiro possa repercutir sobre as demais áreas do sistema (CARVALHO, 2005, p. 1).

Tal a relevância que a consideração do risco sistêmico assume no âmbito do sistema financeiro que o Presidente do Banco Central Henrique Meirelles, em pronunciamento datado deste ano, no contexto de análise da crise financeira internacional, anotou como fragilidade regulatória a falta de fiscalização quanto ao risco sistêmico (MEIRELLES, 2009, p. 3). Nessa linha de raciocínio, averbou que “reconhecido um aumento exagerado na alavancagem e nos preços dos ativos, não houve uma ação coordenada para se atacar suas implicações nem se debruçou sobre as opções de ação quanto ao risco sistêmico.” (MEIRELLES, 2009, p. 3).

Cumprir anotar, a essa altura, como foi possível verificar pelo conceito de sistema financeiro, que é seu elemento constitutivo o complexo de mercados financeiros. E, sobre esses, algumas classificações merecem desde já ser demarcadas.

Uma primeira classificação que pode ser encontrada aparta os mercados de crédito dos mercados de títulos, tendo-se por nota distintiva o fato de que as transações, nestes, devem atender para regras padronizadas, conferindo-se aos títulos de caráter equivalente uma característica de substitutividade recíproca (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 240). Ao revés, nos mercados de crédito, temos a formatação de uma transação na qual se identifica que o objetivo consiste em atender aos intentos determinados dos sujeitos envolvidos, vale dizer, para a configuração da transação é relevante que se observem as características específicas de cada parte (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 240).

Outra classificação que pode ser invocada assenta-se sobre o critério da cronologia da negociação do título no mercado financeiro, encontrando-se os mercados primário e secundário (PINHEIRO, 2008, p. 28). Com efeito, estar-se-á diante do mercado primário na hipótese em que houver a negociação originária do título ou mesmo sua criação, ao passo que se verificará o mercado secundário quando houver a negociação derivada do título, isto é, o título é novamente negociado (PINHEIRO, 2008, p. 28).

Nessa linha de compreensão dos mercados existentes, mister anotar, ainda, que podemos ter a classificação relativa aos mercados públicos e mercados privados, bem assim as figuras da intermediação e desintermediação financeira. Com efeito, na hipótese de intermediação financeira, teremos o inserção de um intermediário financeiro que direciona os recursos obtidos dos depositantes para o tomador final, a exemplo do que sucede com a função desempenhada pelo bancos no mercado de crédito, enquanto que a desintermediação financeira qualifica-se pelo fato de a instituição financeira voltar-se apenas à disponibilização de valores no mercado, tal como ocorre nos mercados de capitais (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 242-243).

Por fim, podemos divisar, ainda, os mercados nas dimensões público e privada, sendo que o traço distintivo reside na igual acessibilidade dos participantes aos termos das transações realizadas, sendo exemplos, respectivamente, as negociações em bolsa de valores e o mercado de balcão (CARVALHO *et al.*, 2000, p. 242-243).

Procedido a esse intróito acerca das funções desempenhadas pelo sistema financeiro, faz-se mister compreender as formulações teóricas de Hyman Minsky, para que daí então se possa estabelecer uma relação entre essas assertivas e o objeto de estudo do capítulo segundo, as reformas monetário-financeiras de 1964-65.

1.2 A RELEVÂNCIA DO SISTEMA FINANCEIRO NO CRESCIMENTO ECONÔMICO A PARTIR DA PERSPECTIVA DE MINSKY

Seguindo a linha de construção de uma relação entre sistema financeiro e crescimento econômico, cabe consignar que o comportamento da economia ao longo do tempo, ou seja, seu crescimento econômico ao longo dos anos, deve ser compreendido a partir do prisma da dinâmica do sistema financeiro (COSTA, 1999, p. 217). Em face disso, a explicação em torno da instabilidade da economia capitalista passa sim por uma leitura das estruturas financeiras e, por conseguinte, sua fragilidade ou não (COSTA, 1999, p. 217).

Com efeito, Hyman Minsky fundamenta sua análise na relação estabelecida entre a instabilidade do desenvolvimento capitalista, vale dizer, uma economia por natureza instável, e os aspectos financeiros, não se podendo apartar, sob esse enfoque, os âmbitos real e monetário da economia (DEOS, 1997, p. 28-29). E esse ambiente de incerteza emana, inequivocadamente, da instabilidade da decisão de investir, consubstanciada nas decisões tomadas pelos indivíduos e firmas (COSTA, 1999, p. 218).

Veja-se que o autor se preocupa em analisar conjuntamente os fenômenos real e monetários que ocorrem numa economia capitalista inerentemente instável, residindo na instabilidade da tomada de decisão relativa ao investimento a fonte do ambiente de incerteza. Desse modo, nota-se, dessarte, que essa premissa a partir da qual parte esse teórico, qual seja, uma análise conjunta dos fenômenos real e monetário da economia já começa a traçar um ponto de contato com a relação que se está estabelecendo ao longo deste trabalho, consistente na estruturação de sistema financeiro suficientemente hábil a sustentar o crescimento econômico, escopo principal das reformas de 1964/1965, conforme se verificará em momento oportuno. Isso porque, por essa linha de raciocínio, os fenômenos ocorridos no plano real da economia podem ser explicados a partir da análise dos eventos ocorridos no plano monetário.

Residindo a fonte do ambiente de incerteza na instabilidade das decisões relativas a investimento, cumpre verificar o conteúdo dessas decisões tomadas pelos agentes.

Dentro dessa perspectiva, pode-se extrair que essa instabilidade surge a partir da definição da composição do *portfolio*¹ de parte do agente, registrando-se que as flutuações de natureza cíclica emergem exatamente dessa instabilidade do investimento verificada ao longo de processos de tomada de decisões (COSTA, 1999, p. 218). É de se notar que há, na formulação teórica do *portfolio* em Minsky, uma evolução em relação a esse mesmo aspecto da teoria Keynesiana, já que se percebe um alargamento na composição dos ativos constantes da carteira, abarcando tanto os ativos de capital quanto os ativos financeiros (DEOS, 1997, p.32).

Nessa mesma senda de evolução da análise acerca do *portfolio* em Minsky, é de grande relevância consignar também que se vislumbra um aperfeiçoamento dessa formulação teórica no sentido de se inserir um custo de manutenção para os ativos, com o que se passa a entender que a todo ativo corresponderá um passivo financiador daquele (DEOS, 1997, p. 33). Assim, em verdade, “Ao introduzir os passivos no seu *portfolio*, e conseqüentemente no seu modelo, Minsky está vinculando o investimento ao financiamento, lançando, assim, as bases para sua teoria endógena e ciclos e crises.” (DEOS, 1997, p. 33).

De igual modo, observa-se aqui outro ponto de contato dessa linha teórica com o raciocínio que está sendo desenvolvido no transcórre deste trabalho, já que, tomando-se por base a análise conjunta dos planos real e monetário da economia, a consecução de investimentos está atrelada, conforme essa teoria, ao financiamento, o qual constitui um meio necessário para a implementação daqueles. Assim, em verdade, o sistema produtivo fica a depender da constituição de um sistema de financiamento que lhe possa garantir um volume de recursos necessários para a realização de investimentos.

Seguindo a linha de pensamento de Minsky, podemos divisar as posturas financeiras classificadas em três categorias: a unidade *hedge*, a unidade especulativa e, por fim, a unidade Ponzi (PUDWELL, 2001, p. 16).

Na hipótese de estar-se diante de uma postura financeira *hedge*, identifica-se “um fluxo de caixa esperado capitalizado superior aos seus compromissos financeiros ao longo de

¹ Uma relevante contribuição nos fornece Paulo Sandroni sobre a formulação de um conceito de portfólio: “Conjunto de ativos financeiros (títulos, ações debêntures etc.) pertencentes a uma empresa, classificados por prazo de maturação, devedor, taxa de juros, de remuneração esperada etc. Embora o termo esteja associado a haveres financeiros, os haveres reais também pode ser incluídos nessa categoria.” (Sandroni, 2004, p. 483)

todos os períodos de maturação do ativo de capital ou financeiro.” (PUDWELL, 2001, p. 16). Com efeito, nessa postura defensiva, o agente está imune às flutuações nos mercados financeiros, contanto que o mercado de bens funcione com normalidade (PUDWELL, 2001, p. 17).

Por sua vez, diante de uma postura especulativa, temos que, a exemplo da postura *hedger*, os valores patrimoniais do ativo superam os valores patrimoniais do passivo, acrescentando-se a existência de postura orientada ao refinanciamento, já que se pode perceber situações de não cumprimento temporário das obrigações (COSTA, 1999, p. 221).

Também temos a possibilidade da postura financeira Ponzi, que se caracteriza essencialmente por ser uma situação na qual

Os compromissos financeiros (CC) superam por vários períodos os fluxos de caixa. O retorno esperado do fluxo de caixa não é suficiente para cobrir nem a parcela com amortizações, nem a parcela com juros, fazendo com que o grau de endividamento aumente. (PUDWELL, 2001, p. 19).

É relevante não perder de vista que essa articulação de Minsky vem lastreada na tese de que a oferta de moeda é parcialmente endógena, consubstanciando a curva de moeda uma curva com inclinação positiva proporcional à taxa de juros (COSTA, 1999, p. 98). Sobre as consequências da adoção desse raciocínio esposado por Minsky, explica-nos Costa:

[...] as autoridades monetárias possuem alguma capacidade de controlar os agregados monetários. Entretanto, para desempenhar suas tarefas institucionais, tendem a acomodar a oferta de moeda baseada na sua demanda, evitando largas flutuações nas taxas de juros. Grandes flutuações aumentariam a instabilidade financeira e romperiam eficiência dos mercados. Além disso, induziriam formas de inovação financeira, reduzindo os controles das autoridades monetárias sobre esses mercados, enquanto a produção e o emprego cairiam drasticamente. (1999, p. 98).

Por essa linha de raciocínio, então, o que devemos extrair é que grandes flutuações nas taxas de juros ensejaria implicações em dois planos, primeiramente no plano financeiro-monetário da economia, ao vislumbrar-se o surgimento de instabilidade financeira, constituindo esse momento fonte para o surgimento de inovações financeiras. E, a par disso, divisa-se, outrossim, no horizonte real da economia, a redução das variáveis trabalho e conjunto de bens e serviços oferecidos.

Vale notar que, além desse aspecto, grandes flutuações nas taxas de juros acabam por prejudicar os mercados eficientes. Veja-se que, sob o enfoque do comportamento que as autoridades monetárias devem procurar manter na condução da política monetária para essa linha teórica, a eficiência dos mercados traduz-se em uma preocupação. Nesse sentido, então, com base em Pinheiro, pode-se consignar que essa preocupação revela-se na correspondência entre informação disponível e preços, porquanto os preços, nesse ambiente econômico, abarcam as informações relevantes no mercado (2008, p. 262).

Após bem perceber a introdução dessas categorias conceituais pela teoria de Minsky, é oportuno enfatizar que a fragilidade das estruturas financeiras constitui outro elemento essencial no estudo dessa teoria. Nessa senda, para se ter presente essa noção, cumpre atentar para o fato de que as relações de balanço comportam-se conforme o ciclo econômico que esteja sob enfoque (FILHO; PAULA, 2004, p. 407). Assim, se, num primeiro momento, divisa-se um equilíbrio dos balanços, o que se consegue verificar pelo preço dos ativos e valores das dívidas, num segundo momento, agora de expansão, avultam o incremento no preço dos ativos e no montante das dívidas, na direção de uma superação destas em face daqueles, a patentear uma fragilidade financeira com um conseqüente período de instabilidade financeira (FILHO; PAULA, 2004, p. 407).

Em linhas gerais, portanto, a fragilidade financeira põe em evidência o nível de parcimônia no endividamento dos agentes financeiros, tanto na perspectiva da aptidão para adimplir com obrigações, quanto na perspectiva da disponibilidade de caixa (COSTA, 1999, p. 219). Mister salientar esse aspecto, porquanto, como já referido anteriormente, em Minsky, podemos perceber a inserção da discussão quanto ao passivo financeiro, emergindo, nesse contexto, a importância quanto ao modo como financiar a aquisição de ativos financeiros, diferentemente, pois, da concepção keynesiana, que se lastreava, fundamentalmente, na maneira como optar por ativos financeiros (COSTA, 1999, p. 219).

Numa só palavra, afigura-se possível registrar que o estudo está focado na análise do financiamento do investimento sob o prisma das relações financeiras, na linha da concepção da relação entre sistema financeiro e crescimento econômico.

Um aspecto que merece ser destacado é que essa fragilidade surge como um fenômeno natural no curso dessa expansão, ainda que não se possam verificar movimentos

especulativos (WRAY, 2006, p. 152). É que isso decorre do fato de que a inovação financeira logra seu retorno, incentivando, mais e mais, o agente financeiro a assumir riscos (WRAY, 2006, p. 152).

E, nessa contextura, emerge o argumento de Minsky no sentido de que a direção rumo à fragilidade é causada pela estabilidade financeira, daí surgindo a necessidade de adequar a supervisão e a regulamentação para fins de suavizar essa tendência (WRAY, 2006, p. 153).

Em face de toda essa linha de argumentação, o que se pretende enfatizar é que o pensamento de Minsky está fulcrado na noção de que é no curso de um crescimento econômico que se engendram condições endógenas, com o que quer significar que a moeda é criada internamente ao sistema, para a configuração da fragilidade e instabilidade financeira (HARFUCH, 2006, p. 1). À vista disso, uma economia dotada de elevada taxa de crescimento, mormente em ativos de capital, está direcionada a torna-se frágil do ponto de vista financeiro, centrando-se essa fragilidade na capacidade de os devedores cumprirem suas obrigações (HARFUCH, 2006, p. 1).

Note-se que é também possível analisar esse fenômeno do ponto de vista da eficiência do mercado financeiro, tendo-se por assento a abordagem pós-keynesiana. Nessa perspectiva, cumpre notar que a noção de eficiência, para além de um escopo centrado na queda dos custos de transação, tem por objetivo a queda da instabilidade imanente à transferência de recursos (SOBREIRA, 2000, p. 17).

Por essa linha de pensamento, pode-se raciocinar que os tomadores de recursos junto às instituições bancárias, dotados de uma crescente expectativa de retorno de fluxos de recursos, na medida em que haja uma elevação da renda na economia, criarão um lastro de disposição para que essas entidades possam emprestar, fragilizando os critérios que norteiam a concessão de créditos (SOBREIRA, 2000, p. 18).

Verifica-se, portanto, em razão dessa desmedida expansão do crédito, uma fragilização do sistema financeiro como um todo, particularmente uma de suas funções referidas anteriormente, qual seja, a dação de informações adequadas, já que essa concessão de crédito indiscriminada tende a ensejar um aumento de risco em termos de adimplemento das obrigações assumidas.

Em face disso, poderemos observar a configuração de estruturas financeiras frágeis, daí surgindo um comportamento mais parcimonioso das entidades bancárias no sentido de restringir a liquidez por meio da restrição ao crédito, já que presente está a preocupação com a aptidão de adimplemento por parte dos tomadores de recursos (SOBREIRA, 2000, p. 18). Essa transição para um comportamento de maior cautela, todavia, não ocorre de forma desordenada, mesmo porque até “O risco do credor pode estar incorporando, por exemplo, uma postura cautelosa dos agentes financeiros, principalmente se na memória destes ainda estiverem presentes os efeitos de uma crise financeira progressiva.” (DEOS, 1997, p. 55).

É com base nessas premissas expostas por Hyman Minsky, teórico pós-keynesiano, acerca da instabilidade financeira, que se deve compreender os escopos das reformas monetário-financeiras de 1964/1965. Cumpre, portanto, arrematar de que modo essa base teórica apresentada está imbricada com essas reformas.

Nessa vereda, conforme se verá no próximo capítulo, o contexto que precedeu às reformas de 1964/65 era dotado de uma necessidade de crescimento acelerado. Pois bem, para tanto, fazia-se necessário estruturar um sistema financeiro de tal forma que pudesse financiar os investimentos essenciais para o crescimento econômico que o Governo militar almejava. Esse raciocínio é bem articulado por Pereira, que assim expõe essa questão:

O grande problema de um país capitalista, entretanto, é montar um sistema de financiamento a longo prazo para a acumulação de capital. Para que esse sistema se institua é necessário não apenas que se criem os mecanismos formais necessários, mas também e principalmente que haja poupanças disponíveis de rentistas que possam ser transferidas para os investidores. O papel do sistema financeiro, neste caso, é coletar as poupanças disponíveis dos rentistas e transferi-las de forma concentrada para os investidores. Caso isto não seja viável, por falta de capital de rentistas disponível nos bancos, existe uma segunda alternativa que é deixar o financiamento da acumulação por conta do Estado e dos seus bancos de financiamento.

No Brasil, a partir de 1964, todas as tentativas foram feitas no sentido de se montar um sistema privado de financiamento da acumulação, mas afinal esse financiamento acabou sendo fundamentalmente público. Segundo cálculos conservadores de Wilson Suzigan, o Estado, em 1974, foi responsável por 72, 2% dos financiamentos à acumulação de capital. (1982, p. 116)

Como se pode verificar, o engendramento de um mecanismo de financiamento do investimento revelou-se uma preocupação central do Governo militar naquela quadra. Nessa medida, pode-se evoluir para evidenciar que tal noção está intimamente associada um dos

elementos teóricos trazidos por Hyman Minsky, qual seja, a dependência do investimento em relação ao financiamento, na medida em que se introduz na carteira de ativos um substrato passivo, daí se extraindo que a todo ativo corresponderá um elemento passivo que o financie.

Nessa linha, o que se pretende sublinhar é que, com assento nessa premissa fundamental desse teórico, aliada às outras premissas de que os âmbitos real e monetário não podem ser apartados em uma economia capitalista cujo desenvolvimento seja instável, bem assim de que a moeda é criada, endogenamente, no sistema econômico ao longo da evolução do crescimento econômico, o período histórico a seguir analisado está calcado na necessidade de investimentos diante do propósito de crescimento econômico acelerado, o que somente seria possível por meio de um aprimoramento do sistema financeiro nacional.

Portanto, não há como dissociar a análise do crescimento econômico da dinâmica delineada pelo sistema financeiro nacional, porquanto, conforme a linha teórica referida neste capítulo, são ambientes fortemente relacionados na medida em que se nota um forte poder explicativo das variáveis alocadas no âmbito financeiro em relação ao comportamento das variáveis dispostas no lado real da economia, conforme será possível demonstrar no capítulo derradeiro deste trabalho, momento em que se analisará os efeitos das reformas levadas a cabo em 1964/1965.

2 AS REFORMAS INSTITUCIONAIS DE 1964/65: A NECESSIDADE DAS REFORMAS

2.1 ANTECEDENTES ÀS REFORMAS

A gênese de relações financeiras intermediadas no Brasil remonta ao estudo acerca das necessidades de sua criação. A primeira necessidade tem fundamento na vinda da família real para o Brasil em 1808, ensejando o engendramento da primeira instituição financeira do Brasil, o Banco do Brasil, também nesse mesmo ano (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 307-309).

Nessa direção, como bem destaca Bello,

A história do Banco do Brasil confunde-se com a própria história do Brasil. Fundado em 1808, logo após a transferência da Corte Portuguesa para o Brasil, seu principal objetivo era claro: proporcionar, com urgência, fundos para a manutenção da Cúpula Monárquica no Brasil. A sua duração foi fixada em 20 anos, findo os quais se dissolveria ou novamente se constituiria, a critério do governo. (1993, p. 13).

Essa primeira instituição financeira criada no país tinha por funções principais o desconto mercantil em letras de câmbio, a manutenção de depósitos em dinheiro, ouro e, por fim, a emissão de letras pagáveis ao portador (BELLO, 1993, p. 13).

Também vale consignar que o surgimento de relações financeiras intermediadas no Brasil lastreia-se na expansão das relações financeiras e econômicas com a Europa, já que, no contexto histórico daquela época, o que se tinha era o fato atinente à abertura dos portos (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 307-308). Portanto, nada mais plausível que criar uma estrutura financeira hábil a suportar as relações de importação e exportação aprimoradas diante daquele novo contexto.

Referido isso, cumpre seguir nessa linha de evolução da estruturação do sistema financeiro nacional. E, nesse sentido, alinhando-se a um contexto econômico-financeiro de expansão da produção e exportação de café, percebe-se a criação de diversos bancos

comerciais no país, a exemplo do Banco do Ceará, o Banco Comercial do Rio de Janeiro, o Banco da Bahia e o Banco do Maranhão (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 307-308).

Outro marco histórico importante nessa evolução foi a criação, em 1853, do segundo Banco do Brasil, tendo a seu cargo exclusivo a emissão de moeda, a par dos escopos “principais de auxiliar o Governo no resgate do papel-moeda em circulação de outros bancos e promover o progressivo aumento do crédito e do desenvolvimento nacional.” (BELLO, 1993, p. 15). Em momento posterior, podemos visualizar a fusão bancária entre o Banco do Brasil e o Banco Comercial do Rio de Janeiro, de molde a termos uma nova instituição bancária designada de Banco do Brasil (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 307-308).

O que se percebe, a partir de então, é a expansão dessa nova instituição bancária, a par da chegada de bancos estrangeiros ao Brasil nessa época (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 309). Mister consignar, nesse contexto, que, agora sob a batuta do Ministro da Fazenda Bernardo de Souza Franco, surge, em 1857, a criação de seis novos bancos emissores, com o que o Banco do Brasil perdia seu monopólio emissor de moeda, paralelamente ao fato de que sobre essas novas instituições emissoras não incidia qualquer fiscalização de natureza direta (BELLO, 1993, p. 17-18).

Em face disso, daí surgem algumas conseqüências no sentido de que o Banco do Brasil não mais detinha poder para controlar a oferta de moeda em circulação, além do que foi alçado em paridade de concorrência com os demais bancos (BELLO, 1993, p. 18).

Com a derrocada do Império, marcada especialmente pelo fim do regime escravista, pode-se notar a instauração de uma instabilidade econômico-financeira no país, já que se estava diante, naquele momento, da expansão desordenada do crédito, vale dizer, um inchaço das relações financeiras intermediadas aliada a uma desordenada onda especulativa, o que levou ao estabelecimento de uma reforma financeira caracterizada pela austeridade (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 310).

Com o advento da República, temos como destaque a reforma bancária, centrada na figura de Rui Barbosa, diante do que

[...] a faculdade de emitir foi concedida a novos bancos, de maneira peculiar: poderiam emitir “bilhetes” ao portador os bancos que, fundados com autorização do Governo, tivessem o seu fundo social constituído de apólices da dívida pública, moeda corrente ou ouro. A emissão de “bilhetes” ao portador, que gozaria das regalias conferidas às notas do Estado, não podia exceder a importância das apólices que constituíssem o fundo social do banco, sob pena de severas sanções. (BELLO, 1993, p. 29).

Em vista disso, o que se vislumbra é um agravamento daquela instabilidade antes iniciada no fim do regime monárquico, já que o que se tinha agora era um conjunto de moedas cada qual circulando sob regime de um lastro monetário próprio (BELLO, 1993, p. 29).

Superada essa fase de instabilidade financeira, cumpre analisar o sistema financeiro nacional agora nas perspectivas da Primeira Guerra Mundial, do período entre guerras com a análise da crise de 1929 e, por fim, da Segunda Guerra Mundial.

No período compreendido como Primeira Guerra Mundial, o que se tem, no plano real da economia, é um incremento na produção relativa a produtos têxteis e alimentícios, de molde a suprir as necessidades no plano interno, já que a atividade importadora estava prejudicada nesse contexto, não se mostrando correta a asserção de que houvera um crescimento na capacidade de produção industrial (BAER, 1996, p. 46-47). Arregimentado com essa expansão, vislumbra-se, no plano monetário-financeiro, o desenvolvimento das atividades de intermediação financeira, revelando-se um aumento nos empréstimos concedidos e depósitos efetuados junto às instituições bancárias comerciais (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 310).

Por seu turno, sob o contexto da denominada Grande Depressão, o que se divisa, na seara real da economia, é um contexto de queda das exportações, aliada a uma cessação quanto à entrada de capital estrangeiro no país, fazendo com que o Governo levasse a cabo medidas tais como suspensão parcial dos pagamentos relativos à dívida externa, controle do câmbio no sentido de desvalorização da moeda, de molde a obter-se uma queda no valor do fluxo importado, haja vista seu aumento de preço (BAER, 1996, p. 50). À vista disso, pode-se perceber uma pequena queda em termos de movimento bancário nessa quadra, vale dizer, quanto ao valor de depósitos efetuados e empréstimos concedidos (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 310).

De sua parte, em relação à Segunda Guerra Mundial, temos, a exemplo do que ocorrera na Primeira Guerra Mundial, um período de aumento na produção, sem contudo, estarmos dotados de um poder de alavancagem em termos de capacidade produtiva, valendo sublinhar o desempenho observado na produção industrial: crescimento a uma taxa de 5,4% no período compreendido entre 1939/45 (BAER, 1996, p. 54). De outro lado, nota-se uma firme evolução dos depósitos bancários efetuados, saltando de Cr\$ 12.522 em 1939 para Cr\$ 45.285 em 1945, ao passo que os empréstimos seguiram essa mesma linha, experimentando uma trajetória de Cr\$ 11.281 em 1939 para Cr\$ 43.860 em 1945 (LOPES; ROSSETTI, 1992, p. 313).

Outra nota de relevância que pode ser sublinhada, nesse digressão histórica do sistema financeiro nacional, diz respeito à criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), na perspectiva de planejar a implementação, de forma gradual, de um Banco Central, bem assim ao princípio de pensamento em torno da ideia de segmentação da atividade bancária, consoante se pode extrair seguinte ensinamento:

Em 1946, criou-se, por inspiração do Professor Octávio Gouvêa de Bulhões, a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), com a atribuição básica de exercer o controle do mercado monetário e planejar a organização do futuro banco central. Assumiu, também, a SUMOC a responsabilidade pela fiscalização das instituições bancárias. Surgiu em 1947, pela lavra do então Ministro da Fazenda Correia e Castro, o primeiro projeto de reforma bancária. Postulava que o sistema fosse ordenado com vários tipos de bancos especializados, subordinados a um banco central. A *rationale* era que o sistema bancário só poderia ser eficiente e eficaz se houvesse a segmentação por tipo de atividade, como, por exemplo, os bancos rurais captariam depósitos que se destinariam exclusivamente a empréstimos rurais, os bancos hipotecários captariam depósitos que seriam utilizados somente em empréstimos hipotecários, e assim por diante. (GRANEIRO; MOURA, 1992, p. 9).

A par desse intento de se constituir uma instituição eminentemente especializada, voltada para o controle da política monetária, tendo-se, pois, um Banco Central, vale lembrar que a criação deste também foi decorrente da necessidade de o Brasil integrar o FMI, já que a existência de um banco dessa natureza era um requisito para fazer parte daquele seletivo grupo (BELLO, 1993, p. 56).

Dito isso, cumpre notar que o ambiente econômico que se avizinhava, vale dizer, que antecedeu às reformas era, no plano da política econômica, de combate à inflação, como

prioridade do Governo militar, sem o que objetivo de um crescimento econômico acelerado restaria inexitoso (LORENZO-FERNANDES; 1976, p. 213).

Nessa direção, a propósito da conjuntura econômica a partir da qual as reformas foram elaboradas, anota Bello:

O governo militar assumiu, após o golpe de 1964, num quadro econômico e social bastante convulso: inflação crescente, rápida desaceleração do produto, sistema fiscal obsoleto, mercado de capitais decadente, insolvência internacional, demandas salariais e instituições de política econômica pouco adequadas para enfrentar os desafios impostos para a retomada do desenvolvimento. Portanto, a política de combate à inflação e a reorganização do quadro institucional constituíram-se nas prioridades naturais do período 1964/67. (1993, p. 71).

Nessa mesma linha de raciocínio, Galvêas lembra que a gênese dessas reformas encontra-se nos desequilíbrios internos e externos experimentados pelo Brasil no princípio da década de 60 (1983, p. 7). Nesse sentido, poder-se-ia questionar quais seriam esses desequilíbrios sucedidos. E a resposta está voltada à análise dos planos internos e externos.

Relativamente ao plano interno, vale consignar que, nesse contexto, algumas razões podem ser invocadas para explicar a origem dessa crise: uma interrupção do fluxo de capital, haja vista o comportamento adotado por empresas no sentido de redução do investimento, o que, em verdade, decorreu, em larga medida, da não correspondência da variável consumo diante da elevada produção de bens dessa natureza; esgotamento do modelo de substituição de importações; instabilidade política à época; o ritmo de investimentos governamentais havia esgotado-se, tendo em conta o volume de recursos aportados ao Plano de Metas levado a cabo no governo Juscelino (PEREIRA, 1982, p. 102-107).

A seu turno, no plano externo, o que se percebe é, a um só tempo, déficits nas transações correntes e na balança comercial, engendrando-se uma situação financeira de endividamento externo excessivo (PEREIRA, 1982, p. 113).

É a partir da configuração desse ambiente econômico, portanto, que se deve compreender os intentos das reformas monetário-financeiras levadas a efeito no período da ditadura militar. Nessa direção, dessarte, a compreensão dessa conjuntura econômico-histórica é essencial para bem se sistematizar as razões das reformas, porquanto, nessa quadra

pré-reforma, “O sistema financeiro local não estava preparado para financiar a longo prazo a acumulação de capital.” (PEREIRA,1982, p.107).

2.2 OS ESCOPOS DAS REFORMAS

Antes de discorrer acerca dos objetivos que nortearam as reformas institucionais de 1964/65, é relevante não perder de perspectiva que essas reformas levadas a cabo inserem em um contexto mais amplo à época, qual seja, no Plano de Ação Econômica do Governo. Em verdade, havia uma instabilidade política naquele momento de transição, a revelar, em face disso, que Governo, para bem promover o desenvolvimento econômico, deveria estar orientado para a criação de instituições condizentes com uma economia de mercado, a par do compromisso de manejar políticas fiscal e monetárias tendentes à estabilidade econômica, como medidas redutoras da inflação (GREMAUD; SAES; JÚNIOR, 1997 p. 177).

Então, lastreado na promoção de políticas que tinham por alvo o combate à inflação, bem assim na implementação de reformas estruturais, esse plano de ação estava assentado nos seguintes objetivos:

[...] acelerar o ritmo de desenvolvimento econômico, conter o processo inflacionário, atenuar os desequilíbrios setoriais e regionais, aumentar o investimento e com isso o emprego e corrigir a tendência ao desequilíbrio externo. O controle inflacionário e/ou as formas de conviver com a inflação eram vistas como precondições para a retomada do desenvolvimento, e o combate à inflação só poderia ser feito acoplado às reformas institucionais. (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 243).

Pois bem, é com base no diagnóstico segundo o qual a inflação teria como causa o excesso de demanda, oriundo do recorrente déficit público, da elevada propensão a consumir e da ausência de fiscalização em relação à expansão do crédito, que se formulam medidas vocacionadas a corrigir esse desvio, tais como: queda do déficit público por meio da conjugação redução de gastos e alargamento de receitas; controle da expansão monetária e, por conseguinte, restrição ao crédito, mediante elevação das taxas de juros; política de reajustes salariais de modo a termos uma redução do salário real (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 243).

Portanto, é dentro desse contexto de política econômica planejada que se deve compreender as reformas institucionais de 1964/65, constituindo as reformas de cunho monetário-financeiro de que trata este trabalho apenas uma das ramificações geradas por esse plano, ao lado das reformas tributária, trabalhista e do setor externo.

Referido isso, cabe tratar dos escopos específicos da reforma monetário-financeira. E, nesse sentido, malgrado a adoção de uma política antiinflacionária lastreada no controle rígido sobre a moeda e o crédito, do que resultou, a propósito, num crescimento baixo, mister sublinhar que o Estado passou a promover reformas institucionais no âmbito do sistema financeiro, ganhando em relevo o escopo relativo ao engendramento de um ambiente direcionado ao financiamento do desenvolvimento econômico (BELLO, 1993, p. 71). Além desse aspecto, percebe-se, outrossim, uma revisão na gestão dos recursos financeiros, notando-se um deslocamento do eixo institucional centrado na intermediação financeira bancária para a intermediação financeira não bancária², orientada esta à diversificação (BELLO, 1993, p. 71).

Numa só palavra, pode-se dizer que os objetivos gerais dessa reforma monetário-financeira eram o alargamento do volume de poupança, bem assim o engendramento de instrumentos vocacionados a financiar a atividade produtiva (GREMAUD; SAES; JÚNIOR, 1997, p. 180).

Também é possível consignar, além desses objetivos de ordem mais geral, escopos com natureza mais específica, objetiva. Dessa forma, atenta aos anseios de crescimento econômico à época, a reforma monetário-financeira de 1964/65, ancorada na premissa da compartimentalização, especialização, por meio da qual teríamos a conformação de um

² Sobre a distinção entre instituição financeira bancária e não bancária, vale consignar a seguinte lição: “Um tipo importante de instituição financeira é a instituição bancária, que aceita fundos das unidades superavitárias e os concede em crédito às deficitárias mediante empréstimos e compra de títulos. As instituições bancárias são caracterizadas pela captação de depósitos à vista, livremente movimentados por meio de cheques emitidos pelos clientes depositantes. Em função disso, elas podem ser caracterizadas também pela faculdade de emissão de moeda escritural.” São exemplos dessas instituições: banco comercial, caixas econômicas, Caixa Econômica Federal, Cooperativas de Crédito e Bancos Múltiplos. Por sua vez, “As instituições não bancárias são aquelas que operam com ativos financeiros não monetários, pertencendo, assim, ao subsistema não monetário do sistema financeiro nacional, ao qual não é permitida a emissão de moeda escritural, pela impossibilidade de captar depósitos à vista.” São exemplos dessas instituições: Banco de Investimento, Sociedades de Arrendamento Mercantil, Sociedades de Crédito, Investimento e Financiamento e Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimos. (PINHEIRO, 2008, p. 55-59)

sistema financeiro no qual competiria a cada instituição financeira funcionar num campo específico, fundamentou-se em alguns objetivos básicos (COSTA, 1999, p. 282).

Nessa direção, como primeiro objetivo dessa reforma, podemos sublinhar o aprimoramento do mercado de capitais privados, centrado na injeção de financiamento de longo prazo aos investimentos (COSTA, 1999, p. 282). Com efeito, como já referido, essa meta nada mais reflete do que a busca por um crescimento, cujo financiamento é bem explicitado por Fonseca:

Como já se mencionou anteriormente, as alterações políticas e na política econômica após 1964 não significaram o fim do desenvolvimentismo, mas sua mudança de forma. Desvinculado do populismo e do trabalhismo, bem como do pensamento econômico que o justificava – o da CEPAL –, o desenvolvimentismo gradualmente desapegou-se de sua retórica distributivista, e passou a advogar máximo crescimento – este, até certo ponto, como um fim em si mesmo, já que despido da ideologia ‘social’ da fase precedente.

[...]

Não se trata, do mesmo modo, da derrocada da ‘questão nacional’ a partir de meados dos anos 60. Apesar da atração ao capital estrangeiro constituir um dos mais sólidos pilares do novo estilo de desenvolvimento, além do marcado caráter ‘liberal’ de parte das oposições ao populismo (como UDN e PL), o governo do pós-64, mesmo trazendo ao pacto de poder estas antigas oposições, procurou empreender uma política que buscava certo equilíbrio, ou compromisso, entre o capital estrangeiro e o nacional. (1988, p. 61).

Também revelou-se como alvo daquele conjunto de reformas a regulamentação do mercado financeiro, organizado de modo a assegurar taxas de juros estáveis e fluxos financeiros (COSTA, 1999, p. 282). Insista-se aqui, na linha anteriormente referida no capítulo primeiro, sobre relevância da constituição de um sistema financeiro que conforma o financiamento das atividades produtivas na direção de um crescimento econômico viabilizador do desenvolvimento nacional. Nessa direção, como bem revela Carvalho, faz-se mister engendrar “fontes de recursos e construir canais de financiamento que permitam que eles cheguem aos investidores a custos compatíveis com a rentabilidade esperada dos projetos de acumulação de capital.” (2005, p. 25).

De igual modo, a regularização do mercado monetário mostrou-se como outro escopo, assentada na independência das autoridades monetárias, divisando-se o receio de um eventual crescimento da inflação, perfeitamente compreensível à época como já aludido (COSTA, 1999, p. 282). Nessa direção, o que se tinha em mente era apartar a administração da moeda

em relação às necessidades de mercado da gestão dos recursos em poder do Tesouro Nacional, seguindo-se o modelo norte-americano do FED (COSTA, 1999, p. 282).

2.3 NORMATIZAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO: O OBJETO DAS REFORMAS

Expostas as razões que nortearam a conformação das reformas institucionais de 1964/65, particularmente a reforma monetário-financeira, cumpre agora analisar o objeto propriamente dito dessas reformas, vale dizer, os diplomas legislativos que foram editados para levar a efeito esses objetivos traçados. E, nesse sentido, a primeira lei que pode ser destacada é a Lei nº 4.357/64, denominada Lei da Correção Monetária, que dispunha sobre a autorização para emissão de Obrigações do Tesouro Nacional (BRASIL, 2009). Com efeito, como já referido anteriormente, a inflação naquela época mostrava-se elevada, a exemplo de 83,2% ao ano em 1963, ao passo que as taxas de juros encontravam seus limites na denominada Lei de Usura, que balizava a taxa de juros em 12% ao ano (FORTUNA, 2000, p. 15).

Assim, o que se percebe é que

A introdução da correção monetária tornava sem sentido a Lei de Usura, eliminando uma série de ineficiências do sistema financeiro. Ao permitir a prática de taxas de juros reais positivas, estimulava a poupança e ampliava a capacidade de financiamento da economia. A criação das ORTNs, cuja variação determinaria o índice de correção monetária, tinha por objetivo dar credibilidade e viabilizar o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos que fornecesse instrumentos de financiamento não inflacionários do déficit público, bem como possibilitasse as operações de mercado aberto, visando ao controle monetário. (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 247-248).

É importante ter presente que a adoção dessa fórmula de correção monetária, vale dizer, de indexação dos valores à inflação, nada mais refletiu o diagnóstico do governo acerca deste fenômeno, assentado, a um só tempo, nas concepções de que a inflação e desenvolvimento caminhariam juntas, daí surgindo a ideia de amenizar seus efeitos negativos e, outrossim, em consequência, de que o tratamento a ser conferido ao crescimento da inflação deveria ser de natureza gradualista (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 245). Assim, objetivava-se não um tratamento de choques à inflação, mas simplesmente

conter aquele movimento aceleracionista da inflação, de modo que a inflação reduzisse gradualmente (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 245).

Em vista disso, portanto, objetiva-se direcionar o volume de poupança privada existente para o sistema financeiro, diante agora daquela nova realidade de recomposição da rentabilidade dos ativos financeiros, até então enfraquecidos pela limitação de juros imposta pela Lei de Usura e pela inflação (GREMAUD; SAES; JÚNIOR, p. 180).

Além dessa instituição de títulos públicos federais, deve-se consignar a edição da Lei nº 4.380/64, que instituiu a correção imobiliária nos contratos imobiliários de interesse social e criou o sistema financeiro para aquisição da casa própria, Banco Nacional da Habitação (BNH), as Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (BRASIL, 2009). Diante de um contexto de mão-de-obra desqualificada na década de 60, aliada a uma incapacidade de criação de empregos diretos pelo Estado, é por intermédio dessa lei que o Estado oportuniza, a um só tempo, a criação de empregos indiretos e de moradias para a população de mais baixa renda (FORTUNA, 2000, p. 15).

Dessa forma, é então criado o Banco Nacional da Habitação que tinha por alvo incentivar a construção de casas populares e a iniciação de obras voltadas à criação de um sistema de saneamento e infra-estrutura urbana (FORTUNA, 2000, p. 15). Para tanto, esse sistema de fomento utilizaria moeda própria, designada de Unidade Padrão de Capital, e seria dotado de instrumentos de captação de recursos, a exemplo das Cadernetas de Poupança, Letras Imobiliárias e Letras Hipotecárias (FORTUNA, 2000, p. 15).

Ainda na análise dessas modificações legislativas ao longo do ano de 1964, vale consignar a edição da Lei nº 4.595/64, que criou o Banco Central do Brasil, o Conselho Monetário Nacional, além de ter disposto sobre as instituições monetárias, bancárias e creditícias, tendo sido extinta a Superintendência da Moeda e Crédito (BRASIL, 2009). Foi por intermédio dessa lei que o Conselho Monetário Nacional passou a substituir a Superintendência da Moeda e do Crédito, constituindo-se em um órgão com função normativa em relação à política monetária, basicamente a de estabelecer regras e metas (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 248).

No que concerne à criação de um Banco Central, esta instituição tinha por função executar a política monetária, vale dizer, executar as normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, a par de estar incumbido de velar pela fiscalização e controle do sistema financeiro (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 248). Como exemplos dessas funções a cargo do Banco Central, podemos citar a de emitir papel-moeda e moeda-metálica, atuar como depositário dos recolhimentos compulsórios do sistema bancário, levar a efeito operações de redesconto, regular o mercado cambial, fiscalizar e controlar as atividades bancárias (BELLO, 1993 p. 74).

Por sua vez, ao Banco do Brasil caberia atuar na qualidade de caixa tanto do Banco Central quanto do Tesouro Nacional, além de atuar com os serviços de compensação de cheques e depósitos de reservas voluntárias (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 248). Como se verifica, então, é importante não perder de perspectiva que o Banco do Brasil permaneceu, mesmo com as reformas institucionais de 1964, atuando como um agente responsável pela arrecadação de receitas e pagamento de despesas do governo (BELLO, 1993 p. 74).

De outro lado, na eventualidade de ocorrência de déficit do Governo Federal, a cobertura estaria a cargo do Banco Central, que deveria encaminhar recursos ao Banco do Brasil, sendo criadas para esse fim a conta-movimento e o orçamento monetário (BELLO, 1993 p. 74). Enquanto este consistia num instrumento de atuação conjunta do Bacen com o Banco do Brasil voltado à administração de gastos com programas e fundos, o segundo mecanismo “fez com que o BB não perdesse a condição de Autoridade Monetária, uma vez que podia expandir sem limites suas operações de crédito, pois possuía uma linha direta de financiamento junto ao Bacen.” (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 248).

Tendo em vista essa conformação que passou a ter o sistema financeiro nesse ponto, algumas críticas acabam sendo suscitadas em relação a esse modelo. Dessa forma, aquela intenção de se apartar a administração das finanças do Governo Nacional em relação às necessidades, ou não, de suprimento de moeda na economia acaba sendo prejudicada na medida em que

[...] o Bacen, que deveria ser o órgão de controle monetário, transformava-se também em banco de fomento, criando-se um entrelaçamento entre contas monetárias e fiscais, de tal do modo que o Orçamento Fiscal

poderia parecer equilibrado, enquanto todo o rombo se colocava no Orçamento Monetário. O Bacen era o responsável pela administração da dívida pública, podendo emitir títulos em nome do Tesouro Nacional. Dessa forma, a dívida pública e os gastos com juros do Tesouro poderiam crescer, independentemente da existência de um déficit a ser financiado, mas simplesmente por objetivos de controle monetário. Além disso, criava-se um mecanismo para o Tesouro Nacional forçar o Bacen a financiar seus déficits via emissão monetária. (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 248-249).

Portanto, muito embora aquele escopo inicial de dotar o Banco Central de relativa autonomia, preocupando-se, portanto, com as necessidades de suprimento de moeda, o que sucedeu, em realidade, foi a atuação dessa instituição voltada às necessidades de caixa do governo. Assim, percebe-se uma deficiência, nesse ponto, no sistema financeiro, já que se confundiam os papéis de um controle monetário responsável com as necessidades do Tesouro Nacional.

E, por fim, agora já no ano de 1965, temos a complementação dessa reforma institucional mediante a edição da Lei nº4.728/65, que passou a dispor sobre o mercado de capitais, disciplinando medidas para o seu regular desenvolvimento (BRASIL, 2009).

Preocupado em engendrar um sistema de distribuição de valores mobiliários, de maneira a termos a constituição de um mercado de valores mobiliários, diverso, portanto, do mercado de crédito, esse novo desenho normativo estava assentado no critério especialização e segmentação (COSTA, 1999, p. 284). Com isso quer-se deixar registrado que, com essa nova estrutura financeira, conforme já bem delineado anteriormente quando se fez referência ao escopo das reformas, haveria instituições especializadas que estariam voltadas a ramos determinados do mercado de crédito, de maneira que, por exemplo, bancos de investimento deveriam lidar com créditos de médio e longo prazo, além de fomentarem operações no âmbito do mercado de capitais, a exemplo de operações de *underwriting*³, ao passo que bancos de desenvolvimento atuariam como agentes financiadores atividades especiais de fomento (VASCONCELLOS; GREMAUD; JÚNIOR, 1999, p. 248).

³ Sobre o significado desse termo, vale recordar a lição de Pinheiro, que assim explica-o: “Os lançamentos de ações novas no mercado, de forma ampla e não restrita à subscrição pelos atuais acionistas, chamam-se lançamentos públicos de ações ou operações de *underwriting*. O termo *underwriting* (‘subscrição em inglês’) significa lançamento ou emissão de papéis para captação de recursos de acionistas.” E a seguir aclara seu objetivo: “A operação de *underwriting* tem por objetivo prover recursos às sociedade anônimas, com a finalidade de capitalizar ou de consolidar a estrutura e/ou seus investimentos. Para tanto, os instrumentos disponíveis são ações e/ou debêntures, estas em suas diversas formas.” (2008, p. 150)

Não se pode descurar que subjacente a essa segmentação, o governo tinha em mente que, em verdade, ao normatizar um sistema de mercado de capitais

O problema de popularização do investimento estava contido em função da nítida preferência dos investidores por imóveis de renda e reserva de valor.

Ao governo interessava a evolução dos níveis de poupança internos e seu direcionamento para investidores produtivos. (FORNTUNA, 2000, p. 16).

Assim, portanto, estabelecer um sistema de investimento orientado a propiciar o desenvolvimento econômico e a responder à demanda por crédito constituía uma medida presente na esfera do governo (FORTUNA, 2000, p. 16).

Com relação à introdução dos bancos de investimentos, tem-se que foi, de fato, uma nova figura criada pela reformas. E sobre essa nova figura algumas reflexões merecem ser referidas. Veja-se que os bancos de investimento tinham por finalidade operacionalizar com créditos de médio e longo prazo, à vista dos princípios informadores daquele novo sistema financeiro: especialização e segmentação.

Sucedem que, diversamente ao proposto inicialmente, houve um alargamento de suas atividades originariamente concebidas, de modo que passou a atuar, também, como negociante de títulos e como uma financeira (COSTA, 1999 p. 284). Além disso, houve, outrossim, um movimento em direção à constituição de bancos de investimento, dividindo-se a formação dos denominados conglomerados financeiros (COSTA, 1999 p. 284).

Não seria possível terminar este capítulo sem sublinhar o que já foi pontuado no primeiro capítulo: a relação entre crescimento econômico, investimento e financiamento. Nessa linha de raciocínio, como bem refere Bello, ao comentar o conjunto de reformas engendradas pelo PAEG, dentre as quais se encontra a reforma monetário-financeira objeto deste capítulo, pode-se arrematar que:

Este conjunto de reformas – fiscal, financeira e de reajustes de preços – mantinha coerência em relação às necessidades de financiar o crescimento econômico: a fiscal pretendia eliminar o déficit público e criar incentivos para orientar as decisões de investimento (incentivos setoriais e às exportações); a financeira garantiria recursos, através de poupança compulsória para a área habitacional, e criava condições de se financiar a dívida pública através de recursos não inflacionários (as ORTNs), além de estimular a intermediação financeira não bancária. Os reajustes de preços

realistas das empresas estatais permitiam a autogeração de fundos para garantir a expansão da capacidade futura. (BELLO, 1993, p. 77).

É a partir, portanto, da estruturação de um sistema financeiro organizado de modo a dinamizar as atividades produtivas por meio de agentes financiadores que se deve compreender essas reformas levadas a efeito. Adotada essa linha de raciocínio, pode-se já começar a incursionar no terreno da investigação relativo aos efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários daí decorrentes, o que se passa a explicar e analisar no próximo capítulo.

3 ANÁLISE DOS EFEITOS FINANCEIRO-ESTRUTURANTES E ECONÔMICO-MONETÁRIOS DA REFORMA MONETÁRIO-FINANCEIRA DE 1964/65

3.1 OS EFEITOS FINANCEIRO-ESTRUTURANTES

Vislumbrado o objeto da reforma monetário-financeira de 1964/1965, mister se faz agora discorrer acerca dos efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários. Antes disso, contudo, cabe aqui observar que análise dos efeitos econômico-monetários está dividida em dois momentos: o primeiro relativo a 1964/1968, no período que tem como marco inicial o governo militar e como marco final o início do período alusivo ao denominado “milagre econômico”; e o segundo referente 1968/1973, período no qual se identifica o chamado “milagre econômico”. A partir deste último momento em diante, temos, em verdade, diversas peculiaridades, a exemplo da retomada da inflação a partir de 1973, além das reformas estruturais e dos planos de estabilização diante da crise econômica que assolou, na década de 80, o Brasil, o que lhes confere tratamento diferenciado não constante do desenvolver deste capítulo, não apresentando uma relação direta com as reformas apresentadas no segundo capítulo.

Referido isso, anote-se que, primeiramente, é oportuno registrar os efeitos financeiro-estruturantes que as reformas ensejaram. E por efeitos financeiro-estruturantes deve-se compreender a mudança havida no sistema financeiro nacional em termos de sua conformação, estruturação financeiro-institucional. Pois bem, é com base nessa delimitação que se deve consignar que o primeiro efeito a ser vislumbrado diz respeito ao aumento do número de estabelecimentos de intermediação financeira, tanto no que diz respeito aos de natureza bancária como aqueles de natureza não bancária (LOPES E ROSSETTI, 1992, p. 320).

De outro lado, é também relevante notar que houve, no âmbito do sistema financeiro como um todo, um movimento de queda do número de sedes de intermediação financeira bancária e não bancária, a significar a continuidade do processo de fusões e aquisições, os quais se vislumbravam desde o fim da Segunda Guerra Mundial (Lopes e Rossetti, 1992, p.

320). Em verdade, esses fenômenos societários estão ligados a algumas razões que cumpre mencionar.

Nesse sentido, vale anotar que podemos verificar um duplo processo de arranjos financeiros após as reformas: o primeiro estaria calcado em um processo de conglomeração financeira, já referido em capítulo anterior; e o segundo estaria assentado em um processo de concentração bancária (COSTA, 1999, p. 285).

Quanto ao fenômeno da conglomeração financeira, impende notar que sua origem está associada ao surgimento dos denominados bancos de investimentos, surgindo daí um movimento tanto de parte de financeiras quanto de grupos bancários na direção da constituição de diversos conglomerados financeiros (COSTA, 1999, p. 285). Sobre esse desenho financeiro-estrutural que principiou a partir de então, vale consignar:

Juntamente com o processo de concentração, verificou-se o de conglomeração dos bancos, que através de diferentes pessoas jurídicas a eles vinculadas, atuavam nos diversos segmentos do mercado financeiro. Esta foi uma resposta ao objetivo de segmentação da reforma de 1964/66 e a crescente perda de importância dos ativos monetários que levariam inevitavelmente a uma perda de posição do sistema bancário. (GREMAUD; SAES; JÚNIOR, 1997, p. 208).

De igual modo, também se percebe um movimento de concentração bancária, no sentido de que os bancos de maior potencial passaram a abarcar os bancos menor potencial financeiro (COSTA, 1999, p. 285). Cabe ter presente que essa dinâmica está intimamente associada à tendência de ressurgimento da inflação ao cabo do período do milagre, tendo-se presente que, com seu advento, houve uma migração dos recursos alocados no sistema bancário até então em direção aos mecanismos de indexação, o que, então, gerou aquela absorção (COSTA, 1999, p. 285).

Não se pode perder de perspectiva que essa concentração tem como causa as medidas tomadas pelas autoridades monetárias à época, no sentido de alargar “a escala de operações das instituições bancárias com o objetivo de, através de eventuais ganhos de escala, permitir uma queda do custo real do financiamento bancário.” (BELLO, 1993, p. 84). Sim, porque o governo Costa e Silva que assume em 1967 tinha em mente que os custos aos quais estava sujeito o sistema financeiro mostravam-se elevados, aliado à necessidade de redução das taxas de juros para as empresas tomadoras de recursos (LAGO, 1990, p. 255).

Assim, de maneira a conciliar essa dupla concepção, o governo não oportuniza a constituição de taxas de juros pela simples vontade das forças de mercado, já que presente a orientação de controle dos custos da economia por intermédio de redução das taxas de juros, mas, por outro lado, como um mecanismo compensatório em face dessa perda de lucratividade dos bancos com o declínio das taxas de juros, confere oportunidade à geração de eficiências, bem assim à adoção de economias de escala, justamente por meio da concentração bancária (LAGO, 1990, p. 256-257). Destaque-se, contudo, que a causa do processo de concentração bancária assentada na adoção de economias de escala constitui umas das perspectivas de tal fenômeno, o qual pode ser divisado também do ponto de vista da regulação (LAGO, 1990, p. 258).

Nessa mesma linha de compreensão alusiva à aderência do Estado brasileiro a esse processo de concentração financeira, percebe-se que

O governo era conscientemente a favor desse processo de fortalecimento dos grandes grupos bancários, tendo um papel estimulante, traduzido por estímulos a fusões e incorporações, e restrições à expansão da rede de agências, o que obrigava os bancos a adquirirem, por esse meio, as cartas-patentes necessárias. Substituiu a anterior política de especialização por outra exatamente oposta: a de criação de conglomerados financeiros, liderados pelos concentrados bancos comerciais. (COSTA, 1999, p. 285).

São ilustrativos, a propósito, os números de sedes bancárias constituídas à época. Ao final de 1973, a economia brasileira contava, de um lado, em termos de instituições oficiais, com 4 bancos federais, e 24 bancos estaduais e, de outro, em termos de instituições privadas, 87 bancos (LAGO, 1990, p. 258).

Daí já se pode extrair, destarte, que um dos paradigmas que estruturou as reformas monetário-financeiras de 1964/1965 acabou por enveredar direção oposta, vale dizer, ao invés de orientar-se à especialização, compartimentalização, o que se divisou, ao longo do período de 1967/1973, foi um processo de concentração financeira, tanto nas perspectiva da conglomeração financeira, como também na perspectiva da concentração bancária.

Conforme se verificará a seguir, essa perspectiva de redução dos custos do sistema financeiro, o que se lograria por meio da consecução de economias de escala com a implementação da concentração bancária, manifestada pelo governo brasileiro à época do princípio do período do milagre econômico, alinha-se à intenção de crescimento econômico

vigoroso com estabilização, presente no governo Costa e Silva que assume em 1967. Assim, cumpre verificar os reflexos que a reforma de 1964/65 trouxe para o Brasil em termos econômico-monetários.

3.2 OS EFEITOS ECONÔMICO-MONETÁRIOS

Verificados os efeitos financeiro-estruturantes que emergiram a partir das reformas, cabe sublinhar, neste momento, os efeitos econômico-monetários. Nessa direção, deve-se compreender por efeitos financeiros econômico-monetários aqueles analisados na perspectiva da base monetária, bem assim dos agregados monetários (M1 e M2), sem nos esquecermos, à vista, sobretudo, do denominado período “milagre econômico”, da relevância da análise das variáveis Produto Interno Bruto (PIB) e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) como porcentagem do PIB (coeficiente de capital), variáveis estas a serem estudadas conjuntamente àquelas. Isso, em verdade, amolda-se à linha teórica estabelecida no primeiro capítulo, na medida em que se direciona a analisar o crescimento econômico a partir da perspectiva do sistema financeiro.

Nesse contexto, então, antes de se proceder ao exame propriamente dito do comportamento das variáveis anteriormente mencionadas, faz-se mister precisar algumas noções conceituais relativas a essas variáveis. Para tanto, deve-se ter bem presente, primeiramente, o conceito relativo à base monetária, consistente na soma do papel-moeda em poder do público com o volume de reservas dos bancos comerciais (CARVALHO, *et. al.*, 2001, p. 11).

Por sua vez, essas reservas (ou encaixes) mantidas nos bancos comerciais podem ser divididas em: reservas compulsórias e reservas de negócios. A primeira consubstancia-se em uma determinação de parte das autoridades monetárias para que um percentual do valor dos depósitos à vista fique sob a administração do Banco Central, a evidenciar um instrumento que possibilite a confiança entre os bancos e seus clientes, porquanto garante-se, nesse particular, um mecanismo de solvência de suas obrigações para com estes (CARVALHO, *et. al.*, 2001, p. 12).

Diferentemente, as reservas de negócio situam-se na esfera de decisões das próprias instituições bancárias, buscando-se o equilíbrio na relação encaixe de negócios/depósitos à vista (CARVALHO, *et. al.*, 2001, p. 12).

De outra parte, podemos vislumbrar os diferentes conceitos de moeda verificados pelo Banco Central: M1, M2, M3, M4. Pelo conceito M1, deve-se compreender a soma das moedas manual e escritural, a primeira atrelada ao papel-moeda e moedas metálicas em poder do público, e a segunda consistente nos depósitos à vista do público nos bancos comerciais, constituindo-se, portanto, esse conceito nos meios de pagamento (LOPES E ROSSETTI, 1992, p. 105).

Já o conceito M2 abarca os ativos monetários referidos em M1, os depósitos a prazo e os títulos públicos, ao passo que o conceito de M3 está a envolver os ativos constantes em M2 mais os depósitos mantidos em poupança (CARVALHO, *et. al.*, 2001, p. 8). E, por fim, M4 contempla o conceito M3 mais os títulos privados em poder do público (CARVALHO, *et. al.*, 2001, p. 8).

A seu turno, a Formação Bruta de Capital Fixo revela-se como uma das componentes do investimento agregado, o qual é formado por aquela variável mais a Acumulação de Estoques (MATESCO, 1989, p. 72). De fato, a FBCF abarca “inversões em construção civil, em máquinas e equipamentos (nacionais e importados) e em outras inversões.” (MATESCO, 1989, p. 72). Já o Produto Interno Bruto traduz a renda gerada, nos limites territoriais de um país, em razão da produção de bens e realização de serviços ali verificada (PINHO; VASCONCELLOS, 2003, p. 274).

Pois bem, apreendidos esses conceitos, passa-se ao exame do comportamento dessas variáveis. Antes disso, porém, cumpre anotar uma observação. A análise acerca do comportamentos dos agregados monetários existentes à época oferecida pela literatura econômica não sufraga essa categorização hodierna utilizada pelo Banco Central. Desta feita, cabe examinar as variáveis existentes à época que a literatura econômica apresenta.

Nessa ordem de ideias, relativamente ao primeiro período, podemos anotar que o primeiro aspecto a ser compreendido diz respeito à queda da taxa de crescimento da oferta de moeda, consistente em papel-moeda e depósitos e a vista e a prazo, variando de 85% para

28%, paralelamente ao que se verificou uma variação do crescimento da inflação, no sentido de reduzir-se de 107% para 22% (GOLDSMITH, 1986, p. 351). Por sua vez, o comportamento da base monetária⁴, entretanto, registrou crescimento, experimentando variação, em termos nominais, de 2,89 bilhões de cruzeiros em 1964 para 8,15 bilhões de cruzeiros novos em 1967 (GOLDSMITH, 1986, p. 353).

Essa queda da taxa de crescimento da oferta da moeda no período em análise pode ser verificada por meio dos seguintes dados:

Tabela 1 - Meios de Pagamento 1964-1968 - Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros -Cr\$ 1.000.000- até 1966; em milhões de cruzeiros novos -NCr\$ 1.000.000 – a partir de 1967)

Período	Papel-moeda em poder do público	Depósitos à vista				Meios de Pagamento	
		Banco do Brasil	Bancos comerciais	Outras instituições	Total		
1964	31-mar-64	787.000	404.000	1.720.000	.....	2.124.000	2.911.000
	30-jun-64	859.000	512.000	2.089.000	.....	2.601.000	3.460.000
	30-set-64	948.000	614.000	2.405.000	.....	3.019.000	3.967.000
	31-dez-64	1.156.000	742.000	2.977.000	.....	3.719.000	4.875.000
1965	31-mar-65	1.137.000	952.000	3.206.000	n.d.	4.158.000	5.295.000
	30-jun-65	1.274.000	1.121.000	3.921.000	n.d.	5.042.000	6.316.000
	30-set-65	1.459.000	1.368.000	4.543.000	n.d.	5.911.000	7.370.000
	31-dez-65	1.730.000	1.365.000	5.655.000	n.d.	7.020.000	8.750.000
1966	31-mar-66	1.697.000	1.409.000	5.218.000	n.d.	6.627.000	8.324.000
	30-jun-66	1.876.000	1.433.000	5.538.000	n.d.	6.971.000	8.847.000
	30-set-66	2.008.000	1.561.000	5.503.000	n.d.	7.064.000	9.072.000
	31-dez-66	2.343.000	1.586.000	6.030.000	n.d.	7.616.000	9.959.000
1967	31-mar-67	2.229	1.677	6.481	n.d.	8.158	10.387
	30-jun-67	2.303	2.045	7.753	n.d.	9.798	12.101
	30-set-67	2.538	2.331	8.306	n.d.	10.637	13.175
	31-dez-67	2.944	2.255	9.314	n.d.	11.569	14.513

⁴ Pretendeu-se apartar a base monetária da oferta monetária para bem se ter presente que guardam conceitos distintos. Sobre a relação entre essas variáveis, vale consignar: “Para que se possa entender o processo de determinação da oferta de moeda, torna-se necessário decompô-la em seus dois componentes, a saber: a base monetária e o multiplicador monetário. A base monetária consiste na soma das reservas bancárias (papel-moeda em poder dos bancos) mais o papel-moeda em poder do público não bancário, enquanto o multiplicador monetário representa a maneira pela qual a base monetária é transformada na oferta de moeda por meio da criação de depósitos. Portanto, pode-se escrever o processo de determinação da oferta de moeda como: Oferta de moeda = Base monetária X Multiplicador Monetário.” (HILLBRECHT, 1999, p. 116).

Tabela 1 - Meios de Pagamento 1964-1968 - Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros -Cr\$ 1.000.000- até 1966; em milhões de cruzeiros novos -NCr\$ 1.000.000 – a partir de 1967)

Período		Papel-moeda em poder do público	Depósitos à vista				Meios de Pagamento
			Banco do Brasil	Bancos comerciais	Outras instituições	Total	
1968	31-mar-68	3.009	2.529	10.079	n.d.	12.608	15.617
	30-jun-68	3.222	2.821	10.898	n.d.	13.719	16.941
	30-set-68	3.464	3.160	11.590	n.d.	14.750	18.214
	31-dez-68	4.080	3.268	12.826	n.d.	16.094	20.174

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (<http://www.ibge.gov.br>)

Sob outro enfoque, pode-se dizer que o multiplicador monetário, obtido por meio da divisão entre a oferta de moeda e a base monetária, mostrou-se baixo, apresentando média de 1,7 no período de 1964-68 (GOLDSMITH, 1986, p. 353).

Ao lado desse movimento de queda da variação da inflação, devemos observar, em termos de variação do Produto Interno Bruto no período de 1964 até o início do período relativo ao “milagre”, que se verifica uma queda da taxa de crescimento, a preços correntes, do produto, passando do patamar de 93%, em 1964, para 32% no ano de 1969 (GOLDSMITH, 1986, p. 335). Por sua vez, percebe-se que a taxa real de crescimento *per capita* experimentou variação baixa entre 1964/67, à base de 0,7% ao ano (GOLDSMITH, 1986, p. 335).

No que concerne à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) como porcentagem do PIB, faz-se mister consignar que, na fase de estabilização ocorrida entre 1964-66, essa variável situou-se em patamar relativamente baixo, na média de 15,2% (LAGO, 1990, p. 242). Não se pode perder de perspectiva, nesse particular, que o baixo desempenho dessa variável pode ser “atribuído ao significativo excesso de capacidade que existiu durante todos os anos 60 possibilitando, portanto, que muitos setores expandissem a produção sem necessidade de muitos investimentos.” (BAER, 1996, p. 92). É intuitivo, nesse sentido, que a capacidade ociosa da indústria tenha atingido o patamar de 25% no decorrer do período de estagnação relativo a 1962-1967 (BAER, 1996, p. 92).

Essa conjuntura de estagnação fica evidenciada por meios dos números abaixo referidos, nos quais se percebe que o volume de bens e serviços produzidos foi baixo ao longo desse período comparativamente ao posteriormente analisado, somente notando-se uma mudança a partir de 1968:

Tabela 2- Produto Interno Bruto e Formação Bruta de Capital Fixo – 1964-1968

ANOS	PREÇOS CORRENTES R\$		FBCF/PIB Em %
	PIB	FBCF	
1964	9,53E-03	1,43E-03	15,0
1965	1,55E-02	2,28E-03	14,7
1966	2,28E-02	3,63E-03	15,9
1967	3,01E-02	4,88E-03	16,2
1968	4,19E-02	7,83E-03	18,7

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (<http://www.ibge.gov.br>)

Há que se fazer, contudo, uma ressalva com relação a essa baixa FBCF, consistente no fato de que

Os gastos do governo com investimentos nunca foram reduzidos durante os vigorosos anos de estabilização após 1964, visto que os projetos de infra-estrutura existentes continuaram a ser postos em prática. Além disso, enquanto as reformas financeiras e os programas de estabilização anteriormente mencionados eram realizados, o governo envolveu-se em alguns estudos setoriais básicos (em colaboração com a Agência Americana para Desenvolvimento Internacional, o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento) destinados a orientar a expansão da capacidade geradora de energia do país, o sistema de transportes, a infra-estrutura urbana e as indústrias pesadas – principalmente de aço, mineração e petroquímica – controladas por empresas do governo. O espaço de tempo entre a realização desses estudos, as negociações para financiar os investimentos e as atividades reais de investimentos foi de três a quatro anos e os resultados de tal planejamento puderam ser sentidos somente ao final dos anos 60. (BAER, 1996, p. 91).

Percebe-se, pois, que, muito embora o Brasil tenha experimentado um baixo crescimento econômico no período de estabilização, encontrando-se a FBCF em nível reduzido em relação aos anos posteriores, o governo expande seu domínio sobre as atividades produtivas estratégicas da economia, a exemplo do setor de energia.

De tudo que foi mencionado nesse primeiro período, o que se pode extrair é que, diante da assunção, pelo governo, de uma política econômica de estabilização orientada à redução da inflação mediante a constituição de uma autoridade monetária independente, em atenção, a propósito, a um dos escopos da reforma monetário-financeira implementada no início do regime militar, percebe-se uma elevada redução da taxa de crescimento da oferta monetária, com a conseqüente queda do ritmo de crescimento da inflação. Assim, parece possível asseverar que, ao menos nesse primeiro momento após as reformas, o governo atingiu, ainda que parcialmente, seu objetivo nesse particular, mesmo porque, como noticia Hermann, “o Paeg não cumpriu as metas estabelecidas: a inflação (IGP) alcançou 92% em 1964, 34% em 1965 e 39% em 1966, quando as metas do Plano eram, respectivamente, 70%, 25% e 10%.” (2005, p. 79).

De qualquer sorte, os comportamentos verificados nessas variáveis, em verdade, nada mais refletem do que o contexto econômico existente à época, voltado essencialmente a combater o crescimento da inflação por meio de medidas estabilizadoras consubstanciadas na reforma monetário-financeira, valendo atentar nessa direção o seguinte:

A estagnação, evidente na economia brasileira em 1962, continuou depois da mudança do regime em 1964 e persistiu até 1968, o que pode ser atribuído à combinação de alguns fatores: os efeitos das medidas de estabilização aplicadas naquele período; o espaço de tempo havido antes que os efeitos das reformas institucionais realizadas no sistema financeiro pudessem ser sentidos a antes que os numerosos estudos e planos de expansão da infra-estrutura e das indústrias pesadas do país pudessem resultar em atividades de construção efetivas; e, finalmente, o intervalo de tempo necessário para convencer os investidores internos e estrangeiros, privados e oficiais, da estabilidade do novo regime e se seu controle sobre a economia. (BAER, 1996, p. 91).

Todavia, não se pode descurar que, se a reforma trouxe reflexos positivos em termos monetários com a redução do ritmo de crescimento da inflação, não menos certo é que, em termos de crescimento econômico, os números revelados deixaram a desejar seu outro escopo, qual seja, o crescimento econômico acelerado, o que fica evidenciado pelo baixo crescimento do PIB no período de 1964-67, na ordem de 2,4% (HERMANN, 2005, p. 80).

Pois bem, na linha de evolução dos dois períodos objetos de análise nesta parte do trabalho, o período que se passa a focalizar é o alusivo ao denominado “milagre econômico”. Dentro da análise de variáveis que se pode empreender, é relevante notar o contexto que se tem agora sob o governo de Costa e Silva, dentro do qual se nota uma nova concepção acerca

das causas da inflação, consistente na noção de que esse fenômeno fundamentava-se predominantemente nos custos, não sendo adequada a adoção de medidas voltadas ao controle da demanda (PELÁEZ, 1987, p. 163).

Por essa linha de raciocínio, então, o governo assume

[...] a direção da política econômica com um novo diagnóstico do processo inflacionário brasileiro: após o ajuste das contas públicas efetuado pelo PAEG, e com os salários rigidamente controlados, a inflação passou a apresentar-se como um forte componente de despesas, decorrente da grande capacidade ociosa existente e dos altos custos financeiros. A solução para a continuidade da queda da inflação seria a retomada do crescimento econômico, tendência verificada em toda a economia mundial da época. Por isso, era fundamental que se adotasse uma política monetária expansiva e que houvesse um grande aumento no crédito ao setor privado, estimulando a produção para o mercado interno e externo. (LACERDA, 2005, p. 117).

Assim, percebe-se que a inflação corretiva, elaborada no bojo do Plano de Ação Econômica do Governo e assentada no que se pode denominar de gradualismo rápido, é descartada para se conferir ênfase a um gradualismo mais lento aliado a altas taxas de crescimento econômico, lastreado sobremaneira no controle de preços em relação ao controle levado a efeito, anteriormente, quanto à correção monetária (PELÁEZ, 1987, p. 153-163).

Diante disso, destaca-se claramente uma modificação na condução da política econômica, já que

Baseado num horizonte de planejamento mais longo, o PAEG tinha-se concentrado na redução da taxa de crescimento dos preços, na eliminação das distorções na economia causadas pela inflação passada e na reforma dos mercados monetários e de capitais. Os rendimentos em termos de crescimento econômico real do PAEG deveriam ser obtidos no futuro. A maior parte dos técnicos em política econômica do PAEG enfatizava os efeitos a longo prazo das reformas: plantava-se para colher mais tarde. A política econômica iniciada em 1967 introduziu horizonte de planejamento no qual o gradualismo deveria ser compatível com altas taxas de crescimento econômico a curto prazo e abundância cambial. Inicialmente, a meta de alcançar cada taxa de aumento dos preços foi abandonada em favor de uma fórmula mais geral que estipulasse somente um declínio da taxa de inflação. (PELÁEZ, 1987, p.164).

Nesse sentido, portanto, é de se notar que é a partir desse período designado de “milagre econômico” que ganham em relevo as reformas levadas a cabo por ocasião da etapa anteriormente referida, vocacionadas que estavam para a promoção do crescimento

econômico (BELLO, 1993 p. 77). Dessa forma, ancorado nas premissas de que o fenômeno inflacionário lastreava-se nos custos, bem assim na inutilizada capacidade de setores da indústria, o novo governo Costa e Silva implementa uma série de medidas destinadas a orientar a política econômica de curto prazo, podendo-se mencionar as seguintes:

[...] estimula uma rápida expansão do crédito ao setor privado e mantém uma política monetária liberal; os controles de preços se tornam mais rígidos, passando a atingir compulsoriamente amplos segmentos do setor industrial e estabelecem-se controles sobre a taxa de juros do setor financeiro privado; ampliam-se os gastos públicos da administração direta e promove-se a ampliação da capacidade instalada das empresas estatais de bens intermediários (aço, derivados de petróleo). (BELLO, 1993, p. 78).

É com base nessa nova perspectiva, pois, que cabe analisar as variáveis em questão. Nessa direção, em termos de base monetária, o período em questão evidenciou movimentos de expansão e contração (LAGO, 1990, p. 250). Como causas determinantes da expansão da base monetária, podemos mencionar o relaxamento da política fiscal, o déficit verificado no caixa da União, ensejador do financiamento por meio de empréstimos concedidos pelas autoridades monetárias, os créditos conferidos à agricultura e à exportação e, por fim, a acumulação de reservas internacionais (LAGO, 1990, p. 250-252).

Nessa mesma esteira, anota Peláez que “ O mais importante fator de expansão do estoque de moeda foi a base monetária que, por sua vez, teve como fatores de crescimento o crédito ao setor privado e o superávit do balanço de pagamentos.” (1987, p. 165).

Por seu turno, a contração da base monetária poderia ser explicada pela disponibilização de títulos federais junto ao público (LAGO, 1990, p. 252).

De outra parte, na perspectiva dos meios de pagamento, cabe sublinhar que seu crescimento médio em termos reais alinhou-se ao crescimento do PIB, apresentando um percentual acumulado no ano de 1968 no patamar de 12%, 5 a 10% no período 1969-1971, 18% em 1972 e, por fim, 28% no ano de 1973 (LAGO, 1990, p. 249). Relativamente às causas dessa mudança no comportamento dos agregados monetários no período que inaugurava o “milagre econômico”, registra Peláez:

Houve realmente uma mudança de política agregada durante 1967. O estoque médio de M1 aumentou em 37,2% sobre os níveis de 1966 e o de M2 em 38%. O aumento de M1 de dezembro de 1966 a dezembro de 1967 foi de 43%, muito mais alto, portanto, que os 17% registrados em 1966. A taxa de inflação foi a mais baixa obtida desde 1950, situando-se em 25%. A redução do ritmo inflacionário, apesar do maior crescimento econômico, explica-se por diversos fatores: declínio da velocidade-renda da moeda devido à crise de estabilização, recuperação do setor real, baixos níveis de liquidez herdados de 1966 e atuando com defasagem, redução da inflação corretiva e safras abundantes. (PELÁEZ, 1987, p. 164).

Destarte, nota-se na segunda fase de análise uma mudança no que concerne à condução da política monetária. Assim, diferentemente da primeira fase na qual se verificou uma política monetária restritiva, calcada no objetivo de combate à inflação, essa nova fase nos mostra uma expansão da oferta de moeda intimamente associada à necessidade de financiamento da economia, já que se tinha em mente, nesse momento subsequente, o crescimento econômico, porquanto a inflação, como se viu acima, estava controlada pelo governo.

É importante atentar, nesse sentido, para o crescimento desses meios de pagamentos consoante se pode extrair da tabela seguinte:

Tabela 3- Meios de Pagamento 1968-1973 - Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros novos - NCr\$ 1.000.000 – a partir de 1967; em milhões de cruzeiros - Cr\$ 1.000.000 – a partir de 30 junho de 1970)

Período	Papel-moeda em poder do público	Depósitos à vista				Meios de Pagamento	
		Banco do Brasil	Bancos comerciais	Outras instituições	Total		
1968	31-mar-68	3.009	2.529	10.079	n.d.	12.608	15.617
	30-jun-68	3.222	2.821	10.898	n.d.	13.719	16.941
	30-set-68	3.464	3.160	11.590	n.d.	14.750	18.214
	31-dez-68	4.080	3.268	12.826	n.d.	16.094	20.174
1969	31-mar-69	4.207	3.723	13.225	n.d.	16.948	21.155
	30-jun-69	4.174	4.023	14.276	n.d.	18.299	22.473
	30-set-69	4.640	4.255	14.691	n.d.	18.946	23.586
	31-dez-69	5.389	4.535	16.811	n.d.	21.346	26.735
1970	31-mar-70	5.215	4.636	16.902	n.d.	21.538	26.753
	30-jun-70	5.258	5.201	19.010	n.d.	24.211	29.469
	30-set-70	5.617	5.388	18.945	n.d.	24.333	29.950
	31-dez-70	6.719	5.448	21.471	n.d.	26.919	33.638

Tabela 3- Meios de Pagamento 1968-1973 - Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros novos - NCr\$ 1.000.000 – a partir de 1967; em milhões de cruzeiros - Cr\$ 1.000.000 – a partir de 30 junho de 1970)

Período		Papel-moeda em poder do público	Depósitos à vista				Meios de Pagamento
			Banco do Brasil	Bancos comerciais	Outras instituições	Total	
1971	31-mar-71	6.383	5.853	21.138	n.d.	26.991	33.374
	30-jun-71	6.273	6.271	25.255	n.d.	31.526	37.799
	30-set-71	6.676	7.224	26.624	n.d.	33.848	40.524
	31-dez-71	8.555	7.735	28.224	n.d.	35.959	44.514
1972	31-mar-72	8.509	8.321	28.462	n.d.	36.783	45.292
	30-jun-72	8.748	8.701	32.254	n.d.	40.955	49.703
	30-set-72	9.415	9.612	33.083	n.d.	42.695	52.110
	31-dez-72	11.547	9.574	40.429	n.d.	50.003	61.550
1973	31-mar-73	11.237	10.500	40.605	n.d.	51.105	62.342
	30-jun-73	12.846	12.051	48.775	n.d.	60.826	73.672
	30-set-73	13.911	12.757	52.970	n.d.	65.727	79.638
	31-dez-73	16.427	14.631	59.432	n.d.	74.063	90.490

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (<http://www.ibge.gov.br>)

Desse modo, a expansão da oferta monetária, naquele momento, mostrava-se plenamente viável, abrindo-se oportunidade, por meio da realização de investimentos, para um crescimento econômico, de modo a superar, desta feita, o duplo problema encontrado no contexto das reformas de 1964-65, qual seja, a estagflação, é dizer, a estagnação da atividade econômica conjugada a um aumento crescente da inflação.

Antes, todavia, de evidenciar os expressivos números do PIB e da FBCF brasileiros a partir desse momento, cumpre atentar para algumas peculiaridades da expansão dos meios de pagamento.

Assim, é digno de realce, a propósito dessa evolução dos meios de pagamento, o fato de ter havido, no período do milagre, um aumento substancial dos haveres não monetários relativamente aos haveres monetários, encontrando-se a explicação para esse fenômeno nas reformas levadas a efeito no princípio do regime militar (LAGO, 1990, p. 250-251).

Nesse sentido, acerca desse novo quadro de composição dos haveres financeiros, cumpre observar que

Enquanto em 1964 os haveres monetários respondiam por 92% do total dos haveres monetários e não monetários, em fins de 1966 essa participação se reduzira para 75,7%. Entre 1967 e 1973 acentuou-se essa tendência e, a partir de 1971, os haveres não monetários excederam os haveres monetários que, em 1973, passaram a responder por apenas 43% do total. De fato, ocorreu um processo de substituição dos depósitos a vista (que deixaram de ser objeto de qualquer remuneração a partir de 1966) por haveres não monetários. Os depósitos de poupança ganharam impulso, para alcançar 6,5% do total em 1973. Os depósitos a prazo, que eram pré-fixados ainda que, em princípio, pudessem ser pós-fixados, ainda representavam em 1973 quase o dobro dos depósitos em poupança (11,9% dos haveres financeiros totais).

[...]

A existência da correção monetária e de instrumentos financeiros com rendimentos pré-fixados embutindo uma expectativa de inflação levaram a mudança de comportamentos dos poupadores no sentido de um direcionamento de suas aplicações para haveres não-monetários. Enquanto em 1967 os ativos com correção monetária (cadernetas de poupança, letras imobiliárias e ORTNs) representavam 13,5% dos ativos financeiros, em 1973 tal proporção alcançava 19,2%. (LAGO, 1990, p. 251).

Bem ao propósito desse raciocínio, anotam Lopes e Rossetti que, diante da diversificação das instituições implementada com as reformas monetário-financeiras de 1964/1965, foi possível a criação de novas espécies de contratações e operações financeiras, daí surgindo maiores possibilidades de captação e aplicação de recursos (1996, p. 322). Em vista disso, o que se passou a perceber foi uma expansão dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro nacional não bancário em relação àquele montante concedido pelo sistema bancário (LOPES; ROSSETTI, 1996, p. 322).

Portanto, em verdade, como bem se verifica, ganha em relevo, em termos de agregados monetários, no período do “milagre econômico”, o conceito M2 de moeda, na parcela relativa aos depósitos a prazo e à poupança comparativamente ao conceito M1 (depósitos à vista mais moeda em circulação) (MCKINNON, 1978, p. 97).

Essa mudança de comportamento acerca da composição da oferta monetária a partir daquele período é possível de ser visualizada no aumento dos depósitos à prazo apresentado logo abaixo, em se percebe uma mudança significativa de seu comportamento particularmente a partir da direção tomada no ano de 1971:

Tabela 4- Depósitos a prazo 1964-1968- Saldos em final de período (em milhões de cruzeiros novos -NCr\$ 1.000.000- a partir de 1967; em milhões de cruzeiros -CR\$ 1.000.000 – a partir de junho de 1970)

Período		Banco do Brasil	Bancos comerciais	Outras instituições	Total
1968	mar/68	65	611	n.d.	676
	jun/68	65	695	n.d.	760
	set/68	81	830	n.d.	911
	dez/68	77	885	n.d.	962
1969	mar/69	72	682	n.d.	753
	jun/69	82	694	n.d.	776
	set/69	94	756	n.d.	849
	dez/69	89	831	n.d.	920
1970	mar/70	103	972	n.d.	1.075
	jun/70	114	1.066	n.d.	1.180
	set/70	121	1.270	n.d.	1.391
	dez/70	124	1.432	n.d.	1.556
1971	mar/71	133	1.706	3.010	4.849
	jun/71	132	2.016	3.623	5.771
	set/71	196	2.534	4.505	7.235
	dez/71	403	3.253	5.663	9.319
1972	mar/72	478	3.675	6.745	10.898
	jun/72	767	3.970	7.205	11.942
	set/72	726	5.102	8.491	14.319
	dez/72	535	6.031	10.237	16.803
1973	mar/73	750	6.374	11.923	19.047
	jun/73	1.286	6.530	14.232	22.048
	set/73	1.461	6.953	16.651	25.065
	dez/73	845	6.934	17.789	25.568

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (<http://www.ibge.gov.br>)

Note-se que essa mudança está arregimentada com política econômica de oferta de crédito levada a efeito pelo governo que assume em 1967, tendo-se em mente que, até esse ano, a oferta de recursos de longo prazo destinada ao setor privado encontrava-se bastante restrita, o que se afigura compreensível diante da política econômica de aperto da liquidez implementada no princípio das reformas, porquanto preocupada que estava com o combate à inflação – gradualismo rápido.

Nesse sentido, então, garantir uma oferta de crédito razoável ao setor privado constituía um dos escopos do governo Costa e Silva, enveredando-se por um duplo caminho.

O primeiro consistia na constatação relativa ao aumento da participação do crédito concedido ao setor privado em relação ao total fornecido pelo sistema bancário, verificando-se um crescimento a uma taxa média 23,5%, em termos reais, no período de 1967/1973 (LAGO, 1990, p. 259). O segundo revelava-se na destinação de recursos de parte dos investidores institucionais para o âmbito do mercado acionário, observando-se a intenção de financiar o capital de giro das denominadas companhias abertas, mediante a criação de fundos fiscais de investimento aliada à possibilidade de subtração de parte do imposto de renda exigido para fins de utilizar esse valor na compra ações a cargo desses fundos (LAGO, 1990, p. 263).

É importante consignar que esse mecanismo de destinação ganha em importância, vale dizer, é fortalecido devido ao grande crescimento econômico experimentado no decorrer do período relativo ao milagre (LAGO, 1990, p. 263).

A propósito desse elevado crescimento econômico pelo qual passou o Brasil naquela época, mister atentar para os comportamentos do PIB e da FBCF. Nessa direção, se as taxas de crescimento econômico nos primeiros anos após as reformas foram baixas, mormente em razão da adoção de medidas voltadas à contenção da demanda em atenção ao diagnóstico relativo ao processo inflacionário estar calcado no excesso de demanda, o mesmo não se pode dizer do período de 1968/1973, momento em que a taxa de crescimento no Brasil girava em torno de 11% ao ano, com especial destaque para o crescimento da indústria, o qual esteve na casa de 13% ao ano (GREMAUD; SAES; JÚNIOR, 1997, p. 184-185).

Nessa esteira de expansão do crescimento econômico, vale consignar que a taxa de investimento sobe para 19% no ano de 1968, chegando ao patamar superior a 20% ao final do “milagre”, bem diferente da realidade imóvel de 15% como proporção do PIB no período de 1964-67 (HERMANN, 2005, p. 82). Destaque-se que os setores que estiveram na dianteira dessa expansão foram os de bens de consumo durável e os bens de capital (HERMANN, 2005, p. 82).

Esse período de vigoroso crescimento econômico pode ser divisado pela evolução dos números seguintes apresentados, em se percebe um incremento no PIB, particularmente no ano de 1971, bem assim na FBCF como proporção do PIB:

Tabela 5 - Produto Interno Bruto e Formação Bruta de Capital Fixo – 1968-1973

ANOS	PREÇOS CORRENTES R\$		FBCF/PIB Em %
	PIB	FBCF	
1968	4,19E-02	7,83E-03	18,7
1969	5,51E-02	1,05E-02	19,1
1970	7,07E-02	1,33E-02	18,8
1971	9,39E-02	1,87E-02	19,9
1972	1,26E-01	2,56E-02	20,3
1973	1,86E-01	3,79E-02	20,4

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (<http://www.ibge.gov.br>)

A propósito dessa expansão de investimentos verificada nesse momento, , nota-se, no que toca à Formação Bruta de Capital Fixo, uma média de crescimento de 19,5% como proporção do PIB no período em foco, com destaque para o setor privado que contribuiu com 13,1% comparativamente a 6,5% do setor público (HERMANN, 2005, p. 85). Essa particularidade mostra-se perfeitamente compreensível, já que

Com a retomada gradual dos investimentos privados após 1967 estimulada pela política econômica, a participação das administrações públicas na formação bruta de capital total tendeu a se reduzir. Essa tendência é ilustrada tanto pelas séries de contas nacionais não revistas, como pelas séries a partir de 1970. Paralelamente ao aumento da participação das empresas e famílias no total da formação do capital, ocorreu um aumento da participação das principais empresas públicas no mesmo total. (LAGO, 1990, p. 243).

Não obstante essa importante participação das empresas privadas e famílias na formação de capital, cumpre sublinhar a relevância dos investimentos, particularmente na indústrias de bens de capital, levados a cabo pelo governo, constituindo-se um meio de deflagrar o crescimento econômico tão almejado àquela quadra (LAGO, 1990, p. 244). Bem elucidam essa importância os setores de energia elétrica, de petróleo e petroquímica, respectivamente com 43%, 19%, 21% do total de investimentos feitos por ocasião do período 1970/1975 (LAGO, 1990, p. 245).

Por fim, mostra-se importante sublinhar, ainda relativamente ao período do “milagre econômico”, que o financiamento para todo esse aumento de capital foi decorrente, em boa medida, não da poupança externa, mas sim da poupança nacional bruta (LAGO, 1990, p. 244).

Referidos esses dados sobre os comportamentos das variáveis no período, vale notar, muito embora não seja objeto central deste capítulo, que o período após o “milagre econômico” não foi marcado somente por dados positivos, mas também por questões sociais delicadas. Assim, malgrado esse crescimento econômico experimentado, particularmente no período que diz respeito à fase denominada milagre, vale lembrar que esse período deixou alguns legados um tanto negativos, a exemplos das questões sociais. Nessa perspectiva, importa ter presente que

O grande questionamento ao milagre refere-se aos aspectos sociais. Os teóricos do desenvolvimento já chamavam a atenção para a diferença entre crescimento e desenvolvimento econômico, entendendo-se este último como mudança qualitativa das condições de vida da maioria da população de um país. O mero crescimento econômico registrado na melhoria dos índices de produção não se reflete, necessariamente, no aumento do bem-estar do conjunto da população. Foi o que ocorreu durante o milagre, tanto que os próprios dirigentes diziam que ‘a economia ia bem, mas o povo ia mal’.

O intenso crescimento durante o milagre econômico trouxe grandes benefícios para as classes de maior renda, incluindo-se aí a parte da classe média assalariada que fornecia os quadros técnicos necessários à gestão da economia, como engenheiros, economistas, administradores, analistas de sistemas etc. A renda concentrou-se ainda mais, em consequência da diminuição do valor real do salário mínimo. (LACERDA, *et. al.*, 2005, p. 121).

Por tudo que foi referido nesta segunda parte deste derradeiro capítulo, afigura-se possível extrair que os principais escopos das reformas de natureza monetário-financeira implementadas em 1964/1965, especificamente o combate à inflação e o crescimento econômico acelerado, não foram sendo realizados de forma simultânea, mas sim de forma sucessiva.

Nessa medida, em um primeiro momento, pode-se perceber que as reformas levadas a efeito prepararam o domínio econômico para o combate à inflação, o que pode ser verificado pela política monetária restritiva na primeira fase analisada, sendo a redução do ritmo de crescimento da oferta de moeda uma experiência concreta daquele propósito.

De outro lado, a intenção relativa ao crescimento econômico manifestada no princípio das reformas do PAEG somente foi atingida em momento posterior àquela política de estabilização, ganhando em relevo a grande retomada de investimentos, o que pode ser concretamente verificado pelo percentual da FBCF como proporção do PIB experimentado no

período. Aliado a isso, a política expansionista dessa segunda fase também contribuiu significativamente, na medida em que vislumbramos a expansão dos meios de pagamento a partir do aumento da concessão de empréstimos ao setor privado, mesmo porque não podemos perder de vista, ao analisar essa segunda fase, que “o objetivo central da reforma financeira foi dotar o SFB de mecanismos de financiamento capazes de sustentar o processo de industrialização já em curso, de forma não inflacionária.” (HERMANN, 2005, p. 76).

CONCLUSÃO

Com base no raciocínio desenvolvido a partir do capítulo primeiro deste trabalho, foi possível verificar, à vista das formulações teóricas de Hyman Minsky, que os planos monetário e real de uma economia não podem ser analisados de forma apartada, já que, conforme essa linha teórica, em uma economia capitalista inerentemente instável, o investimento está atrelado ao financiamento. E esse ambiente de incerteza emanaria da instabilidade das decisões de investir.

Em face dessa relação fortemente estabelecida, a partir dessa linha teórica, entre investimento e financiamento, procurou-se evoluir para evidenciar que se mostrou possível construir uma relação que fundamentasse a análise que se passou a fazer no capítulo segundo, qual seja, a relação entre crescimento econômico, investimento e financiamento.

E essa relação, no contexto das reformas de 1964/1965, ganharam relevo, na medida em que, consoante se visualizou nos escopos da reforma monetário-financeira de 1964/1965, os objetivos centrais dessa reforma consistiram no crescimento econômico acelerado e no combate à inflação. Com efeito, afigura-se possível extrair que esses dois objetivos seriam alcançados por meio do aperfeiçoamento do sistema financeiro nacional estruturado a partir de um modelo de segmentação, vale dizer, certas instituições financeiras atuando em segmentos específicos do mercado, ao passo que o combate à inflação seria logrado por meio do controle da oferta de moeda, o que demandou a constituição de autoridades monetárias independentes.

Quanto a esses escopos centrais delineados pela reforma, cabe questionar se, de fato, os efeitos que advieram dessas reformas mostraram-se em conformidade com aqueles. E a resposta para esse questionamento esteve orientada à análise desse atendimento em termos dos efeitos financeiro-estruturantes e econômico-monetários, este verificado em dois momentos distintos após as reformas.

Nessa direção, no que concerne aos efeitos financeiro-estruturantes em relação aos escopos consignados nas reformas, a conclusão a que se pode chegar é que os efeitos gerados destoaram do espírito de segmentação do sistema financeiro estabelecido nas reformas,

mormente pelos arranjos financeiros relativos à conglomeração financeira, orientada à profusão de bancos de investimentos, bem assim os alusivos à concentração bancária, calcada da noção de ganhos de escala diante dos elevados custos de financiamento do sistema financeiro, como medida compensatória aos limites estabelecidos quanto à fixação da taxa de juros.

Há que se observar, entretanto, que essa inobservância em relação a esse escopo das reformas mostrou-se, por outro lado, em conformidade com a noção de expansão do crédito diante da necessidade de alavancagem de investimentos rumo ao crescimento econômico. Dessarte, sob tal enfoque, esse caminho de concentração tomado pelas instituições aproximou-se, em alguma medida, de outros objetivos que nortearam as reformas, a exemplo do crescimento.

No que tange aos efeitos econômico-monetários comparativamente aos objetivos estabelecidos pelas reformas, o que se pode arrematar, a partir da análise dos efeitos feita ao longo do capítulo terceiro do presente trabalho, é que os objetivos centrais de crescimento econômico acelerado e redução da inflação foram alcançados de forma sucessiva.

Nesse sentido, de fato, em um primeiro momento após as reformas (1964/1968), o que se percebeu foi uma retração da liquidez na economia, verificável pela queda da taxa de crescimento da oferta de moeda aliada a uma redução no ritmo de crescimento da inflação, lastreada no diagnóstico de inflação de demanda, muito embora não se tenha cumprido as metas de inflação estabelecidas pelo PAEG conforme foi referido no texto.

De outra parte, pode-se concluir, outrossim, que essa preocupação com a estabilização acabou por gerar repercussões no plano real da economia, na medida em que tivemos uma queda na taxa de crescimento do produto, a par de uma pequena média de Formação Bruta de Capital Fixo como proporção do PIB. Há que se consignar, contudo, que, malgrado esse contexto marcado por uma política monetária de estabilização, os gastos de investimento do governo não foram reduzidos ao longo dessa fase, mormente pela necessidade da expansão da capacidade geradora de energia do país.

Já em um segundo momento (1968/1973), conhecido como “milagre econômico”, percebeu-se que a política de estabilização, então erigida como prioridade, no plano prático,

para o governo militar em seu princípio, cede espaço para uma expansão da oferta monetária e, em consequência, do crédito, alinhando-se esse crescimento à expansão do Produto Interno Bruto, a par de um elevado incremento na taxa de crescimento do investimento, verificável pelo aumento da Formação Bruta de Capital Fixo. Note-se, ainda, que, em termos de composição dessa expansão da oferta monetária, esse novo contexto revela que os haveres financeiros não monetários acabam sobressaindo-se em relação aos haveres monetários. O que quer significar, em termos dos agregados monetários analisados, M1 e M2, que houve uma prevalência na parcela de M2 referente aos depósitos a prazo e à poupança comparativamente aos depósitos à vista e moeda em poder do público.

Essa nova conjuntura nesse segundo momento traduz, em verdade, um concreto atendimento a um dos objetivos centrais que permeou todo o processo de reformas: o crescimento econômico. De fato, por meio da expansão do crédito, já que o diagnóstico da inflação estava agora centrado nos custos, aliada à constituição de um sistema financeiro mais amadurecido que pudesse agora embasar o financiamento do investimento, foi possível conduzir o Brasil a taxas elevadas de crescimento do PIB.

À vista disso, portanto, a conclusão inarredável que se retira é que o conjunto de reformas monetário-financeiras levadas a cabo no princípio do regime militar acabaram por pavimentar, criar condições para a acumulação de capital a longo prazo na economia brasileira, a partir de um estreitamento na relação entre sistema financeiro e sistema produtivo, verificável pela legislação editada à época. Nesse sentido, constituíram-se as duas fases analisadas no capítulo terceiro em momentos nos quais se verificaram a realização, sucessivamente, daqueles principais propósitos delineados nas reformas ao PAEG: redução do ritmo da inflação e crescimento econômico.

REFERÊNCIAS

BAER, Werner. **A Economia Brasileira**. São Paulo: Nobel, 1996. 416 p.

BELLO, Silvia Camargo Monte. **BB: Banco do Brasil ou do Governo? Dilema Histórico de uma Instituição**. 1993. 156 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 1993.

BRASIL. **Lei nº 4.357/64**. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. Disponível em:http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4357.htm . Acesso em: 3 out. 2009.

BRASIL. **Lei nº 4.380/64**. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Disponível em:http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4357.htm . Acesso em: 3 out. 2009.

BRASIL. **Lei nº 4.595/64**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em:http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4357.htm . Acesso em: 3 out. 2009.

BRASIL. **Lei nº 4.728/65**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4357.htm . Acesso em: 3 out. 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de . **Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia**. In: Rogerio Sobreira. (Org.). Regulação Financeira e Bancária. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2005, v. , p. 121-137. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/inovacao_financieira_e_regulacao.pdf. Acesso em: 5 out. 2009.

CARVALHO, Fernando Cardim de. *et al.* 1. ed. **Economia Monetária e Financeira – Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 454 p.

CARVALHO, Fernando Cardim de. Introdução. In: CASTRO, Ana Célia. *et al* (Orgs). **Brasil em Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2005, 1 v. 545 p.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Economia Monetária e Financeira. Uma Abordagem Pluralista**. 1. ed. São Paulo: Makron, 1999. 341 p.

DEOS, Simone Silva de. **A hipótese da instabilidade financeira de Minsky numa economia de mercado de capitais**. 1997. 161 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 1997.

FILHO, Armando Mellagi. **Mercado Financeiros e de Capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995. 172 p.

FILHO, Fernando Ferrari; PAULA, Luiz Fernando de. **Globalização Financeira. Ensaio de macroeconomia aberta**. Rio de Janeiro: Vozes, 2004. 654 p.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000. 581 p.

FONSECA, Pedro Dutra. **Da hegemonia à crise do desenvolvimento**. Porto Alegre: BRDE, 1988. 131 p.

GALVÊAS, Ernane. **A crise mundial e a estratégia brasileira de ajustamento do balanço de pagamentos**. Brasília. 1983.

GOLDSMITH, Raymond W. **Brasil 1850 - 1984 : desenvolvimento financeiro sob um século de inflação**. 1. ed. São Paulo: Harper & Row, 1986. 557 p.

GRANEIRO, Walter J.B; MOURA, José Tupy Caldas de. **Em busca da nova ordem financeira**. Uma contribuição às reformas dos sistemas financeiro e de Seguros no Brasil. Rio de Janeiro: Rio Fundo, 1992. 247 p.

GREMAUD, Amaury Patrick; SAES, Flávio Azevedo Marques de; JÚNIOR, Rudinei Toneto. **Formação econômica do Brasil**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1997. 247 p.

HARFUCH, L. A Hipótese da Fragilidade e Instabilidade Financeiras de Minsky e o Exercício da Política Monetária em Economias Abertas. In: XI Encontro Nacional de Economia Política e I Encontro Nacional de Política Social, 2006, Vitória-ES. **XI Encontro Nacional de Economia Política e I Encontro Nacional de Política Social. v. 11**. Disponível em: http://www.sep.org.br/artigo/_289_765282e12d22be01f69d37b433803dd1.pdf?PHPSESSID=017322ffd516e3df233aeb8d109a4f0b. Acesso em: 1 out. 2009.

HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o “milagre” econômico. In: GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, André (Orgs). **Economia brasileira contemporânea**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 425 p.

HILLBRECHT, Ronald. **Economia Monetária**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 256 p.

LACERDA, Antônio Corrêa de. *et. al.* **Economia brasileira**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. 295 p.

LAGO, Luiz Aranha Corrêa do. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”: 1967-1973. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso. Cem anos de política econômica republicana**. Rio de Janeiro: Campus, 1990. 445 p.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia monetária**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 368 p.

LORENZO-FERNANDES, O. S. **A evolução da economia brasileira**. Rio de Janeiro: Zahar, 1976. 332 p.

MATESCO, Virene. Nível e composição do investimento agregado. In: Instituto de Planejamento Econômico e Social (IPEA). Instituto de Pesquisas (INPES). **Perspectivas da economia brasileira**. Rio de Janeiro: 1989. 633 p.

McKINNON, Ronald I. Trad. José Ricardo Brandão Azevedo. **A moeda e o capital no desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Interciência, 1978. 172 p.

MEIRELLES, Henrique. Reforço da Regulação e Supervisão e o seu papel na estabilidade do Sistema Financeiro. In: Reunião Extraordinária de Ministros Ibero-Americanos de Finanças, 2009, Porto. **Pronunciamento**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/Pec/ApPron/Apres/Reuni%E3o%20Ministros%20iberoamericanos%20Porto%2002mar09.pdf>. Acesso em: 1out. 2009.

PELÁEZ, Carlos Manuel. **Economia Brasileira Contemporânea**. Origens e Conjuntura atual. São Paulo: Atlas, 1987. 206 p.

PEREIRA, Luiz Bresser. **Economia Brasileira**. Uma introdução crítica. 5. ed. São Paulo: Brasiliense, 1986. 191 p.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais. Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 354 p.

PINHO, Diva Benevides; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de.(Orgs). **Manual de Economia**. São Paulo: Saraiva, 2003. 606 p.

PUDWELL, Celso Afonso Monteiro. **Fragilidade financeira externa, a partir de Minsky, e os desequilíbrios externos no Plano Real (1994-98)**. 2001. 154 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2001.

SOBREIRA, R. . **Eficiência, Desregulamentação Financeira e Crescimento Econômico:** uma Abordagem Pós-keynesiana. *Análise Econômica* (UFRGS), Porto Alegre, v. 18, n. 33, p. 29-52, 2000. Disponível em: <http://cedeplar.ufmg.br/economia/seminario/sobreira.doc>. Acesso em: 1 out. 2009.

TORINO, Rafael Pereira. **Determinantes do Desenvolvimento do Sistema Financeiro no Brasil.** 2000. 120 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2000.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval; GREMAUD, Amaury Patrick; JÚNIOR, Rudinei Toneto. **Economia Brasileira Contemporânea.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 371 p.

WRAY, L. Randall. *Basiléia II e a Estabilidade Financeira: uma abordagem Minskyana.* In: DE MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro; DE ANDRADE, Rogério P. (Orgs.) **Regulação bancária e dinâmica financeira: evolução e Perspectivas a partir dos Acordos de Basiléia.** São Paulo: Unicamp, 2006. 503 p.