

CARLOS RENATO SILVA DOS SANTOS

A DIVERSIFICAÇÃO DO PORTFÓLIO
DO CAPITAL BANCÁRIO (1980/1996)

SALVADOR
1996.

CARLOS RENATO SILVA DOS SANTOS

A DIVERSIFICAÇÃO DO PORTFÓLIO
DO CAPITAL BANCÁRIO (1980/1996)

Monografia

Apresentada ao curso de graduação da
Faculdade de Ciências Econômicas da
Universidade Federal da Bahia como
requisito parcial à obtenção do grau de
BACHAREL EM ECONOMIA.

ORIENTADOR: PROF. OSWALDO
FERREIRA GUERRA

SALVADOR
1996

**AOS MEUS
PAIS**

AGRADECIMENTOS

Devo expressar meus sinceros agradecimentos ao prof. Oswaldo Guerra. Suas críticas e sugestões para condução deste trabalho foram decisivas, principalmente quando o desfecho da monografia não me parecia possível.

As observações e sugestões elaboradas pelo prof. Luiz Filgueiras e por Paulo Hermida durante a apresentação da monografia foram gentis, inteligentes, e extremamente úteis à coerência deste trabalho.

Agradeço também ao persistente trabalho do prof. Lielson Coelho junto ao corpo discente nas disciplinas Elaboração de Monografia I e II, pavimentando conosco um caminho metodológico para o trabalho monográfico.

Por fim ressalto o paciente trabalho de digitação realizado por Eliene Nogueira, na revisão dos originais desta monografia.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	SOBRE O CONCEITO DO CAPITAL FINANCEIRO	2
2.1	MARX E O CAPITAL PRODUTOR DE JUROS	2
2.2	HILFERDING E O CAPITAL FINANCEIRO	7
2.3	HOBSON E A "CLASSE FINANCEIRA"	11
3	NOTAS SOBRE A ESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	15
3.1	AS REFORMAS DE CUNHO LEGAL NA DÉCADA DE 1960	15
3.2	A DINÂMICA DA ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL APÓS AS REFORMAS INSTITUCIONAIS DE 1964	15
4	A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1980/1996: CONSTITUIÇÃO DO CAPITAL FINANCEIRO X DIVERSIFICAÇÃO ESPECULATIVA DE PORTFÓLIO	28
4.1	A CONJUNTURA ECONÔMICA NA DÉCADA DE 1980: ALGUMAS OBSERVAÇÕES	28
4.2	AS MUDANÇAS ECONÔMICAS NOS ANOS 80 E INÍCIO DOS ANOS 90	30
4.3	AS ESTRATÉGIAS DE DIVERSIFICAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO DO CAPITAL BANCÁRIO	34
5	CONCLUSÃO	43
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45

1. INTRODUÇÃO

O interesse em torno da constituição do capital financeiro no Brasil surgiu a partir do estágio no Núcleo de Estudos Conjunturais (NEC), ligado a Faculdade de Ciências Econômicas da UFBA. O levantamento da conjuntura econômica no setor financeiro revelou-nos o peculiar movimento do capital bancário rumo a ativos de empresas nos principais segmentos da economia.

Observando a realidade histórica na maioria dos países capitalistas centrais, nos quais houveram a articulação entre o capital bancário e outros ramos do capital, via conglomerados, no chamado capital financeiro, ficava posta a seguinte problemática: identificar possíveis traços naqueles movimentos do capital bancário nacional que os tornem mais próximos ou não do ocorrido em países como Alemanha ou Japão.

Entretanto, a economia brasileira contemporânea desenvolveu-se observando a ausência de agências privadas de créditos de longo prazo, e o financiamento do investimento de longa maturação seria o elemento de constituição, em torno do capital bancário, do capital financeiro, a partir da articulação entre dos diferentes segmentos do capital em torno de um núcleo financeiro gestor.

Portanto, para a compreensão do caráter daquela diversificação de interesse do capital bancário, seria necessário uma revisão das formulações teóricas em torno do capital financeiro, seguido da análise da recente estruturação do sistema financeiro nacional.

Desta forma, o trabalho foi composto de três capítulos. O primeiro faz uma revisão teórica em torno da questão do capital financeiro apoiado nas contribuições dos principais autores neste tema.

O segundo capítulo procura identificar as causas que levaram a ausência do financiador de longo prazo na economia brasileira-instrumento de fundamental importância para a constituição do capital financeiro-, a partir das reformas de cunho legal no sistema financeiro em 1964.

O terceiro capítulo levanta as hipóteses a cerca da natureza da diversificação do capital bancário a partir da década de 1980, procurando destacar os exemplos mais significativos e identificar as tendências básicas naquelas estratégias de diversificação. Por último, faz-se uma conclusão no capítulo seguinte, a partir da conjuntura recente da economia brasileira e das estratégias de diversificação do capital bancário apontados no capítulo anterior.

2. SOBRE O CONCEITO DO CAPITAL FINANCEIRO

2.1 MARX E O CAPITAL PRODUTOR DE JUROS

O estudo do sistema creditício e do capital produtor de juros foi feito por Marx na 5a. parte do Livro III do Capital, apesar do tema já estar presente na abordagem da gênese do crédito, quando ele trata do capital comercial - dinheiro, "o capital particular daquelas empresas que, no estágio inicial do capitalismo, foram se especializando no comércio da mercadoria dinheiro". (MARX, 1977,pg.318). Este ramo da atividade capitalista originou-se da necessidade de se facilitar a circulação e rotação dos capitais industrial e comercial. Para tanto, a mercadoria dinheiro deveria possuir duas características, subjacentes ao conceito de meio de pagamento usado por Marx:

- i) existir como fundo de reserva; e
- ii) permitir a compensação entre as relações devedora/credora, decorrentes da circulação das mercadorias.

A tarefa de guarda, contabilização do dinheiro e compensação das contas entre capitalistas industriais e/ou comerciais seriam atos da circulação, logo não gerariam valor mas possuíam custo. A agregação e centralização dessas tarefas iria permitir a redução desses custos e ganhos de escala na circulação das mercadorias para a classe capitalista. Assim, o comércio com o dinheiro passaria a ser ocupação individualizada de certa parcela do capital social.

A partir deste momento histórico estaria constituído o capital comercial-dinheiro. No seu interior ocorreria ainda uma divisão do trabalho suplementar, a fim de segmentar em atividades distintas o

trabalho com o comércio do dinheiro: "Pagamentos, recebimentos, operações de compensação, acompanhamento das contas-correntes, guarda do dinheiro, etc" (MARX,1977,pg.321), seriam subdivisões especializadas do capital-comercial-dinheiro, ensejando, posteriormente, a diferenciação das instituições financeiras. Assim sendo, com o passar do tempo o comércio com o dinheiro daveria evoluir para uma especialização cada vez maior. O desenvolvimento da circulação creditícia fomentaria a constituição, a partir dos bancos, de instituições cada vez mais especializadas.

Portanto, é possível afirmar que a atividade comercial com a mercadoria dinheiro, dá origem à formação do sistema creditício, ou do "capital produtor de juros", parcela do capital social responsável pelas operações de crédito. Com o advento deste tipo de capital, o modo de produção capitalista experimentaria importantes mudanças na sua dinâmica de acumulação. Intermediando a relação econômica de débito e crédito, que envolve todo o âmbito das relações econômicas de produção, o capital produtor de juros iria permitir a potencialização da acumulação capitalista, ao financiar a produção e o consumo.

O aperfeiçoamento do capital comercial-dinheiro, do dinheiro enquanto mercadoria, é que possibilita o surgimento do capital produtor de juros. Tecnicamente, porém, a base do sistema de crédito será a característica do dinheiro existir enquanto meio de pagamento, cujo conceito na obra de Marx significa "o dinheiro que irá saldar os créditos mútuos concedidos pelos produtores no processo capitalista". (MARX,1977,pg.333). No processo de circulação das mercadorias e rotação dos capitais industrial e comercial, a compra e venda através de promessas escritas de pagamento, (protótipo das futuras notas promissórias) para prazos determinados, seria o fundamento do sistema de crédito.

Os banqueiros tomar-se-iam assim os encarregados da administração do capital-dinheiro para todo o conjunto da classe capitalista. Ao mediar a relação entre os tomadores individuais de crédito e os que cedem emprestado, acabariam por ocupar posição estratégica no processo de acumulação capitalista. As implicações decorrentes deste fato, não foram, contudo, desenvolvidas por Marx.

Cabe ressaltar, o caráter do capital produtor de juros no modo de produção capitalista. Este modo de produção só está plenamente desenvolvido quando verifica-se a total subordinação do capital mercantil ao capital produtivo.⁽¹⁾ O capital produtor de juros nasce na circulação, com a mercadoria dinheiro, mas no sistema capitalista plenamente constituído, o dinheiro será capital em "função", ou seja, possui a capacidade de extrair e se apropriar de determinada quantidade de trabalho não pago aos trabalhadores, a mais-valia.

O dinheiro enquanto mercadoria só aparece como etapa do processo da produção/acumulação capitalista. O dinheiro enquanto capital significa a capacidade de gerar mais-valor a partir da mais-valia. Decorre daí a natureza e origem do juro, a quantia paga em troca de algo - o capital na forma dinheiro - capaz de gerar valor acima

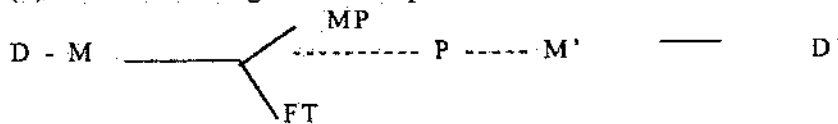
(1) Nem toda soma de dinheiro é capital. Existem duas séries distintas de transação na circulação: a venda de mercadorias para comprar outras diferentes e a compra de mercadorias para a subsequente venda. Indicando M para mercadorias e D para o dinheiro, seriam respectivamente M-D-M e D-M-D. No circuito M-D-M de transação, a mercadoria força de trabalho (FT) é vendida em troca do salário, que será usado para comprar todas aquelas mercadorias necessárias à reprodução do trabalho. O dinheiro não está agindo, portanto, como capital. Contrariamente, na série de transação D-M-D o dinheiro é adiantado pelo capitalista a fim de comprar mercadorias com as quais novas mercadorias serão produzidas e vendidas por mais dinheiro. Nesse caso, o dinheiro é transformado em capital com base no processo histórico pela qual a FT se transforma em mercadoria. Essa segunda série seria melhor esquematizada por D-M-D', onde D' = D + ΔD, sendo ΔD a mais-valia.

do inicialmente adiantado. Sendo assim, qualquer soma de recursos é "capital em potencial", que é emprestado em troca de uma quantia extra, o juro. E se este valor cedido emprestado pode retornar ao emprestador acrescido de um montante extra, é porque permite, facilita, potencializa a reprodução real do capital social.

Retornando à questão anteriormente tratada, no capitalismo constituído, o capital produtor de juros relaciona-se com o dinheiro enquanto capital, dinheiro enquanto mercadoria seria apenas uma etapa do processo de transformação do dinheiro em meios de produção e estes em mercadoria. Não importa o destino dado ao dinheiro pelo tomador, porque para o capitalista rentista (emprestador do dinheiro) o crucial é que ele volte acrescido de juros, o que em outras palavras significa o dinheiro atuando como capital em função.

O movimento aparente será D-D', porque aos olhos do emprestador, o processo resume-se a transformação jurídica de cessão e restituição do empréstimo acrescido dos juros. Desaparece tudo o que se passa no interior do processo⁽²⁾. A relação de produção capitalista atinge assim sua forma mais fetichista, com o capital

(2) Pela fórmula geral do capital tem-se:



onde FT é a força de trabalho, MP são os meios de produção, P o processo produtivo que transforma as mercadorias M em mercadorias de maior valor M', e D e D' são, respectivamente o dinheiro adiantado para a produção e o dinheiro acrescido da mais-valia.

No movimento real do capital o seu retorno é uma fase do processo de circulação. Todo o circuito expresso na fórmula geral do capital (o dinheiro convertendo-se em meios de produção; a produção transformando-se em mercadorias; a venda das mercadorias reconvertendo-se em dinheiro e retornando às mãos daqueles que originariamente adiantaram o capital), não transparece para o capitalista rentista. Sob a sua ótica acontece apenas a cessão e futura restituição do dinheiro acrescido do juro (a parcela da mais valia pertencente àquele tipo do capital).

produtor de juros. Predomina a forma D-D', dinheiro que gera mais dinheiro, valor que se valoriza de "per si", sem a fase intermediária da acumulação produtiva ligando as duas etapas. Esse processo de duplicação de valores dá origem ao capital fictício, no qual o fetiche do juro encobre o real movimento do valor e a relação social de extração da mais valia.

O direito a um fluxo regular de renda se dá através da propriedade de ações e ativos financeiros. Como tais instrumentos podem ser transacionados no mercado, transparece a idéia de ser produção, constituem capital. Mas, o valor dos haveres financeiros é determinado por fatores outros, tais como: negociabilidade dos instrumentos financeiros; expectativas quanto as suas receitas prospectivas; e as condições gerais de mercado. Logo a regulação é determinada na esfera financeira. O conceito de capital fictício surge, portanto, porque fictícia é a associação entre os processos de valorização dos haveres financeiros e a valorização do capital social na produção. Os haveres financeiros possuem um circuito próprio de valorização e o próprio movimento da dinâmica capitalista possibilita a esfera da valorização financeira "descolar" da valorização real da produção, graças a multiplicação e maior rotação dos títulos financeiros. (ZINI JR., 1982)

Este é o elemento crítico e instabilizador da dinâmica capitalista. O juro concorre com o lucro do empresário na apropriação da mais-valia, possibilitando o crescente direcionamento do excedente para a esfera financeira em detrimento da produção. Ficam "amortecidos" os mecanismos de extração do trabalho não-pago e todo o circuito da acumulação capitalista pode ficar comprometido (ZINI JR., 1982).

É a crise capitalista, cíclica em sua natureza, graças a antítese entre o lucro - fração da mais-valia associada ao capital enquanto função

- e o juro ligado ao capital enquanto propriedade. Uma resposta endógena do modo de produção capitalista foi a tentativa de construir o "capital-a-juros- em função", através da fusão dos capitalistas industriais com banqueiros na Alemanha, entre o final do séc. XIX e início do séc. XX. Desta problemática ocupou-se Hilferding.

2.2 HILFERDING E O CAPITAL FINANCEIRO

O século XX apresenta um capitalismo com características qualitativas inteiramente novas, em relação aquele que vigorava na Inglaterra nos dois terços iniciais do século XIX. O novo estava expresso no capital bancário - capital na forma dinheiro - que se articula com o capital industrial. Para essa associação entre banco e indústria, Hilferding (1910) utiliza a expressão "capital financeiro".

O capital a disposição dos bancos cada vez mais seria o capital a disposição da indústria, porque parcelas crescentes dos capitais aplicados nos bancos se transformam em capital produtivo (meios de produção e força de trabalho), imobilizando-se no processo de produção. Esta nova realidade do capitalismo caracterizaria-se por:

- a) Maior concentração e centralização do capital, com os bancos exercendo papel ativo, e difundindo práticas de cartelização;
- b) Ampliação da forma de inserção do Estado na economia, que busca defender suas respectivas economias nacionais;

- c) Potencialização da exportação de capital, seja através do capital de empréstimo ou do capital de risco. Tem-se a internacionalização do capitalismo, a partir da expansão de suas empresas para além dos limites nacionais. É a manifestação econômica fundamental do imperialismo;
- d) Mudanças nas formas de concorrência em decorrência dos três itens acima mencionados. A tendência a equalização da taxa de lucro, a fixação do preço, a partir dos preços de produção, e as manifestações cíclicas das crises, não seriam iguais às formas verificadas no séc. XIX.

O capital financeiro seria então uma categoria mais abrangente no capitalismo, não se devendo, contudo, confundi-lo com um tipo de capital. O capital financeiro significa a unificação do capital bancário e industrial sob uma única direção: a da alta finança. São grupos empresariais com interesses na esfera produtiva que, apoiados numa administração financeira central, buscam articular os dois ramos do capital. Ele não é um capital puro industrial. O capital financeiro veio expressar um novo padrão de acumulação capitalista, a partir de novos processos de concentração e centralização do capital, cartelização das economias nacionais e agressiva exportação de capital para além dos limites nacionais.

A forma institucional que proporcionou a fusão banco/indústria foram as chamadas Sociedades Anônimas (SA's), as quais apresentavam inúmeras vantagens em relação às empresas individuais ou familiares⁽³⁾:

(3) *As SA's apresentavam vantagens desde o seu ato de fundação, graças a internalização do chamado "lucro do fundador", ou seja, o ganho de capital auferido pela sobre-valorização contábil do patrimônio real da empresa. Como as taxas de lucro médio esperado costumam ser superiores a taxa média de dividendos pagos aos acionistas, a capitalização entre o diferencial destas taxas gera o ganho extra ao seu sócio fundador.*

- 1) Através das SA's os bancos podem atuar de forma plena junto ao setor produtivo, porque se ocuparão apenas da intermediação financeira destas empresas, podendo assumir o controle acionário ou simplesmente participar dos seus Conselhos Diretores. A negociabilidade com títulos é uma atividade essencialmente monetária para os bancos, mas que lhes resultará em uma posição privilegiada no controle da produção;
- 2) As SA's dão nova dinâmica: à acumulação do capital (a expansão da empresa torna-se independente da realização do lucro, graças às chamadas de capital via mercado de ações); à centralização do capital (também via mercado de ações, as empresas podem recorrer a um número crescente de pessoas e/ou instituições que podem ceder emprestado); e à renovação tecnológica (o fim da propriedade individual permite a introdução de novas técnicas a partir de parâmetros puramente técnico/econômico, uma vez que a partir das SA's ficam separadas as funções do empresário, gestor do capital, das do capitalista, o proprietário dos direitos de renda auferidos pelo capital);
- 3) As SA's resistem melhor as crises cíclicas porque podem fazer aumento de capital para reestruturar-se em tais períodos. Isto lhes assegura maior flexibilidade e maior disposição competitiva;
- 4) Por fim, tornam-se independentes os processos de concentração econômica e de concentração da propriedade com as SA's. Isto é de fundamental importância para a acumulação capitalista, visto que os movimentos industriais de concentração não mais estariam limitados à concentração da propriedade individual.

No capitalismo financeiro, a especulação e o papel ativo do segmento bancário na promoção da concentração e centralização do

capital, são condições necessárias para a sua constituição. A representação dos valores "congelados" na produção por haveres financeiros permitiria a mobilidade do capital(4) e, para tanto, a negociabilidade daqueles papéis faz-se necessário. A especulação financeira, antes dispensável no modo de produção capitalista, torna-se traço marcante nesta nova etapa do desenvolvimento capitalista.

A posição dos bancos nesta nova etapa do desenvolvimento capitalista foi ilustrada por Hilferding com o exemplo histórico alemão. Diferenciando-se da Inglaterra, por apresentar um desenvolvimento capitalista retardado, e não dispor de uma acumulação de capital nas mãos de poucos, a alavancagem do seu rápido desenvolvimento industrial foi viabilizada pelas SA's e pelos bancos. Graças aos bancos foi possível concentrar capitais dispersos e recursos de outras classes. Com o apoio do Estado, e via mercado de ações, os bancos alemães levaram a cabo a concentração e centralização econômica e fizeram o país experimentar formas organizacionais mais avançadas do que as verificadas na Inglaterra. Em pouco tempo, a Alemanha apresentaria uma acumulação mais dinâmica e um sistema capitalista mais avançado.

O predomínio do segmento bancário deve-se ao fato deste dominar os mecanismos monetários do sistema e, com o "descongelamento" dos valores reais (transformados em ativos financeiros) e sua negociabilidade nos mercados de ações, assumir o papel de aglutinador dos capitais dispersos, imprimindo uma nova dinâmica

(4) A mobilização do capital ou "descongelamento" dos valores na produção significa a conversão do capital investido na produção em capital financeiro, aquele movimentado nos mercados monetários e creditícios.

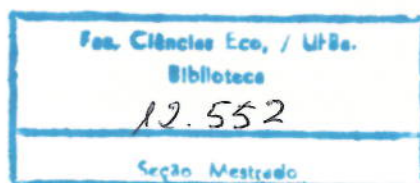
a concentração e centralização do capital. Ademais, o estreitamento entre as identidades bancária e industrial, via SA's, torna tais empresas mais sólidas quanto ao crescimento (inclusive para além das fronteiras nacionais) e mais flexíveis na crise (graças aos mecanismos de captação de capitais através do mercado de ações).

Por último, uma pequena crítica à análise de Hilferding. A articulação entre os capitais bancário e industrial não necessariamente precisa desdobrar-se numa relação orgânica e de dominação do primeiro sobre o segundo. Esta possibilidade não escapou a Hobson (1906) na sua obra "A Evolução do Capitalismo Moderno".

2.3 HOBSON E A "CLASSE FINANCEIRA"

No capítulo X, "O Financista", Hobson (1906) discorre acerca dos elementos essenciais na estruturação económica do grande capital monopolista, e que ainda mantém-se válidos para o sistema capitalista neste final de século. As mudanças estruturais, operadas na organização industrial da grande empresa, vieram acompanhadas do aparecimento de uma classe financeira. A concentração nas mãos daqueles que operam o mecanismo monetário das sociedades industriais desenvolvidas (os bancos) lhes dá poder crescente no manejo estratégico das relações intersectoriais e internacionais (ou simplesmente relações "intersticiais") do sistema.

A "classe financeira" não precisa estar necessariamente comprometida com a gestão direta das grandes empresas industriais, mas sim fazendo parte da estratégia da empresa capitalista com



vistas a acumulação. Na realidade histórica observada, os EUA, a grande empresa capitalista dominava praticamente todos os setores estratégicos da economia (minas, transporte, manufaturas e bancos) e a solidariedade entre bancos e indústrias fazia parte da chamada "comunidade de negócios". O traço distintivo entre o capital financeiro e as formas que o precederam historicamente seria o caráter universal e permanente dos processos especulativos e da criação contábil do capital fictício: no capitalismo moderno, a prática de ampliar "ficticiamente" o valor do capital existente é contínua e permanente, ao passo que nas etapas anteriores tais práticas não eram comuns.

O mecanismo de sobre-valorização contábil do patrimônio obedeceria à seguinte trajetória: as empresas atribuiriam valores separados aos seus ativos tangíveis (como maquinaria, edifícios, matérias-primas, etc.) e intangíveis (como marcas, patentes, matéria-prima, etc.). Os primeiros seriam avaliados a partir do seu custo de produção ou reposição e os últimos com base na sua capacidade líquida de ganho. Esta, por sua vez, só pode ser avaliada como o valor capitalizado da totalidade dos rendimentos futuros esperados, menos o custo de reposição dos ativos não-tangíveis. Neste último elemento, os ativos intangíveis, é que reside a elasticidade do capital, largamente usada pela "classe financeira" para ampliar os limites de valorização do capital além do real.

Se a moderna gestão empresarial exige a criação contábil do capital fictício, então para viabilizar esta prática será necessário a constituição de um enorme e complexo aparato financeiro. Hobson, contudo, adverte que a "classe financeira" só atua nos mercados (de capitais e de dinheiro) onde há ganhos excedentes resultantes de suas práticas monopolistas em negócios bem gestados (sejam eles negócios nas áreas industrial ou comercial) ou, então, em mercados

cujo resultado acumulado ao longo de um período acuse atividades de especulação bem sucedidas.

A ampliação e consolidação destas práticas só pode se realizar mediante o alargamento do crédito, porque sob o ponto de vista de uma economia monopolizada, os bancos exercem duplo papel: primeiro adiantando capital para a subscrição das companhias (e freqüentemente assumindo os lotes de ações não absorvidos pelo mercado); e segundo, como intermediador financeiro das grandes empresas - descontando títulos e financiando recursos. Fica assim evidenciado o papel estratégico ocupado pelos bancos e a dominação financeira exercida sobre a indústria capitalista, dominação essa que tem a face da gestão financeira (*general financier*) do Banqueiro sobre a empresa moderna.

A medida que o crédito no desenvolvimento capitalista, assume papel cada vez mais relevante para a acumulação, cresce o poder da classe que o controla, a tal ponto que os bancos viriam tornar-se sócios inclusive do produto físico resultante da atividade industrial, incorporando-o como seu lucro.

Hobson tomou o capitalismo americano como a realidade histórica a ser observada. Este foi constituído sob a égide da empresa monopolista trustificada, cujo caráter é intrinsecamente financeiro, quer pela valorização fictícia do capital, quer pela ativa especulação nos mercados onde possui poder de monopólio. A tendência do desenvolvimento capitalista americano seria, pois, a formação de conglomerados e a conquista de novos mercados, inclusive com a internacionalização da empresa americana, uma vez que a acumulação dos lucros dessas empresas trustificadas não caberia dentro delas mesmas e nem mesmo dentro do seu país de origem (não importando a dimensão territorial que tivesse).

Feita esta breve exposição teórica, examina-se a seguir a economia brasileira a partir das reformas institucionais realizadas no seu Sistema Financeiro em 1964, com o intuito de identificar possíveis traços na mesma, que a torne mais próxima ou não dos casos analisados por Hilferding e Hobson.

3. NOTAS SOBRE A ESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

3.1 AS REFORMAS DE CUNHO LEGAL DA DÉCADA DE 1960

Em princípios da década de 1960 o quadro institucional brasileiro era francamente desfavorável ao desenvolvimento econômico devido, principalmente, a combinação de três fatores principais: a inflação descontrolada; os déficits externos; e a falta de leis e instituições adequadas ao seu processo de crescimento. Os diagnósticos da época, usualmente apontavam, pelo menos, quatro grandes deficiências: a) desordenação no sistema tributário; b) déficit orçamentário; c) lacunas no sistema financeiro; d) a ficção da moeda estável na legislação econômica.

A desordenação no sistema tributário manifestava-se por sua vez em pelo menos quatro pontos: i) falta de adaptação da legislação fiscal à inflação; ii) incidência de impostos indiretos em cascata; iii) proliferação de impostos destituídos de funcionalidade econômica; iv) desarticulação entre os impostos da União, dos estados e municípios. A solução encontrada após 1964 foi a introdução de vários dispositivos sobre correção monetária na legislação fiscal, a adoção de uma fiscalização mais eficiente, punindo a sonegação com multas e ação penal, e a adequação dessa legislação fiscal ao cenário inflacionário.

No que diz respeito aos impostos em cascata - cobrados cada vez que a mercadoria mudava de estabelecimento, sem a dedução das etapas anteriores -, representados na época pelo imposto sobre produtos industrializados e pelo imposto sobre vendas e

consignações (até então a principal fonte de receita estadual), a Constituição de 1967 tratou de aboli-los, substituindo o imposto sobre vendas e consignações pelo imposto sobre a circulação de mercadorias (ICM) - mais tarde transformado em imposto sobre a circulação de mercadorias e serviços (ICMS). O ICM funcionaria como um imposto sobre valor adicionado, estabelecendo maior grau de articulação interestadual de que o seu antecessor, e melhorando significativamente a funcionalidade do sistema fiscal brasileiro.

Por fim, além dos impostos em cascata, havia os destituídos de funcionalidade econômica, sendo o mais importante o imposto de selo que incidia sobre os contratos. Coube também a constituição de 1967 aboli-lo, instituindo, em seu lugar, o imposto sobre operações financeiras (IOF), cuja função seria a de constituir reserva monetária para o Banco Central. Adicionalmente, a Constituição de 1967 estabeleceu uma melhor coordenação entre os impostos da União dos estados e dos municípios, em termos de direitos e deveres, propiciando uma acentuada melhoria nas finanças da União, com reflexos positivos no seu déficit orçamentário.

Quanto ao sistema financeiro, pode-se dizer que no início da década de 1960, ele tinha sérios problemas. Não existia um órgão controlador do sistema criador de moeda, um Banco Central, sendo suas atribuições divididas entre o Tesouro Nacional, a antiga SUMOC e o Banco do Brasil. O Tesouro Nacional possuía a competência legal de emitir papel-moeda, a SUMOC era o órgão normativo da política monetária e cambial - embora não possuísse nenhuma autoridade executiva sobre o sistema - e o Banco do Brasil desempenhava a função de banqueiro do Tesouro Nacional e dos demais bancos (através da carteira de Redesconto e da Caixa de Mobilização Bancária), misturando funções típicas de um Banco Central com as de um banco comercial e de fomento.

Na época ainda imperava a lei da usura, que proibia juros nominais superiores a 12% ao ano. Com a inflação, as aplicações financeiras como a poupança e outros títulos de renda fixa (debêntures, depósitos a prazo e obrigações governamentais) ficavam desestimuladas. Como consequência, o sistema bancário privado especializou-se quase por completo nos descontos de curto prazo, nunca superiores a 120 dias. A oferta de crédito a longo prazo, para o financiamento industrial e hipotecas, se limitava a uns poucos recursos oferecidos por agências oficiais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE, posteriormente Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES) e as Caixas Econômicas.

Essa atrofia do sistema financeiro constituía-se num sério obstáculo ao crescimento da economia. Diante da estrutura de mercado e das desvantagens fiscais de manter altos índices de capital de giro próprio, as empresas passaram a depender de forma exagerada do financiamento bancário de curto prazo, deixando-as numa posição financeira bastante frágil, altamente vulnerável a qualquer flutuação sazonal nas vendas. As novas indústrias recém instaladas no país, como a automobilística, a de máquinas e a de eletrodomésticos, ressentiam-se, por sua vez, da falta de um mecanismo que pudesse assegurar o financiamento das suas vendas pelo sistema de crédito direto ao consumidor, enquanto que a construção residencial tornara-se quase inviável devido a escassez de crédito no mercado de hipotecas.

A reformulação do sistema financeiro tornou-se pois imprescindível. Essa reformulação apoiou-se em três elementos: o princípio da correção monetária; a reorganização institucional do sistema; e os incentivos fiscais. O princípio da correção monetária, inicialmente aplicado às Obrigações Reajustáveis do Tesouro

Nacional (ORTN), depois às letras imobiliárias, e mais tarde aos demais títulos privados, criou uma nova modalidade de aplicação capaz de atrair poupanças privadas em larga escala, mesmo com o quadro inflacionário: o título de renda real fixa.

Não era mais possível conviver com dispositivos legais que pressupunham uma moeda estável. A inflação do início da década de 1960 levou a graves distorções nos preços relativos e na alocação de recursos. A solução encontrada veio através do reconhecimento explícito da sua existência através da correção monetária: a indexação, revisão periódica dos preços relativos via autorização legal e com base no comportamento de índices preestabelecidos, iria tornar-se a principal característica da reforma monetária de 1964. Várias leis viabilizariam essa reforma:

1) A lei 4357/64 instituiu as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), que resgatariam a imagem da dívida pública federal no mercado, vindo a tornar-se no principal mecanismo de financiamento da União. A correção monetária do ativo immobilizado foi tornada compulsória, permitindo ainda, que esta fosse levada em conta no cálculo das depreciações. Ela também deveria incidir sobre os débitos fiscais em atraso;

2) A lei 4.380/64 criou o Banco Nacional de Habitação, as Sociedades de Créditos Imobiliário e as letras imobiliárias, com o princípio da correção monetária sendo aplicado nos empréstimos concedidos pelo sistema. Isto permitiu a reativação do mercado da construção civil;

3) A Lei 4.494/64 instituiu a correção monetária dos aluguéis;

4) A Lei 5.107/66 criou o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, cujo recursos sujeitos à correção monetária, seriam aplicadas em financiamentos imobiliários pelo Banco Nacional de Habilitação.

5) A lei 4728/65 estendeu indexação, inicialmente fixada para as ORTN's e letras imobiliárias, a uma série de outros títulos e aplicações imobiliárias: letras de câmbio, debêntures, debêntures conversíveis em ações, depósitos a prazo e certificados de depósitos. Além disso institucionalizou todo o sistema, delimitando as funções dos bancos comerciais, bancos de investimentos e desenvolvimentos, sociedades de crédito e financiamento, sociedades de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos, etc.

Quanto aos incentivos fiscais, o Decreto Lei 157/73 possibilitava uma ampla gama de abatimentos no imposto de renda das pessoas físicas em troca de investimentos no mercado de capitais.

6) A lei 4.595/64 criou o Banco Central e delimitou mais claramente as funções do Banco do Brasil e dos Bancos Comerciais, estabelecendo que as operações do primeiro deveriam ser subordinadas ao Orçamento Monetário, forçando-o a comportar-se como autoridade monetária e não mais como um banco comercial.

3.2 - A DINÂMICA DA ACUMULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL APÓS AS REFORMAS INSTITUCIONAIS DE 1964.

Essas reformas no sistema financeiro nacional eram absolutamente necessárias, tendo em vista que o país assistia ao esgotamento dos efeitos expansivos de um conjunto de investimentos públicos e privados - principalmente estrangeiros - que caracterizaram a etapa de substituição intensiva de importação, na primeira metade de década de 1960. A economia brasileira necessitava encontrar novas fontes de dinamismo, uma vez que os seus esquemas de financiamento público e privado haviam utilizado até o limite do possível, o mecanismo inflacionário interno e o endividamento externo.

Apesar disto, convém destacar que as modificações realizadas a partir das reformas de 1964, não surgiram como uma reação endógena ao acelerado processo de transformação econômica, em curso desde a década de 1950. Ao contrário, foram precedidas e acompanhadas por mudanças no marco institucional e legal que rege o funcionamento do sistema econômico global e, em particular, das regras e formas de operação de seus agentes financeiros, tanto público como privados.

O êxito da reforma no sistema financeiro decorreu da modernização operativa do sistema, da diversificação dos instrumentos financeiros, seguida de um certo grau de especializações das funções, que permitiu o funcionamento mais fluído dos mercados monetários e creditícios, e o surgimento de um mercado de capitais institucionalizado. Apesar disto, a reforma não conseguiu fornecer ao sistema financeiro um elemento primordial: mecanismos de financiamentos de longo prazo no âmbito das agências privadas de

crédito. O financiamento de longo prazo para investimentos em setores e áreas prioritárias continuava a depender de fundos especiais, estrangeiros ou públicos, ligados a agências de desenvolvimento nacionais ou regionais (principalmente BNDES, SUDENE e SUDAM).

O desenvolvimento do setor financeiro logo após as reformas de 1964 teve duas etapas distintas. A primeira começa em 1965 e corresponde à expansão e diversificação das relações de débitos e crédito entre os setores dinâmicos da economia, superando à expansão primária dos meios de pagamento. A segunda inicia-se em 1968 com a efetiva estruturação do mercado de capitais. Nesta etapa, a criação de títulos nos mercados de valores permitirá não apenas a modificação do estado patrimonial das empresas, mas também modificações nas relações gerais de propriedade na economia. A funcionalidade global deste processo seria o de "descongelar" o capital invertido em atividades produtivas e permitir a sua mobilidade na forma financeira, tornando possível a sua circulação intersetorial, através dos mercados monetários e creditícios, e a posterior centralização nos setores com melhores perspectivas dinâmicas. Agora, o mercado financeiro passaria a cumprir a sua funcionalidade primordial: permitir uma maior mobilidade de recursos financeiros e sua subsequente centralização naquelas atividades que apresentassem as melhores taxas de rentabilidade.

Nos anos posteriores à reforma, o sistema financeiro privado, através de resoluções e normativos do Conselho Monetário Nacional (CMN) - que substituiu o antigo conselho monetário da SUMOC-, tratou de reorganizar-se, destacando-se as seguintes mudanças (TAVARES, 1983):

- criação das sociedades de crédito imobiliário e carteiras imobiliárias nas financeiras, gerando mecanismos de captação de recursos junto ao público via letras imobiliárias, e possibilitando a estruturação de um sub-sistema de habitação;
- regulamentação do funcionamento dos bancos de investimentos, quanto à operação de créditos de médio e longo prazo e das formas de captação de recursos; subscrição de ações e debêntures; licenças para obterem empréstimos no exterior e fazer repasses; colocação de títulos cambiários (letras de câmbio) de aceitação no mercado de valores; vendas de quotas de fundos de inversão; depósito a prazo fixo com ou sem emissão de certificados;
- regulamentação das emissões de ações e operações de *underwriting*; dos limites de capital mínimo para se criar bancos de investimentos; das formas de captação de recursos externos para investimentos direto; e dos registros de pessoas jurídicas emissoras de títulos de valores negociáveis na bolsa;
- definição do campo de atuação das empresas financeiras, atribuindo-lhe predominantemente a atividade de crédito direto ao consumidor, a fim de evitar a concorrência com a faixa de mercado dos bancos de investimentos;
- regulamentação dos consórcios e outras formas de associação de captação de poupança popular;
- regulamentação e modernização das operações nas bolsas de valores, visando compatibilizar o volume e o ritmo das operações com as necessidades do mercado;

- resolução sobre a captação de recursos externos, permitindo a entrada de capitais de curto prazo para repasse as empresas pelo bancos comerciais, pelos bancos de investimento e pelo BNDE.

Em decorrência dessa estrutura, até o início da década de 80, quando esgota-se o modelo de crescimento pós-64, a acumulação financeira manteve-se baseada na expansão crescente da dívida pública e privada e nas altas taxas de rentabilidade e negociabilidade dos ativos financeiros de curto e médio prazos, os quais tinham o seu valor corrigido automaticamente ou ofereciam uma taxa de juros antecipada que extrapolava as tendências inflacionárias. A dinâmica da acumulação financeira alimentava-se da inflação institucionalizada, mediante o emprego generalizado de diversos mecanismos de indexação formais e informais. Isto repercutiu de tal forma no comportamento do setor financeiro privado, que este tornou-se incapaz de modificar as modalidades de crédito, no sentido de aumentar substancialmente os prazos e reduzir as taxas de juros.

A articulação dinâmica entre inflação crônica e correção monetária elevava o patamar em que se definiam as taxas de juros, o que, dada as condições vigentes na época - ampla liquidez do sistema e rápida rotação do capital mobilizado nos mercados monetários e creditícios - permitiu a contínua manutenção de altíssimas taxas de lucro no setor financeiro, acelerando o seu ritmo de acumulação e expansão, sempre a partir de operações de curto prazo (nunca superiores a 120 dias). Portanto, a própria dinâmica da acumulação financeira pós-64 trouxe consigo os elementos que elevaram as barreiras à implementação de agências financeiras privadas especializadas no crédito de longo prazo, ao invés de criar reais condições para o desenvolvimento deste tipo de agente financeiro. As empresas

financiavam-se beneficiando-se da forte política governamental de incentivos fiscais ou pela abertura de capital.

Tais procedimentos trouxeram duas consequências importantes. Configurou-se um mercado de capitais nitidamente instável, incapaz de garantir um processo de acumulação financeira adequado à sustentação do crescimento econômico de longo prazo. A combinação de inflação crônica com indexação generalizada, levava as agências financeiras a, por um lado, operarem em competição aberta por recursos e aplicações, forçando uma elevação na taxa de remuneração dos títulos e, por outro, a atuarem como intermediadoras entre os mercados primário e secundário de valores. A mesma dinâmica de competição forçava a elevação arbitrária no valor dos títulos primários, para, na sequência, garantir uma valorização artificial no mercado secundário.

A segunda consequência foi a indução à abertura do capital das empresas produtivas. O mercado de capitais oferecia captações a baixo custo, vis-a-vis o alto custo financeiro do crédito. O problema era que a capacidade de acumulação interna destas empresas ficava comprometida pelo fato delas serem dependentes de novos desdobramentos de capital para financiarem. O valor de mercado das ações era completamente dissociado do custo real de reposição do capital fixo ou da taxa interna de rentabilidade do investimento real, inexistindo, para fins do cálculo econômico, uma relação entre a expansão real e a expansão financeira. Convém detalhar esse processo um pouco mais.

A acumulação financeira envolve a capitalização de rendas obtidas a partir de títulos financeiros que constituem "capital" apenas no

financiavam-se beneficiando-se da forte política governamental de incentivos fiscais ou pela abertura de capital.

Tais procedimentos trouxeram duas consequências importantes. Configurou-se um mercado de capitais nitidamente instável, incapaz de garantir um processo de acumulação financeira adequado a sustentação do crescimento econômico de longo prazo. A combinação de inflação crônica com indexação generalizada, levava as agências financeiras a, por um lado, operarem em competição aberta por recursos e aplicações, forçando uma elevação na taxa de remuneração dos títulos e, por outro, a atuarem como intermediadoras entre os mercados primário e secundário de valores. A mesma dinâmica de competição forçava a elevação arbitrária no valor dos títulos primários, para, na sequência, garantir uma valorização artificial no mercado secundário.

A segunda consequência foi a indução à abertura do capital das empresas produtivas. O mercado de capitais oferecia captações a baixo custo, vis-a-vis o alto custo financeiro do crédito. O caminho do financiamento para as empresas produtivas foi a busca de valorização de suas ações na bolsa de valores. O problema era que a capacidade de acumulação interna destas empresas ficava comprometida pelo fato delas serem dependentes de novos desdobramentos de capital para financiarem. O valor de mercado das ações era completamente dissociado do custo real de reposição do capital fixo ou da taxa interna de rentabilidade do investimento real, inexistindo, para fins do cálculo econômico, uma relação entre a expansão real e a expansão financeira. Convém detalhar esse processo um pouco mais.

A acumulação financeira envolve a capitalização de rendas obtidas a partir de títulos financeiros que constituem "capital" apenas no

sentido genérico de ser direito de propriedade sobre uma renda. A realização desta renda significa o direito de participar no excedente gerado por uma empresa ou pelo conjunto da economia, não possuindo desta forma, relação direta com o processo de produção.

Esse direito sobre a renda pode estar regulamentado juridicamente (como nos casos de títulos de renda fixa) ou pode ser aleatoriamente determinado por basicamente três fatores: características do mercado de valores; situação da empresa; e a confiança do público. Logo, a expectativa quanto a rentabilidade da empresa - o seu desempenho - e o comportamento institucional - regulação nos mercados de valores - definem como será o direito à renda, a exemplo do verificado com ações e outros ativos de renda variável. A acumulação de ativos financeiros não necessariamente exige a acumulação de ativos reais, mas sim a mudança no estado patrimonial das distintas unidades econômicas e nas relações de participação no excedente econômico efetivo gerado pela economia.

A dinâmica da acumulação financeira pós-64 apoiou-se uma forte acumulação do capital fictício (contábil) por parte das empresas de capital aberto, sem a contrapartida equivalente na expansão da sua capacidade produtiva. Isto punha em xeque a taxa de lucro de longo prazo das empresas e, portanto, a sua capacidade de pagar dividendos. Em outras palavras, equivaleria a deixar completamente em suspenso a realização do valor do capital financeiro enquanto direito de propriedade sobre os lucros das empresas.

O caráter contraditório entre a expansão real e financeira manifestava-se na impossibilidade da manutenção de uma base real para a acumulação financeira e na tendência recorrente da dinâmica da acumulação, em redistribuir os excedentes em favor da órbita financeira. A diminuição da especulação, forçando uma maior

centralização do capital movimentado nos mercados monetário e creditício, poderia dar-se via controle de grandes agências financeiras do lançamento de novos títulos em bolsa, intervindo de forma coordenada na manipulação das operações e promovendo a canalização de recursos para os setores com maiores oportunidades de investimentos (TAVARES, 1983).

Isto, contudo, não ocorreu na economia brasileira, que não assistiu a articulação de ações entre os principais grupos financeiros nacionais e estrangeiros. Nem mesmo os bancos de investimento que ocupavam uma privilegiada posição no mercado de capitais, se dispuseram a promover uma rearticulação mais orgânica entre a órbita real e financeira, viabilizando a expansão produtiva das empresas. Estes não se distinguiram de qualquer financeira comum e corrente, como reconhece Roberto Campos (1976,pg.96): “os bancos de investimento, originalmente pensados no sentido de especialização de funções enquanto agências de financiamento a longo prazo e apoio aos investimentos das empresas, trabalham realmente a curto e médio prazo e a única especialização ocorrida foi a de reservar para as financeiras o financiamento ao consumo e para os bancos de investimento o financiamento do capital de giro”. Mesmo na sua tarefa de lançadores de ações mediante operações de *underwriting*, guiavam-se muito mais pelo caráter especulativo da operação do que pelos interesses de longo prazo das empresas clientes.

Em síntese, o setor financeiro privado brasileiro ficou carente de agencias especializadas no crédito de longo prazo, porque faltava ao país duas condições básicas para a centralização do capital: um controle mais eficaz do mercado financeiro por parte de poderosas agências financeiras públicas; e uma articulação mais orgânica entre grupos financeiros e empresas industriais ou, pelo menos, um maior

equilíbrio de forças entre as estruturas oligopólicas financeira e produtiva. Houvesse tal articulação, provavelmente o Brasil teria convivido com um processo integrado de acumulação no polo "capitalístico" da economia, via conglomerados, nos quais um banco controlador possuiria a faculdade de emissão quase ilimitada para as empresas participantes. Isto permitiria converter o endividamento externo em dívida intergrupo, o que reduziria a taxa de risco para o processo de acumulação integrada das empresas afiliadas. (Tavares; 1983).

Paradoxalmente, nas empresas públicas o problema da assimetria entre o poder empresarial e financeiro quase não existiu, bem como a questão da oposição entre o investimento real e financeiro, graças ao papel desempenhado pelo BNDE, durante o processo de reestruturação do mercado de capitais, de ser a agência financiadora do crédito de longo prazo tanto para o setor público, como para o setor privado em áreas consideradas prioritárias, usualmente de responsabilidade pública.

Com o esgotamento do modelo de crescimento econômico na década de 1980, novas estratégias de acumulação empresarial precisavam emergir no Brasil. O movimento de importantes empresas financeiras, notadamente bancos comerciais, em direção à participações acionárias em empresas industriais, comerciais e mesmo agrícolas, abriria a perspectiva de uma futura articulação mais orgânica entre o setor financeiro e o setor produtivo, prólogo talvez, de uma constituição efetiva do capital financeiro no Brasil. O caráter desse movimento será analisado no capítulo seguinte.

4. A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1980/1996: CONSTITUIÇÃO DO CAPITAL FINANCEIRO X DIVERSIFICAÇÃO ESPECULATIVA DE PORTFÓLIO

4.1 - A CONJUNTURA ECONÔMICA NA DÉCADA DE 1980: ALGUMAS OBSERVAÇÕES.

O comportamento do Sistema Financeiro ao longo da década de 1980 foi marcado pela profunda retração nas operações de crédito, devido aos riscos crescentes, a retração na demanda de crédito pelos principais agentes econômicos, envolvidos em processos de reestruturação e aos altos ganhos propiciados pela chamada “ciranda financeira”, fomentada pela alta rentabilidade auferida com os juros pagos pelos títulos federais, negociados diariamente nas operações de *overnight*, cujas taxas de remuneração diária eram formados com base na expectativa da inflação futura.

Em virtude deste processo, o setor financeiro privado afastou-se das funções típicas de financiamento, com a concessão de crédito ficando praticamente restrita às instituições oficiais: bancos estaduais; Banco do Brasil; BNDES; CEF; etc. Estes últimos, além de colaborarem com o financiamento do setor público, passam a atender ainda mais o setor privado, que não encontrava recursos no sistema financeiro privado.

Deste modo, coube a este último o papel de credor da dívida pública. Desde as reformas institucionais de 64/66, observa-se algumas características específicas no significativo crescimento do sistema financeiro nacional. Em primeiro lugar, cresce a participação dos ativos não-monetários, no total de ativos da

economia. Esta salta de 13,58% em 1965 para 50,38% em 1971, aproximando-se dos 70% em fins de 70 e superando os 80% na década seguinte (GREMAUD, VASCONCELOS, TONETO JR., pg. 267 1996). Dentre estes ativos, os títulos públicos federais sempre foram os principais papeis financeiros da economia, situando-se sempre acima dos 30% do total, chegando a superar os 40% em alguns períodos. Estes números são fortemente explicados pela performance dos bancos múltiplos⁽⁵⁾, como os credores da dívida interna da União.

Em segundo lugar, constata-se, também a partir da década de 1980, um maior desenvolvimento do mercado de capitais, com a colocação de títulos, o lançamento de novos produtos financeiros e a securitização de dívidas. Para alguns, como resultado desse novo ambiente, a atividade de intermediação financeira perde importância frente ao mercado de capitais.

Dada essas duas características, o comprometimento da carteira de ativos do capital bancário com uma dívida sob constante ameaça de deságio, e a nova diferenciação de funções no mercado financeiro, o capital bancário inicia um processo de diversificação de atividades, buscando uma especialização em nichos específicos de mercado. Crescem os chamados bancos de negócios, operando na criação de títulos diferenciados, para colocação no mercado externo (e mesmo interno), e na oferta de novos produtos financeiros, como securitização de restituíveis, operações de *project finance*; etc.

(5) Os bancos múltiplos foram oficializados em 1988 através da Resolução no. 1.524/88, que passa a reconhecer uma situação que já existia na prática. Os bancos comerciais, em geral, possuíam outras instituições, como sociedades de crédito imobiliário, bancos de investimento, etc. Como a legislação de 1964, teve como um dos seus objetivos a segmentação do mercado e a especialização das instituições, essas instituições apesar de fazerem parte do mesmo conglomerado financeiro, apresentam-se como empresas separadas. Com a mencionada resolução, passou a ser permitido que as empresas de um mesmo grupo possam constituir-se em uma única instituição e apresentar um único balanço. Esse banco múltiplo pode possuir até quatro carteiras (linhas de atuação), sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimentos.

Além destas operações, esses bancos têm se especializado em processos de fusões e incorporações de empresas e administração de fundos de ações, de investimento, de pensão etc.

Por outro lado, os maiores conglomerados financeiros do capital bancário, os bancos múltiplos que atuam no varejo e alguns bancos de investimento, vem diversificando os seus portfólios, com participações e aquisições de importantes empresas em diversos segmentos da economia. Resta saber o real caráter das estratégias de diversificação assumidas pelo capital bancário neste último caso: se trata-se de uma nova política defensiva/especulativa; ou de uma estratégia de reestruturação do conglomerado financeiro a médio e longo prazo. Uma resposta para tal, pressupõe o entendimento da conjuntura econômica que acompanhou essas transformações.

4.2 - AS MUDANÇAS ECONÔMICAS NOS ANOS 80 E INÍCIO DOS ANOS 90.

Ao longo dos anos 80 a economia brasileira apresentou uma forte queda no seu dinamismo, contrastando com a década anterior e a tendência histórica de contínua expansão do PIB. Aqueles anos foram marcados por amplas oscilações nas variáveis macroeconômicas: preço, taxa de câmbio, juros, investimentos, produto e emprego. O PIB variou entre taxas elevadas (9% em 1980 e 8,1% em 1986) e negativas (4,5% em 1981) (RUIZ, 1992), caracterizando uma dinâmica econômica de surtos expansivos e recessivos.

Essa performance econômica foi fortemente determinada pela brusca mudança nas relações externas. Com a ruptura do padrão de financiamento externo, o Brasil sofre uma crise cambial obrigando o

governo a rever a política econômica então adotada e optar por um ajuste recessivo. Gerado o excedente exportável o passo seguinte foi o de viabilizar uma maior competitividade das mercadorias a serem exportadas, de modo a obter um superavit comercial capaz de saldar os serviços da dívida e contornar a crise cambial.

Para tanto, a partir de 1981, a política econômica lança mão das desvalorizações, da indexação cambial, e dos incentivos fiscais e creditícios às exportações, com o intuito de elevar a rentabilidade do mercado externo vis-à-vis a do mercado interno.

Do outro lado da balança comercial, as importações foram reduzidas pela queda do nível de atividade e pela criação de cotas e restrições alfandegárias. Internamente, a demanda foi contida através da elevação das taxas de juros, de uma política salarial restritiva e de cortes nos programas de investimentos. Ao mesmo tempo, a maturação de investimentos substituidores de importação veio estimular tanto a queda das importações como o aumento das exportações. Já a partir de 1983, o superávit comercial demonstrava os resultados positivos desses ajustamentos.

Em 1984, mesmo submetido a uma política econômica interna recessiva, a economia dava mostras de expansão induzida pelo superavit comercial, expansão essa que foi reforçada com o Plano Cruzado em 1986. O crescimento interno foi acelerado e alguns setores atingiram a plena capacidade produtiva, criando estrangulamentos setoriais de oferta que levaram à redução das exportações. A conseqüente queda do superávit comercial, a forte especulação contra a taxa de câmbio e as pressões inflacionárias, forçaram a revisão da política econômica expansionista então adotada.

De 1987 até o final da década, o governo volta-se novamente para a obtenção de superávits comerciais e adota seguidas tentativas de controlar os preços e as contas públicas, consubstanciados nos planos Cruzado II, Bresser e Verão. É a volta da ortodoxia econômica, após a heterodoxia do Cruzado. A elevação das taxas de juros e a contenção da massa salarial desestimulam a demanda agregada interna e reduzem as importações. A indexação cambial e os incentivos fiscais e financeiros fomentam as exportações. Como resultado o país recupera o superávit comercial, ao preço de um agravamento do desequilíbrio fiscal e do descontrole inflacionário, principalmente no ano de 1988 e 1989 nos quais os índices de preços atingiram patamares inéditos.

Sinteticamente, o comportamento da economia brasileira na década de 1980 poderia ser dividido em três períodos: 1981-1983, que corresponde ao ajuste recessivo; 1984-1986, associado a expansão das exportações e recuperação do mercado interno; e 1987-189, marcado pela forte instabilidade econômica (RUIZ, 1992).

A década de 1990 inicia-se com uma profunda recessão e a redefinição da política de comércio exterior, das políticas industriais setoriais e da participação do estado nas atividades empresariais por meio de empresas estatais. Desejo de derrubar a inflação com um único golpe, o governo Collor opta por bloquear 67% dos ativos financeiros da economia, congelando, ainda, preços e salários, seguido da abertura da economia. Num primeiro momento a redução drástica da riqueza líquida do setor privado provocou uma abrupta mudança na rotina dos agentes econômicos, paralisou a economia e reduziu sensivelmente os custos financeiros do setor público e os movimentos especulativos com títulos da dívida do governo federal.

Passado um curto período de sucesso na contenção inflacionária, os preços voltam a subir, fazendo o governo retomar a ortodoxia da restrição da demanda agregada via controle de salário e do gasto público, limitações ao crédito e elevação das taxas de juros. Na área comercial, o câmbio volta a ser desvalorizado a fim de estimular as exportações. Em decorrência, a atividade econômica interna fica francamente desestimulada nos três primeiros anos da década de 90, particularmente em 1990 quando o PIB recuou em 4,6%. É neste contexto que o governo inicia as chamadas reformas estruturais: privatização, desregulamentação e abertura comercial da economia brasileira.

Com o impeachment de Collor e a posse de Itamar Franco, o país passa a conviver com o último plano de estabilização até agora gerado no país: o Plano Real, que inicialmente dividiu o processo de estabilização macroeconômica em três fases.

Na primeira, buscou-se um ajuste fiscal temporário, com a criação do IPMF (Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira) e do FSE (Fundo Social de Emergência) que, ao diminuir as transferências da União para estados e municípios, liberava parte das receitas constitucionais vinculadas, possibilitando o aumento de recursos livres em mãos do governo federal. Paralelamente, procurou-se acumular reservas para dar condições ao Banco Central de administrar as políticas monetária e cambial.

Na segunda fase, tratou-se de eliminar a inércia inflacionária, através da introdução de uma nova unidade de conta, a URV (Unidade Real de Valor). O objetivo desta indexação completa da economia era o de promover os ajustes dos preços relativos, com base nesta moeda indexada, e acomodar a participação dos diversos

agentes na renda, eliminando o conflito distributivo. Todos os preços passaram a ser cotados no novo referencial (URV), que passou a exercer a função de unidade de conta, mas não de meio de troca, que ainda continuava sendo desempenhada pelo cruzeiro real. Esta moeda velha absorveria os efeitos da hiperinflação.

A terceira fase inaugura-se com a transformação da URV em Real, fundindo-se neste as três funções básicas da moeda: meio de troca; unidade de conta; e reserva de valor. A expectativa era de que nesse momento se romperia a indexação e, portanto, a inflação inercial. Nesta fase, seria definida uma regra monetária que permitisse o controle da oferta de moeda e impedisse o recurso ao financiamento inflacionário, em caso de persistência do déficit público. Tal regra, em princípio, não foi muito rígida. Foram estipuladas metas monetárias, que poderiam ser ampliadas em caso de emergência, ampliação essa ocorrida algumas vezes após a edição do plano. Paralelamente à todas essas fases, um alto diferencial entre juros interno e externo permite o fluxo de capitais internacionais e um conseqüente acúmulo de reservas, que viabilizaria a adoção de âncora cambial e desencorajaria qualquer especulação contra o real.

4.3 - AS ESTRATÉGIAS DE DIVERSIFICAÇÃO E REESTRUTURAÇÃO DO CAPITAL BANCÁRIO.

As estratégias de diversificação e reestruturação do capital bancário, engendradas a partir dos anos 80, foram influenciadas pela interrelação do comportamento geral da economia brasileira, brevemente descrito no item anterior, com os específicos perfis

setoriais dos bancos. Ao longo da década as instituições independentes desapareceram e os bancos comerciais transformaram-se em conglomerados, juntando em caixa única seus bancos de investimento, financeiras, sociedades de crédito imobiliário, empresas de leasing, distribuidoras e corretoras de valores, graças, como visto, à possibilidade de criação do banco múltiplo via Resolução 1.524/88. Eliminada a exigência da carta-patente, o número de bancos multiplicou-se.

Além de surgirem novas instituições bancárias, de corretoras, distribuidoras e financeiras, grandes grupos empresariais também optaram por criar seus próprios bancos. Estas novas instituições tinham acesso direto ao sistema de liquidação e custódia de títulos públicos(SELIC), possibilitando às suas empresas controladoras aplicar diretamente, sem intermediário, suas sobras de caixa no *open market* e ainda usufruir as vantagens de ter acesso às reservas do Banco Central.

O quadro macroeconômico iria, todavia, tornar-se completamente distinto para o setor bancário. Durante o período da inflação alta, os pequenos bancos, surgidos a partir de 1988, puderam sobreviver e ganhar dinheiro em operações de tesouraria, em arbitragem de taxas entre os vários mercados, no câmbio e nas bolsas de valores e de futuro. Com a estabilização monetária, a partir do segundo semestre de 1994, as oportunidades de ganho com o chamado *flaot* diminuem drasticamente para os bancos, que viviam exclusivamente de operações no dia-a-dia do mercado financeiro.⁽⁶⁾

(6) Como destaca o Relatório Bancos da Gazeta Mercantil de 13/11/95 "...bancos ligados a grupos industriais ou comerciais que viviam de operações de tesouraria, reduziram sua participação no mercado interbancário e em títulos e valores mobiliários... Os ativos destas instituições financeiras mostram fortes reduções... O Banco General Motors observou seus ativos desabarem de R\$ 516 milhões em 30/06/94, para R\$ 312,9 milhões (48%); os do Braseg, associado a AGF Internacional, caíram na mesma proporção de R\$ 412 milhões para R\$ 274 milhões".

Isto vem impondo uma reestruturação desse segmento, através de um processo de fusões e incorporações.

Adicionalmente e curiosamente, ainda que por motivos distintos, o capital bancário retoma os processos de diversificação/reestruturação para adequar-se a nichos específicos de mercado. A exemplo do ocorrido no início da década de 80, os bancos assumem uma das suas funções. O chamado banco de negócios passa a atuar fortemente no mercado de capitais, oferecendo novos produtos financeiros e especializando-se nos processos de fusões /incorporações de empresas e administração de fundos institucionais. Já os bancos múltiplos de varejo, tratam de consolidar sua posição no mercado, criando condições para reestruturar-se enquanto conglomerados.

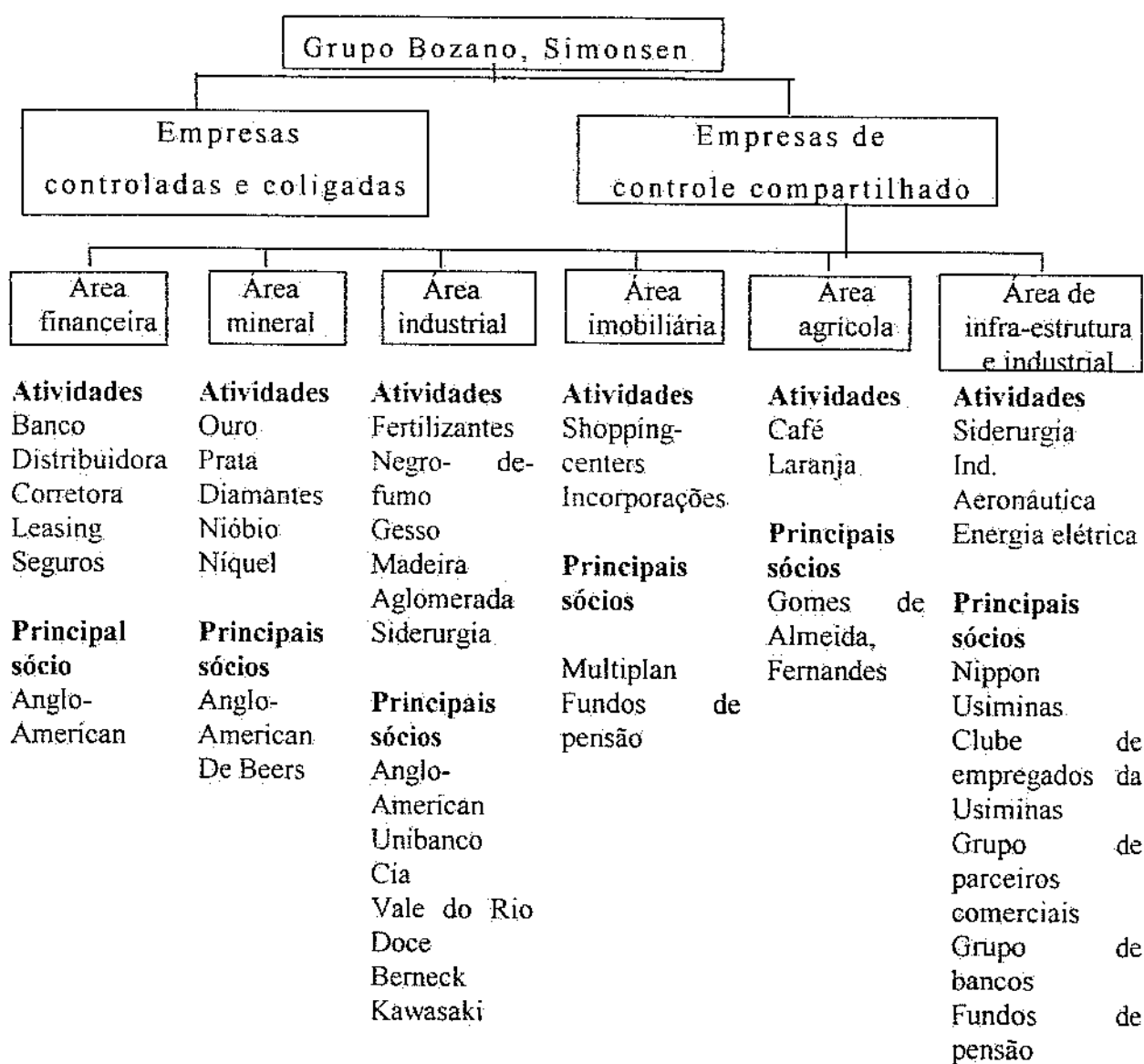
A partir destas duas linhas mais gerais de atuação do capital bancário, é possível identificar duas estratégias básicas de diversificação/reestruturação a elas ligadas. A primeira tem um forte viés "defensivo especulativo" e caracteriza-se pela participação e aquisição de empresas - privadas ou estatais recém-privatizadas -, como forma de proteção contra os riscos da instabilidade econômica. Atuando desta forma, o capital bancário tratou de diluir riscos dispersando seu portfólio de investimentos (RUIZ,1992). Como a maior parte destes recursos estava comprometida com títulos da dívida pública federal, conforme já assinalado, a possibilidade da desvalorização do estoque dessa dívida representaria a deteriorização de boa parte dos ativos do capital bancário.

Dentro desta lógica, a participação ou controle de empresas - sejam elas privadas ou estatais recém - privatizadas - objetivava apenas a valorização, via mercado de capitais, das ações adquiridas. A obtenção do maior diferencial possível entre os preços de aquisição e venda das empresas, era a meta, sem existir, portanto, nenhum compromisso de médio ou longo prazo com as mesmas. É neste

sentido, que aplica-se a conotação defensiva-especulativa para a mudança patrimonial, adotada por banco de varejo e de negócios. Dentro desta estratégia cabe ressaltar o exemplo de dois bancos:

- Bozano, Simonsen: o grupo Bozano, Simonsen possui uma diversificada área de atuação entre as suas empresas coligadas e controladas e empresas de controle compartilhado (vide Figura 1).

Figura 1 - FLUXOGRAMA DAS ÁREAS DE ATUAÇÃO DO GRUPO BOZANO, SIMONSEN



Fonte: Gazeta Mercantil (25/04/1996).

Contudo a estratégia para tamanha diversificação está na busca pela rentabilidade de curto e médios prazos com as empresas não-financeiras, haja visto o constante processo de aquisição de participações em empresas, para posterior venda e reorientação dos investimentos em outros setores.

Como exemplo deste movimento especulativo, o Banco Bozano Simonsen, que detinha importantes participações acionárias nas empresas siderúrgicas CST (39,4% do capital total), COSIPA (10,16% do capital total), e USIMINAS (7,97% das ações ordinárias), acabou por vender suas participações para a ACESITA. Posteriormente, na atividade de mineração, o banco repassou para a AMBRAS, braço da empresa de mineração sul-africana ANGLO AMERICAN, o controle total das empresas de ouro, prata, diamante, nióbio e níquel, que detinha em parceria, em troca de 25% de participação minoritária da empresa africana na *holding* Bozano Simonsen.

De acordo com Paulo Ferraz Pereira, diretor vice-presidente executivo do banco, em entrevista a Gazeta Mercantil de 25/04/1996, ao desfazer-se de suas participações em empresas siderúrgicas e de mineração o grupo buscaria investir em áreas de infra-estrutura, como energia e telecomunicações, além de firmar presença no *core business*, a área financeira.

- Unibanco: o grupo Unibanco, através do seu banco já teve ampla participação em empresas não-financeiras. Suas principais participações foram na AGROCERES, BLOCKBUSTER, CAMBUHY EMPREENDIMENTOS AGROPECUÁRIOS, CAMBUHY CITRUS, CLUB MÉDITERRANÉE, CBMM, COMPANHIA DAS LETRAS, CST, IMOPAR. Atualmente o grupo está concentrado nas áreas de finanças, *holdings*, seguros e previdência. Como destacou Roberto

Bornhausen, na Gazeta Mercantil de 25/04/1996, o Unibanco não pretende torna-se um grande participante em empresas fora do setor financeiro. A última incursão neste caminho foi a participação acionária na CST, justificada, segundo o banco, porque este detinha moedas de privatização e o leilão da CST foi uma boa oportunidade de usá-las.

O segundo tipo de estratégia origina-se da primeira. Nos anos 80, segmentos do capital bancário, ao menos inicialmente, adotaram uma estratégia defensiva/especulativa face a grande massa de recursos capitalizados nos mercados monetários e creditícios. Por motivos análogos, a instabilidade macroeconômica da década estimulou investimentos em empresas, via aquisições e participações, como forma de proteção ao risco da dívida pública. Feita esta diversificação de interesses, observa-se, posteriormente, a manutenção das posições adquiridas nas empresas. Neste caso, o capital bancário estaria procurando reforçar sua base, mediante a incorporação de novas atividades industriais, comerciais e agrícolas, abrindo a possibilidade de constituição de uma solidária estrutura financeira entre o capital bancário e as empresas participantes do conglomerado, característica das grandes corporações que lideraram e lideram o capitalismo no século XX (Tavares, 1983). No âmbito desta reestruturação do capital bancário, os mais significativos exemplos são:

- Bradesco: o maior banco privado do país está se tornando um dos maiores investidores industriais. O grupo Bradesco já detém fatias do capital de 41 companhias, num investimento total de aproximadamente US\$ 400 milhões, o que equivale a 10% do seu patrimônio.

O Bradesco buscou nas experiências japonesa e alemã o modelo para o formato de sua atuação industrial. A fórmula usada é a de comprar participações minoritárias, entre 15% e 20% do capital, e não ter assento nos conselhos das empresas. Por outro lado, a maioria das companhias associadas acaba por escolher o Bradesco para realização de negócios bancários, lançamentos de papéis, e realização de contratos de seguros.

O Bradesco e suas empresas associadas constituem, ainda que de forma embrionária, o exemplo mais próximo das chamadas estruturas empresariais vitoriosas-*keiretsus* e *chaebols*-, nos quais um núcleo bancário articulado com as estratégias empresariais, permite um fundo cativo de crédito que, em boa parte, as protege de políticas monetárias restritivas e garantem agilidade nos planos de investimento (RUIZ, 1992).

- Grupo BBM: através da sua *holding* - BBM Participações- congrega mais de 43 empresas com patrimônio líquido de US\$ 3,60 bilhões e ativos consolidados de US\$ 5,87 bilhões. Com forte inserção na química e na petroquímica, o grupo BBM possui 7 empresas coligadas na área financeira e 5 empresas coligadas na área industrial, tendo como destaque o Banco da Bahia (BBA), instituição voltada para as atividades de atacado, e responsável pela política de crescimento do grupo, a ser realizada de forma equitativa nas áreas financeira e industrial, segundo a posição de Pedro Henrique Mariani, presidente do BBA, em entrevista a Gazeta Mercantil de 22/08/1996.

- Grupo Itaúsa: através do seu braço financeiro - o Banco Itaú- possui participações na DURATEX, ELEKEIROZ, PHILCO E ITAUTEC.

- Banco Safra: possui 28% do capital da ARACRUZ CELULOSE e em empresas dos setores têxtil, agrícola e petroquímica.

- Banco Garantia: este banco de investimentos possui o controle acionário das empresas ARTEX, BRAHMA, J. MACEDO ALIMENTOS e LOJAS AMERICANAS.

- Banco Real: possui participações em empresas dos setores de alimentos, comunicações, transportes e armazenagens.

5. CONCLUSÃO

O desenvolvimento recente da economia brasileira foi marcado por uma grande lacuna: a ausência do financiamento de longo prazo no âmbito das agências privadas de crédito. Como causa deste fato, e não como consequência, o país assistiu o seu sistema financeiro evoluir voltado para operações de curto prazo - basicamente em torno do *overnight* nas operações com títulos da dívida pública federal - praticamente sem observar operações de financiamento de média e longa maturação fora das agências oficiais de desenvolvimento.

O papel desempenhado pelo BNDES no fomento a áreas de infraestrutura e setores industriais estratégicos foi de relevância, contudo, mostrou-se insuficiente para atender as necessidades da economia principalmente após a aguda crise de liquidez verificada no setor público a partir da década de 1980.

O surgimento de novas estratégias de reestruturação do capital bancário, seguido do crescimento dos fundos de pensão - formadores institucionais de poupança interna - vieram possibilitar a articulação entre as instituições financeiras e empresas de diversos seguimentos produtivos, via participação ou controle acionário das primeiras sobre estas últimas.

Assim, a opção de reestruturação do capital bancário rumo a uma tentativa de criar uma maior solidariedade de interesses com os diversos segmentos do capital, e a necessidade crescente da indústria, comércio e agricultura de disporem de um volume ampliado de crédito de longo prazo, permite que se assista na economia brasileira o início da constituição daquele tipo do capital

o qual articula as suas diferentes formas em torno de um núcleo financeiro gestor: o capital financeiro.

Dentro das estratégias de diversificação do capital bancário há espaço para atuação típica de especulação, na qual busca pela rentabilidade do negócio no curto prazo é objetivo final. Contudo, setores expressivo do capital bancário estão articulando o investimento de média e longa maturação em empresas nos segmentos industrial, comercial e agrícola, fazendo, portanto, o papel do núcleo financeiro gestor do capital financeiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BOTTOMORE, Tom: Dicionário do Pensamento Marxista, 1ª ed., 1983.
- CAMPOS, Roberto de Oliveira SIMONSEN, Mario Henrique. Novos Aspectos da Economia Brasileira 2ª. ed. RJ, José Olympio, 1976.
- CARVALHO, Maria Cristina. Bancos ganham US\$ 500 milhões com venda de usinas, Gazeta Mercantil, 25/04/96, pg. A1 e C1.
- CARVALHO, Maria Cristina. Safra volta a reativar crédito, Gazeta Mercantil, 30/05/96, pg. A1 e B4.
- FERRAZ, João Carlos; KUPPER, David; HAGUENAUER, Lia. Made in Brazil - Desafios Competitivos para a Indústria Campus, Rio de Janeiro, 1996.
- FRANCO, Célia de Gouveia. O Bradesco Industrial, Gazeta Mercantil, 28/06/95, pg. A1 e B1.
- GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELOS, Marco A. SANDOVAL; Toneto Jr. Rudinei. Economia Brasileira Contemporânea, São Paulo, Atlas, 1996.
- HILFERDING, Rudolf: O Capital Financeiro, 1ª ed. São Paulo, Nova Central, 1985.
- HOBSON, J.A. A Evolução do Capitalismo Moderno, 2ª. ed. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

- JARDIM, Lauro. Dá para ser bom em tudo?, Exame, 06/11/96, pg. 114 a 122.
- MARX, Karl: O Capital, 3^A. ed. São Paulo, Civilização Brasileira, 1977.
- MATTOS, Elpidio Marinho. Relatório Bancos, Gazeta Mercantil 13/11/95, pg. 1 e 5.
- RUIZ, Ricardo Machado. Estratégia Empresarial e Reestruturação Industrial (1980/1992): em Estudo de Grupos Econômicos Seleccionados, Campinas (SP), UNICAMP, 1992, Mimeo.
- TAVARES, M. da Conceição. Da Substituição de Importação ao Capitalismo Financeiro 11^A. ed., Rio de Janeiro, Zahar, 1983.
- TAVARES, M. da Conceição. Prefácio de A Evolução do Capitalismo Moderno, 2^A. ed., São Paulo, Abril Cultural, 1983.
- WILNER, Adriana. A máquina que conta é a máquina de calcular, Exame, 12/04/95, pg. 110 e 111.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antonio. Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos 80 - Campinas (SP), 1982 - Mimeo.