

**SILVA, Adroaldo Moura, LUNA, Francisco Vidal & CRUZ, Hélio Nogueira da. *Inflação e Mercado de capitais*. São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, 1977, 63 p. Publicado também nos *Anais da VI Assembleia General de la FIBV*. Barcelona, 1977, p. 75-120.**

# **BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO**

## **INFLAÇÃO E MERCADO DE CAPITAIS**

### **A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

TRABALHO APRESENTADO PELA  
BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO  
NA IV ASSEMBLÉIA GERAL ORDINÁRIA  
DA FEDERACION IBEROAMERICANA DE  
BOLSAS DE VALORES  
BARCELONA – ESPANHA – OUTUBRO 1977

ELABORADO POR

ADROALDO MOURA DA SILVA - COORDENADOR  
FRANCISCO VIDAL LUNA  
HÉLIO NOGUEIRA DA CRUZ

# Í N D I C E

<b>CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO .....</b>	<b>03</b>
<b>CAPÍTULO II - “A IMAGINAÇÃO REFORMISTA.....</b>	<b>05</b>
<b>CAPÍTULO III - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: 1964 / 1976.....</b>	<b>11</b>
<b>CAPÍTULO IV - AS BOLSAS DE VALORES.....</b>	<b>23</b>
<b>CAPÍTULO V - PALAVRAS FINAIS .....</b>	<b>36</b>
<b>APÊNDICE - MERCADO ESPECULATIVO 1970 / 1971.....</b>	<b>38</b>
<b>APÊNDICE - INDICADORES ECONÔMICOS .....</b>	<b>40</b>

## **CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO**

Inflação e desenvolvimento ordenado do mercado de capitais, diz-se, são fenômenos mutuamente exclusivos. Primeiro, porque inflação deprecia a confiança na unidade de conta básica dos contratos financeiros; segundo, porque destrói a própria confiança dos agentes econômicos na performance futura da economia. No caso brasileiro, a experiência pré-64 ilustra bem essa situação. Naquela época, o mercado de capitais no Brasil não ia além de operações de curtíssimo prazo na área dos bancos comerciais e de um mercado de longo prazo atrofiado e sustentado quase que simbolicamente por algumas agências governamentais. É certo que paralelamente à estrutura legal, desenvolvia-se um pequeno e ilegal mercado de alto risco.

No entanto a experiência brasileira pós-64 parece negar aquela “verdade”. Numa tentativa de compatibilizar a criação de um mercado de capitais, com um ambiente cronicamente inflacionário, o governo instalado em 1964 promoveu amplas reformas com o fim explícito de fortalecer o mercado. O objetivo explícito era o de ampliar o mercado a fim de facilitar a criação de poupança financeira, de um lado, e disciplinar racionalmente a alocação de recursos financeiros para atividades produtivas. O *sui-generis* da experiência brasileira era o de tudo isso ser feito para coexistir com a inflação. A primeira tarefa então foi a de redefinir o quadro institucional, destruído pela inflação anterior, e institucionalizar o princípio da correção monetária. No primeiro capítulo – o período da imaginação reformista – tentamos dar uma idéia da profundidade das reformas porque passou o mercado de capitais no período 64/67.

Foi nesse período, ainda embrionariamente, que o mercado de capitais no Brasil começou a ganhar expressão. Foi contudo no período 68/71 que o quadro se completa. Com a estabilidade da taxa de inflação com a recuperação do nível de atividade, com a recuperação financeira do Tesouro Nacional e já vencido o período de aprendizado e ajuste das reformas do período anterior, o mercado, ou melhor, o setor financeiro não bancário, ganhou grande importância na economia brasileira. É certo também, que dada a sua origem recente, o mercado ainda não encontrou o seu perfil definitivo. Sua evolução ao longo destes 13 últimos anos foi rápida e vigorosa, mas cheia de sobressaltos. Essa evolução será objeto do capítulo III, Evolução e Estrutura do Sistema. A característica mais marcante dessa evolução é a concentração da coisa financeira nas mãos das agências do estado. Naturalmente isso gerou um complexo sistema de controle por parte do governo que terminou por garantir remuneração mínima real para a poupança financeira, de um lado, e estímulo ao endividamento para empresas produtivas, de outro.

Nesse quadro é que se coloca o desenvolvimento do mercado bursátil no Brasil, que será objeto de discussão no IV capítulo desse trabalho. A tese básica é a de que sustentação do mercado acionário também está, em larga medida, na estrita dependência da ação governamental. Os estímulos fiscais e, em particular, o Fundo 157 se constituem na própria razão de ser do mercado acionário, ainda que seja o segmento menos expressivo da atual organização do mercado de capitais no Brasil.

Finalmente, no último capítulo, começamos por dizer que a conciliação de um vigoroso crescimento do mercado de capitais no Brasil com um estado inflacionário crônico foi feita graças ao fortalecimento das agências do Estado que operam no mercado. Então se tenta indicar algumas das mais importantes características da presente organização do mercado de capitais do país.

Ao longo de todo o trabalho se pretendeu mostrar que o mercado brasileiro de capitais é de origem recente e ainda em busca de seu perfil definitivo. A dinâmica institucional e organizacional ainda está em franco progresso. A ilustração mais patente dessa

proposição reside no profundo impacto sobre o mercado brasileiro de capitais do recente recrudescimento do processo inflacionário, provocando mesmo um certo desencanto com o princípio da correção monetária. Bem, vamos ao trabalho propriamente dito.

## CAPÍTULO II – “A IMAGINAÇÃO REFORMISTA” (1)

O mercado de capitais no Brasil nesta última década passou por amplas e profundas transformações. De um mercado praticamente restrito aos depósitos à vista dos bancos comerciais e de um precário sistema de controles dos meios de pagamentos em meados da década de 60, o mercado de capitais, treze anos depois, apresenta um nível de sofisticação quanto ao número de importantes instrumentos de captação de poupança e quanto à especialização de agentes do mercado comparável a alguns mercados de países desenvolvidos. Quantitativamente, os ativos financeiros do país, em meados da década dos 60, representavam menos de 30% do PIB; em meados da de 70, já são superiores a 50% do PIB.

Este desempenho é tanto mais marcante quando se atenta para o estado quase crônico da inflação brasileira no pós-guerra e, particularmente, para a desastrosa herança do período pré-1964. Então o governo recém inaugurado defrontava-se com uma inflação violenta e crescente, com um sistema fiscal obsoleto, com um mercado de capitais decadente, com uma grande agitação trabalhista e com instituições pouco adequadas para enfrentar o desafio do desenvolvimento econômico.

A reorganização econômica-financeira se constituía numa tarefa monumental. Ao lado das múltiplas reformas (fiscal, cambial, institucional, etc), porque então passou o país, um dos grandes desafios era o de compatibilizar a criação de um mercado de capitais relativamente sofisticado com a persistência de elevadas taxas de inflação. Assim, ao lado da política de controle da inflação, foi-se definindo o ambiente institucional propício à elevação da taxa de poupança, inclusive a financeira, elemento crítico na determinação das taxas de crescimento econômico (2).

Olhando em retrospecto, a atual estrutura do sistema financeiro nacional é fundamentalmente resultante da vontade política do governo revolucionário instalado em 1964. Ou seja, não surgiu espontaneamente. E mais, o simples fato de indicar sua origem recente é suficiente para caracterizá-lo como um sistema em franco processo de consolidação, em busca de seu perfil definitivo.

Para melhor se avaliar a profundidade das reformas destes últimos 13 anos, convém nomear os principais diplomas legais que deram forma à presente organização do mercado de capitais no Brasil. Para este fim, convém catalogar as mudanças em três categorias: as de caráter institucional propriamente dito, o sistema de incentivos fiscais e a implementação do princípio da correção monetária.

### 1. AS REFORMAS INSTITUCIONAIS

Sem querer apresentar um quadro exaustivo, indicamos a seguir, as principais reformas institucionais porque tem passado o mercado de capitais no país:

- 1.1. Na Área Monetária: Até 1964, o Tesouro Nacional, a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e o Banco do Brasil se constituíam no núcleo central da política monetária no Brasil. O Tesouro mantinha a competência legal de órgão emissor de papel moeda, o que, na ausência de um sistema fiscal eficiente e inexistência de uma política de dívida pública, foi utilizada de forma desordenada

---

<sup>1</sup> Título emprestado ao capítulo 3 do livro de SIMONSEN, M.H. e CAMPOS, R.O., A nova economia Brasileira, Editora José Olympio, Rio de Janeiro, 1974.

<sup>2</sup> Para se verificar o desempenho econômico dos últimos anos veja Apêndice: Indicadores Econômicos.

para fazer frente às crescentes necessidades do Governo num ambiente cronicamente inflacionário.

A SUMOC, órgão de caráter exclusivamente normativo, carecia de estrutura técnico-administrativa para influenciar decisivamente a condução da política monetária. O Banco do Brasil atuando, de um lado, como banqueiro do Governo e, de outro, como banco comercial e de fomento se constituía no centro do sistema monetário brasileiro, mas funcionava mais como um obstáculo do que como instrumento eficiente à boa condução da política monetária.

Com a Lei 4595 de 1964, começou-se a redefinição radical da administração dos recursos monetários do país. Criou-se então o Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão normativo a nível interministerial sob presidência do Ministro da Fazenda que centraliza e define a condução da política monetária. Criou-se também o Banco Central do Brasil em substituição à SUMOC, mas com poderes mais amplos e típicos de instituições de igual gênero e tentando-se submeter o Banco do Brasil à disciplina de limites operacionais fixados pelo CMN. Complementou-se a definição do setor monetário a nível institucional com a Lei 4728 de 1965 que delimita e define as funções dos Bancos Comerciais, dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento, Sociedades de Crédito e Financiamentos, Sociedades de Investimentos, Sociedades Corretoras e Distribuidoras, Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimos, etc.

Criaram-se, desta forma, os germes iniciais do ambiente institucional no qual, com arranjos ao longo do tempo, vem florescendo a presente organização do mercado monetário do país. Mas a fome legiferante não parou aí.

- 1.2. Na Área Habitacional: Enfrentando uma situação caótica nesta área em função da inflação galopante e a conseqüente desorganização do mercado de capitais de longo prazo, particularmente para o setor habitacional, além de um controle artificial e demagógico de aluguéis, o governo encontrou campo propício a profundas reformas. A começar pelo desenho institucional, criou-se através da Lei 4380 de 1964 o Sistema Financeiro Habitacional (SFH), tendo como principal agente o Banco Nacional da Habitação.
- 1.3. Na Área de Poupança Compulsória: Como complemento das reformas na área trabalhista, criou-se o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) pela Lei 5107 de 1966, que provou ser uma das mais importantes realizações na área social do Governo Revolucionário, com profundo impacto no mercado de capitais. De um lado, ao substituir o antigo regime de indenização e estabilidade por tempo de serviço, a nova legislação deu maior flexibilidade ao mercado de trabalho. De outro, como compensação, a empresa foi obrigada a depositar mensalmente, a crédito de cada assalariado do mercado formal de trabalho, 8% do salário pago. Este fundo de poupança compulsória rende, por determinação legal, 3% a.a. mais correção monetária e pode ser sacado em casos de desemprego, aposentadoria e outras eventualidades críticas para o trabalhador. Atribuiu-se ao BNH a administração deste fundo que passou a se constituir no elemento motor da consolidação e expansão do Sistema Financeiro Habitacional (SFH).

Em 1970, inspirados no sucesso do FGTS, foram criados mais dois fundos de poupança compulsória: o Programa de Integração Social (PIS) e o Patrimônio do Servidor Público (PASEP). Para o PIS, concebido como um instrumento de participação do trabalhador nos lucros das empresas, que contribuem com 0,5% do faturamento para uma caixa única que é rateada entre os beneficiários do

Fundo. Para o PASEP, nos mesmos moldes do PIS, as instituições públicas recolhem 0,8% de suas respectivas dotações orçamentárias. Estes dois fundos estão hoje unificados e sob controle administrativo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) e são utilizados primordialmente em financiamentos de longa maturação. A remuneração destes fundos é feita nos mesmos moldes do FGTS.

O simples registro da criação destes fundos e sua importância quantitativa, como veremos adiante, já fixa uma característica básica do mercado de capitais do Brasil. Poupança compulsória e administração estatizada com remuneração mínima, real, garantida por lei são indicadores da pouca confiança que se deposita no mercado privado de capitais. E mais, poupança canalizada para financiamento e não para capital de risco.

As reformas de caráter institucional não se esgotaram nestes diplomas legais. Correções de fundo e forma, aperfeiçoamento e muita flexibilidade tem sido a tônica do sistema. Exemplo mais recente é dado pela nova legislação referente às Sociedades Anônimas e pela criação de mais uma instituição fiscalizadora no mercado acionário, a Comissão de Valores Mobiliários, ambas criadas em 1976<sup>(3)</sup>.

## 2. OS INCENTIVOS FISCAIS

Paralelamente à montagem institucional, a administração instalada em 1964 lançou mão de um amplo e complexo sistema de incentivos fiscais, de um lado, para estimular a poupança financeira privada e, de outro, para estimular investimentos em regiões e setores ditos prioritários. Partindo-se de uma reforma fiscal bastante abrangente, concebeu-se um esquema de incentivos essencialmente baseado no imposto de renda de pessoas físicas e de jurídicas. Tanto os estímulos ao desenvolvimento regional (Norte, Nordeste, Polocentro) e setorial (reflorestamento, pesca, turismo, etc.), como ao mercado de capitais, tem como base o imposto de renda. Apenas excetuam-se, parcialmente, os generosos incentivos à exportação de produtos manufaturados. De um modo geral, os incentivos tem um caráter altamente regressivo do ponto de vista da distribuição pessoal da renda do país: o incentivo é tanto maior quanto maior o imposto devido e, portanto, regra geral, quanto maior o estoque de capital dos eventuais beneficiários. E mais, o sistema de incentivos tem se mostrado bastante "dinâmico" no tempo. Profundas alterações quanto à abrangência de setores, regiões e mesmo quanto aos instrumentos de captação de poupança, assim como quanto à intensidade dos incentivos em cada área tem ocorrido ao longo do tempo.

Vejam agora alguns exemplos de incentivos na área de mercado de capitais, como originalmente foram constituídos <sup>(4)</sup>

2.1. Graças ao Decreto Lei 157 de 1967 se permitiu que os contribuintes do Imposto de Renda, pessoa física, retivessem parcela do Imposto de Renda devido na forma de quotas de Fundos em Condomínio. Estes fundos são administrados por instituições financeiras e fundamentalmente voltados para o mercado acionário, com o objetivo explícito de fortalecê-lo. No presente, estes fundos se constituem quase que na própria razão de ser deste mercado, ainda que seus benefícios para o quotista

---

<sup>3</sup> A Lei nº. 6404 de 15/12/76 (Lei das Sociedades Anônimas) pretende, entre outras coisas, proteger o acionista minoritário forçando a distribuição de um dividendo mínimo de 25% do lucro líquido. A Lei 6385 da mesma data cria a Comissão de Valores Mobiliários para tornar operacionais e efetivas as regras da Lei 6404. Para uma crítica destes dispositivos, veja CARVALHOSA, M.

– A Nova Lei das Sociedades Anônimas: Seu Modelo Econômico, Editora Paz e Terra, 1977.

<sup>4</sup> A situação atual desses incentivos é apresentada no Anexo 8 do Capítulo III.

sejam, na melhor das hipóteses, irrisórios. O resgate da quota só pode ser feito em parcelas a partir de um prazo mínimo que inicialmente foi de dois anos, a contar da data do depósito.

- 2.2. Inúmeros abatimentos da renda bruta das pessoas físicas para fins de cálculo da renda tributável foram permitidos em função de aplicações no mercado de capitais. Os mais importantes são para os tomadores de ações no mercado primário e secundário para as aplicações em títulos da dívida pública e cadernetas de poupança. Convém notar que os incentivos não são uniformes entre as diferentes aplicações e mesmo excluindo-se quase todas as aplicações de renda fixa de responsabilidade do setor privado da economia. No entanto, mais graves ainda foram as contínuas mudanças ocorridas na sistemática destes benefícios. Basta lembrar que o Decreto-Lei nº. 1338 de 1974 que tentou consolidar o sistema e para tal alterou substancialmente a sistemática dos benefícios das diferentes aplicações sofreu alterações substanciais em 1976 através do Decreto-Lei nº. 1494. Tantas e tais tem sido as alterações nesta área de incentivos que generalizou-se a sensação de que praticamente eles já se esgotaram como instrumento de fortalecimento do mercado de capitais. E mais, ainda assim não se chegou a um perfil desejável do mercado. Nisso, creio, há amplo consenso.
- 2.3. Tímidos estímulos fiscais à abertura de capitais das empresas com base em abatimentos do imposto de renda de pessoa jurídica. Ainda se crê que a nova legislação das Sociedades Anônimas de 1976 possa alterar o quadro radicalmente, mas provavelmente ainda não se obteve com este instrumento o desejado fortalecimento do mercado acionário.

Tal é a abrangência, a falta de uniformidade e as contínuas modificações do sistema de incentivos fiscais no Brasil que já se coloca sérias dúvidas sobre a sua eficiência alocativa e distributiva.

### 3. A CORREÇÃO MONETÁRIA

Sabe-se que não teria sido possível ter compatibilizado o desenvolvimento do setor financeiro nacional com um estado inflacionário crônico se não fosse pela institucionalização do princípio da correção monetária. Foi essa, seguramente, a mais importante inovação do governo instalado em 1964. Ainda assim, convém de início registrar que o princípio da correção monetária tem sido uma fonte permanente de preocupações dos agentes do mercado de capitais. Em primeiro lugar, porque a correção não é de aplicação universal no mercado de capitais e cobre basicamente algumas operações do Governo. Em segundo, porque inspirou a criação de um amplo sistema de controles de preços.

Façamos primeiro um esclarecimento a esse respeito. No Brasil, correção monetária e controle de preços são como irmãos xilófagos, pertencem a um mesmo sistema de convivência pacífica com um estado inflacionário crônico. O primeiro subsistema consiste numa revisão periódica mas não automática de preços por autorização legal e com base no comportamento de algumas medidas de inflação. Exceto pelo caráter discricionário, muito se assemelha ao princípio da correção monetária propriamente dita. Neste caso, se inclui o controle de tarifas dos serviços de utilidade pública, salários de funcionários públicos, da taxa de câmbio, etc. No entanto, não há uniformidade de critérios nem quanto aos intervalos de tempo da revisão de preços nem quanto à medida de inflação para os reajustes nesse subsistema.

No segundo subsistema criou-se como que um sistema de informação e de indicadores que serve como base de alguns contratos do setor privado, a exemplo dos índices de reajustes de salários e aluguéis. Neste caso não há “compulsoriedade legal” para a fixação de um dado nível de salários ou de aluguéis. Ou seja, controla-se os reajustes, não a base sobre a qual incidem.

O terceiro subsistema diz respeito ao mercado de capitais. Aqui a diferença básica é entre correção monetária a priori e a posteriori. A primeira é um simples eufemismo para evitar a expressão “controle da taxa de juros”. Este é o caso de quase todas as operações do setor financeiro privado tanto na captação quanto na aplicação de fundos.

A correção monetária a posteriori garante uma revisão periódica, automática e, portanto, não discricionária, de valores por autorização legal e com base no comportamento de uma dada medida de inflação. Consagra uma nova unidade de conta para fins de controle em substituição a moeda de curso legal – cruzeiro – nas trocas de bens e serviços. Nesta categoria, pelo menos até 1974, incluíam-se as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, os Fundos Compulsórios de Poupança, os Depósitos de Poupança, as Letras Imobiliárias, atrasos de débitos fiscais e para-fiscais, as aplicações do Sistema Financeiro Habitacional e do Banco Nacional de Desenvolvimento. É, portanto, um negócio tipicamente de Governo.

Este amplo e complexo sistema de correção monetária e de controle de preços teve origem:

- 3.1. Na Lei 4357 de 1964 que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional institucionalizando assim o princípio da correção monetária a posteriori. Também entendeu este princípio para os débitos fiscais em atraso e para a correção do ativo imobilizado das empresas; e
- 3.2. Na Lei 4380 de 1964 que criou o Banco Nacional da Habitação, as Sociedades de Crédito Imobiliário, as letras imobiliárias, generaliza o princípio da correção monetária sobre os empréstimos concedidos pelo Sistema Financeiro Habitacional.

A exemplo das demais modificações institucionais houve importantes modificações ao longo do tempo no sistema, ora para expandir o princípio para outros instrumentos de crédito, ora para excluir operações particulares da incidência do princípio, ora para garantir mais justo tratamento fiscal, etc.

As mais importantes alterações, no entanto, ocorreram com o recrudescimento do processo inflacionário pós-1974:

- a. Em novembro de 1974 limitou-se a 20% a.a., a taxa máxima de correção monetária para os novos empréstimos contratados junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Simplesmente restabeleceu-se controle da taxa nominal de juros;
- b. Em 1975 introduziu-se o conceito de Acidentalidade no cálculo do Índice de correção monetária para excluir do mesmo os efeitos inflacionários de eventos não controláveis, a exemplo de geadas, enchentes ou mesmo elevação de preços particulares por efeitos de cartéis como o do petróleo em Outubro de 1973. Criou-se assim um certo grau de arbitrariedade no índice de correção;

- c. Em 1976 modificou-se a fórmula para se corrigir da inflação plena somente 80% dos valores contratados enquanto os demais 20% se corrigiriam como se a inflação fosse de 15% a.a. independentemente da realmente observada.

#### 4. A DINÂMICA DO QUADRO INSTITUCIONAL

A breve descrição de algumas transformações institucionais porque passou o mercado de capitais no Brasil nestes últimos treze anos, acredito seja suficiente para se ter uma idéia da dificuldade de se conciliar fortalecimento do mercado de capitais com a persistência do processo inflacionário. Mostra também o quão recente é a presente estrutura do mercado de capitais no Brasil e que, na verdade, ainda está em franco processo de modificação, talvez em busca de um perfil mais estável e duradouro.

Mostra mais, que a recuperação do mercado – do caos do período pós-64 ao desenvolvimento recente – deveu-se fundamentalmente à ação do Estado, além mesmo das profundas reformas institucionais. Da ação dos agentes do governo (BNDE, BNH, etc.), da criação dos Fundos Compulsórios de Poupança; e da criação de instrumentos de captação de poupança voluntária com correção monetária, todos controlados pelo Governo, em muito dependeu a criação da presente organização do mercado de capitais no Brasil.

Antes de passarmos à localização do mercado acionário nesta estrutura, convém que discutamos a importância quantitativa do mercado de capitais no país.

### **CAPÍTULO III – EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL: 1964/1976**

Nesta parte do trabalho tratamos, primeiro, da evolução quantitativa do mercado de capitais no Brasil; em segundo lugar, de alguns aspectos qualitativos, particularmente no que respeita à concentração da coisa financeira nas mãos do Governo.

O mercado de capitais no Brasil tem mostrado um vigoroso mas relativamente conturbado crescimento no período pós-64. Inicialmente, no período 1964/67, por partir de uma base praticamente nula, observaram-se elevadas taxas de crescimento. Então, dois instrumentos de captação de poupança faziam o mercado: as letras de câmbio, herança do período pré-64, mas que ganhou mais força no novo quadro, e as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, ainda de curso forçado. As emissões públicas de ações também eram inexpressivas. Neste período inicial de reconstrução, a prioridade maior era a luta antiinflacionária e o reaparelhamento econômico e institucional para a retomada do crescimento. Entre 1964 e 1967 as taxas de inflação caíram de 90% a.a. no início do período para 24% a.a. no fim. O ritmo de atividade, no entanto, ainda se manteve deprimido em todo o período (veja Tabela 1).

Foi no período 1968/71 que o mercado começou a ganhar expressão. Com a retomada do crescimento econômico – crescimento da renda per capita da ordem de 6 a 8% a.a.; com a estabilização da taxa de inflação em torno de 20% a.a.; com a integração do sistema ao mercado internacional de capitais através da política de minidesvalorizações a partir de Agosto de 1968; com a criação das Letras de Tesouro Nacional (LTN) e das operações de mercado em 1970, com a consolidação dos fundos compulsórios de poupança, em particular do FGTS e a criação do PIS em 1970; e com a própria consolidação dos Bancos de Investimentos, das Financeiras e de outros agentes, a exemplo do reaparelhamento da Caixa Econômica Federal (CEF), o mercado de capitais do país se ampliou.

Ao lado das ORTN e das Letras de Câmbio começaram a ganhar expressividade novos e importantes instrumentos de captação de poupança voluntária: as cadernetas de poupança, fundamentalmente ligadas a uma agência estatal (CEF), as LTN (Tesouro Nacional) e os depósitos a prazo fixo (setor privado e governo). Paralelamente, usufruindo do mesmo ambiente de euforia e recuperação econômica e beneficiando-se dos recursos de incentivos fiscais do Decreto-Lei 157, as cotações das Bolsas de Valores subiram dramaticamente entre 1969 e 1971 num frenesi perigosamente especulativo. Enquanto durou o movimento altista, agilizou-se o mercado primário: novas colocações públicas atingiram valores expressivos <sup>(1)</sup>, mas ainda assim, bem aquém dos fluxos anuais de poupança aplicados em renda fixa. O rápido crescimento, seguido de quedas astronômicas nas cotações a partir de 1971, mantém até hoje o desconfiado aplicador fora do mercado acionário. Este é um marco na vida do mercado bursátil no Brasil. Surpreendentemente, esta “onda especulativa” não afetou negativamente os outros segmentos do mercado. Ao contrário, ajudou a fortalecer-los, particularmente os depósitos de poupança (indexados), letras de câmbio e certificados de depósitos.

A partir de 1971, exceto pelo mercado acionário, o mercado passou um período de rápido crescimento e de relativa estabilidade institucional. Tinha-se a impressão que ganhara seu perfil definitivo. No entanto, com o recrudescimento do processo inflacionário pós-74 e com o corte nas taxas de crescimento do produto, ficou evidenciada a instabilidade do mercado. A coexistência de contratos em termos nominais (em cruzeiro, o padrão legal para fins de troca de bens e serviços) e reais (indexados com correção monetária a posteriori – na Unidade Padrão de Capital (UPC) gerou uma instabilidade que obrigou o

<sup>1</sup> O total de colocações públicas de ações, registradas no Banco Central do Brasil alcançou Cr\$ 531 milhões em 1970, Cr\$ 1.169 milhões em 1971 e Cr\$ 1.359 milhões em 1972.

sistema a vagar ao sabor das possíveis flutuações da taxa de inflação. O problema é tanto maior quanto mais instável for a taxa de inflação, a exemplo de 1974, momento em que maior foi a incerteza quanto à taxa de conversão futura de cruzeiros em UPC's.

Com o recrudescimento inflacionário a partir de 1974, observou-se:

- a. crescente preferência do público por “papéis” do governo (indexados) e por cadernetas de poupança (garantidas pelo Governo),
- b. forte preferência dos tomadores de empréstimos por contratos fixados em termos nominais e quase insolvência dos devedores com correção monetária, particularmente os contratados junto ao BNDE e o SFH.

O resultado imediato desta drástica mudança foi:

- a. crescente endividamento das instituições financeiras que captam poupança com instrumentos não indexados junto às Autoridades Monetárias;
- b. forte expansão de crédito seletivo e subsidiado mormente aos exportadores de manufaturados, aos produtores agrícolas e às pequenas e médias empresas;
- c. mudanças nas regras da correção monetária, com a fixação de taxa máxima; introdução do conceito de acidentalidade: e correção, em parte, através de inflação desejada. <sup>(2)</sup>

É claro que estas modificações ocorreram em resposta às contínuas crises de liquidez dos agentes econômicos e, em particular, das instituições financeiras privadas. Crises que se manifestaram de forma dramática na insolvência de vários agentes do mercado financeiro. A resposta passiva do Governo no sentido de manter a estabilidade do sistema era inevitável.

A coexistência, mantida até 1973, entre captação de poupança com correção monetária – feita essencialmente pelas agências do governo e/ou com a sua garantia – e sem correção monetária – feita pelo setor privado – foi rompida com o recrudescimento inflacionário de 1974 (veja Tabelas 2, 3 e 4). O saldo de poupança voluntária, sem garantia do Estado, captada pelo setor privado caiu em termos reais entre 73 e 76 <sup>(3)</sup> enquanto o captado pelas agências estatais (caderneta de poupança) cresceu em termos reais a taxas não inferiores a 40% a.a., dramatizando ainda mais o problema da concentração de poupança financeira doméstica nas mãos do Estado.

E isto nos conduziu para uma das mais importantes características do mercado de capitais no Brasil desde 1974: a importância do Estado na formação e expansão do mercado de capitais.

O dualismo entre instrumentos de captação de poupança financeira com e sem correção monetária a posteriori correspondem, em larga medida, à dicotomia entre setor privado e Estado.

Do lado da captação, o setor privado ainda não aceitou o risco de contrair débitos em termos reais. Capta poupança com correção monetária a priori, eufemismo encontrado para controle de taxas de juros e talvez para escapar à Lei da usura. Nesta categoria

---

<sup>2</sup> Conforme já se apresentou no Capítulo II, item 3 – Correção Monetária.

<sup>3</sup> A preços de 1976 (coluna 2 da Conjuntura Econômica), temos um saldo ao final do ano de:

Cr\$ 138.850 milhões (1973); Cr\$ 134.721 milhões (1974); Cr\$ 150.452 milhões (1975) e Cr\$ 135.723 milhões (1976).

estão os depósitos a prazo fixo dos bancos de investimentos e comerciais e as letras de câmbio emitidas pelas companhias que operam no financiamento de bens duráveis de consumo. As empresas do setor privado que captam poupança com correção monetária a posteriori são as que operam no Sistema Financeiro Habitacional garantidas explícita e legalmente pelo Governo. Mesmo nesta categoria, as agências do Governo (Caixa Econômica Federal e Caixas Estaduais) captaram em depósito de poupança respectivamente 5.3, 2.9 e 2.6 cruzeiros para cada cruzeiro captado pelas agências privadas, em 1969, 1973, e 1975. (Tabela 2)

As agências do Governo além da captação de poupança voluntária com correção monetária a posteriori, (cadernetas de poupança, ORTN, etc.), também captam em termos nominais através de depósitos a prazo fixo e Letras do Tesouro Nacional. Isso, mais a poupança compulsória dá um comando ao Estado sobre a poupança financeira doméstica que tem variado entre 55 e 60% do total no período 1965/74. Como reflexo da instabilidade acima apontada no período pós-74, essa fração passou para aproximadamente 70% do total (veja Tabela 4).

Na mesma tabela, veja o quão inexpressivo é o fluxo de colocações públicas do mercado acionário diante dos valores da poupança financeira (veja também Tabela 4 e Anexo 3 do Capítulo IV).

Da mesma forma, na área dos bancos comerciais, as agências do Governo comandam nada menos do que 53% do total de depósitos à vista. <sup>(4)</sup>

A concentração da poupança financeira nas mãos do Governo tem contrapartida óbvia no lado das aplicações (veja Tabela 5). O Governo praticamente monopoliza, domesticamente, os financiamentos para fins de investimento através do BNDE, no setor industrial, e do BNH, no habitacional (veja colunas 6, 7, 10 e 11 da Tabela 5). É também de longe o agente mais importante nas faixas de empréstimos de médio e curto prazo, através de uma ampla cadeia de bancos comerciais – federais - estaduais e de desenvolvimento. Do total de empréstimos ao setor privado da economia pelo sistema financeiro, as agências do Governo controlam entre 55 e 65% do total no período pós-74 <sup>(5)</sup>.

Seria interessante singularizar a importância do BNDE que serve como um ponto de referência para avaliarmos a importância das Bolsas de Valores na capitalização das empresas brasileiras. O sistema BNDE realizou empréstimos em 1976 da ordem de 2.1 bilhões de US\$ dólares <sup>(6)</sup>, enquanto o volume de emissões públicas de ações sequer alcançou a cifra de 50 milhões de US\$ dólares. Mais interessante ainda é registrar o crescimento nos últimos anos do Sistema BNDE: o saldo dos empréstimos registrou as cifras, em US\$ dólares, de 770 milhões, 2.1 bilhões, 3.46 bilhões e 4.6 bilhões em 1973, 1974, 1975 e 1976, respectivamente.

Essas considerações acredito suficientes para caracterizar as agências do Governo como centro motor do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil no período pós-64. Talvez aí esteja uma das causas do sucesso do sistema dual – ou seja, a coexistência de duas unidades de conta, o cruzeiro e a UPC (a unidade dos contratos com correção monetária) – implantado no país.

Um outro traço marcante desse sistema é a aversão do setor privado financeiro por contratos em termos reais. O risco de iliquidez diante de uma drástica elevação da taxa

---

<sup>4</sup> De um total de Cr\$ 208.019 milhões de depósitos na rede bancária em 1975, os Bancos oficiais foram responsáveis por Cr\$ 110.101 milhões.

<sup>5</sup> Relatório Anual do Banco Central do Brasil de 1976, pag. 61.

<sup>6</sup> Utilizou-se a taxa de câmbio de Dezembro de 1976 para conversão dos valores em cruzeiros. Todos os outros valores em US\$ foram calculados a partir da taxa de câmbio do ano respectivo.

de inflação num ambiente cronicamente inflacionário, a exemplo do que ocorreu em 1974, é o suficiente para afastar o setor privado financeiro dos contratos em termos reais. Só o Governo, e mesmo assim dentro de limites pode se dar ao luxo de desconsiderar o risco da iliquidez ou ser credor com perspectivas de nunca receber o principal ou mesmo os valores referentes aos serviços da dívida.

E é exatamente isso que tem ocorrido. De um lado, o Governo, através de algumas agências, capta ou garante a captação de poupança com correção monetária a posteriori mais juros anuais da ordem de 4 a 6% a.a. Isso, na verdade, fixa um limite inferior para a remuneração desejada pelos poupadores. De outro, o Governo através de suas agências (BNDE, Banco do Brasil, ou mesmo através de repasses ao próprio setor privado financeiro que se apropria de um generoso “spread”) realiza empréstimos e financiamentos a taxas de juros subsidiados, fixando, direta ou indiretamente, um limite superior, menor que o pago ao poupador, para o custo do dinheiro. Esse crédito seletivo e subsidiado é bastante abrangente:

- a. Crédito Agrícola: taxa máxima: 15% a.a. Saldo total das operações em 1976 não inferior a 160 bilhões de cruzeiros (13 bilhões de US\$ dólares);
- b. Crédito para manufaturados exportáveis: taxa máxima de 8% a.a. Saldo total das operações em 1976 não inferior a 30 bilhões de cruzeiros (2.5 bilhões de US\$ dólares);
- c. Crédito para investimento no sistema BNDE: taxas variando entre 3 e 8% a.a. mais correção monetária máxima (sic) de 20% a.a., mesmo que a taxa de inflação se aproxime dos 50% a.a.
- d. Inúmeros outros programas menores a taxas subsidiadas para programas especiais: pequena e média empresa, crédito comparativo, projetos de colonização, etc.

Dada a importância quantitativa e qualitativa do Governo no mercado de capitais, isso subverte a própria noção de mercado de capitais eficientes: seu mais importante agente opera com um “spread” negativo.

Isso coloca uma pergunta intrigante: tem essa concentração sido prejudicial para os interesses dos agentes do setor financeiro privado?

A resposta não é simples. A julgar pela capacidade de captar poupança voluntária do público desde 1974, a resposta é positiva. Em valores reais, o saldo total da captação de recursos através de Letras de Câmbio e de Certificados de Depósitos tem declinado no tempo: 24.4 em 1973 para 22.3 bilhões em 1976 (medidas a preços de 1968). (Tabela 6)

A julgar pela expansão das operações ativas e mesmo da lucratividade das empresas existentes, a resposta é negativa. Isso porque as instituições privadas funcionam como agentes repassadores dos fundos controlados pelas instituições governamentais, através do sistema BNDE, do sistema BNH, do Banco do Brasil e de múltiplos programas de crédito seletivo administrados pelo Governo. E mais, face à instabilidade do período pós-74, as Autoridades Monetárias se viram obrigadas a injetar volumes maciços de recursos em instituições privadas para evitar quebras generalizadas.

Talvez seja justo afirmar que o custo dessa estrutura para o setor financeiro privado seja menos em termos de lucratividade e mais em termos de “independência” frente às Autoridades Monetárias.

Do ponto de vista social, o problema é bem mais complexo. Se é certo que o sistema criado pós-64 foi capaz de arregimentar um volume substancial de poupança financeira o que, de certa forma, contribuiu decisivamente para a elevação da taxa de poupança doméstica, não é menos certo que a trajetória do sistema tem acusado uma grande instabilidade. Primeiro, tem caído ao longo destes 13 últimos anos o número de estabelecimentos do setor privado financeiro. Entre 1966 e 1975 foram fechados 213 estabelecimentos bancários e 60 Companhias de Financiamento, o que reflete a concentração financeira dentro do segmento do setor privado. Entre 1965 e 1976 a parcela dos depósitos à vista dos cinco maiores bancos privados do país passou de 18.8 para 53% do total de depósitos à vista do setor privado. <sup>(7)</sup>

Essa concentração no segmento do setor privado – o qual, por sua vez, detém menos que 45% do total do Sistema Financeiro Nacional – foi em larga medida estimulada oficialmente sob a alegação pouco convincente de redução do “custo do dinheiro” advindos de eventuais ganhos de escala. Na verdade, foi promovida:

- a. Primeiro, porque facilitava a atividade reguladora, além de propiciar o controle de eventuais crises de confiança oriundas da instabilidade estrutural do sistema. A esse respeito, basta atentar para a experiência pós-74.  
Na medida em que haja grande número de pequenas unidades – ainda que pouco representativas no volume total das operações financeiras – uma drástica elevação da taxa de inflação provoca uma onda de quebras por iliquidez gerando severas crises de confiança e comprometendo o desenvolvimento de todo o mercado;
- b. Segundo, porque, do ponto de vista privado, permite escapar às múltiplas e, por vezes, inconsistentes regulamentações de segmentos do setor. A conglomeração que começou a ocorrer a partir de 1969, permitiu diversificar as operações sob comando único, o que minimizou os efeitos nocivos de múltiplas tentativas de segmentação da coisa financeira.

Sem pretender uma avaliação definitiva, pode-se afirmar que o desenvolvimento do setor financeiro nacional, a despeito da expressiva performance quantitativa, conviveu com uma contínua instabilidade que terminou naturalmente por promover uma forte concentração. Primeiro, porque as agências do Governo detêm mais de 60%, tanto da poupança financeira quanto das aplicações do sistema financeiro nacional. Segundo, porque 5 instituições privadas detêm praticamente 50% do total das operações financeiras do segmento privado.

Finalmente, convém esclarecer que a compatibilização do desenvolvimento do mercado de capitais com elevadas taxas de inflação foi feita no Brasil às custas da marginalização do setor privado financeiro.

Como então se insere neste quadro o mercado acionário?

---

<sup>7</sup> O total de depósitos em Bancos Comerciais Privados atingiu a cifra de Cr\$ 112 bilhões ao final de 1976. Os cinco maiores Bancos Comerciais Privados – Bradesco, Itaú, Real, Nacional e União de Bancos – foram responsáveis pela parcela de Cr\$ 60 bilhões.

## TABELA 1

### COMPOSIÇÃO PERCENTUAL DOS PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

ANO	HAVERES MONETÁRIOS		HAVERES NÃO MONETÁRIOS										Saldos em fins de período		INFLAÇÃO	Cresc. PIB real Per Capita	Poupança Financ. Valores Reais(*)			
	Depósitos de Poupança	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo	Dep. a Prazo Fixo				Hav. Monet.	Hav. Não Monet.	
1946	-	19,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0	33,6	14,2	22,6	-	-
1947	-	16,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,1	32,0	15,4	2,7	-	-
1948	-	16,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2	30,9	14,7	8,3	4,7	-	-
1949	-	16,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,4	29,4	12,9	12,2	4,3	-	-
1950	-	14,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,0	25,3	10,5	12,4	4,0	-	-
1951	-	13,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,7	21,5	8,4	11,9	2,8	-	-
1952	-	11,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,2	19,3	7,6	12,9	5,6	-	-
1953	-	10,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4,7	17,4	6,5	20,8	-0,5	-	-
1954	-	10,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,3	15,8	5,4	25,6	7,0	-	-
1955	-	9,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,2	13,8	4,8	12,4	3,7	-	-
1956	-	8,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,2	12,2	4,1	24,4	0,2	-	-
1957	-	7,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,5	10,5	3,2	7,0	4,9	-	-
1958	-	6,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,8	9,3	2,7	24,3	4,6	-	-
1959	-	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5	7,4	2,0	39,5	2,4	-	-
1960	-	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,2	8,2	1,5	30,6	6,6	-	-
1961	-	3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,6	10,6	1,0	47,7	7,2	-	-
1962	-	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,4	8,3	0,6	51,3	2,3	-	-
1963	-	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,4	7,4	0,4	81,3	-1,3	-	-
1964	-	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,0	8,0	1,3	91,9	0,0	-	-
1965	-	2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,5	13,5	4,4	34,5	-0,1	-	-
1966	0,1	2,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20,6	20,6	10,9	38,8	2,2	-	-
1967	0,4	3,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27,0	27,0	11,9	24,3	1,8	-	-
1968	1,0	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33,0	33,0	11,1	25,4	6,3	-	-
1969	2,0	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	36,5	13,2	20,2	5,9	-	-
1970	3,3	7,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	43,1	16,2	19,2	6,4	-	-
1971	4,0	10,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50,4	50,4	16,6	19,8	8,2	-	-
1972	5,5	12,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55,0	55,0	18,5	15,5	7,3	-	-
1973	6,6	12,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,4	56,4	17,8	15,7	9,0	-	-
1974	9,8	11,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,8	56,8	16,5	34,5	7,0	-	-
1975	12,1	11,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	60,7	21,4	29,2	1,5	-	-

Fonte: Conjuntura Econômica – Fundação Getúlio Vargas – FGV

(\*) Deflacionada pelo Índice 2 da Conjuntura Econômica com a média 65/67 feita igual a 100, portanto, a preços médios deste período.

## TABELA 2

### CANALIZAÇÃO DE POUPANÇA FINANCEIRA

Saldo em fins de período Cr\$ milhões

	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
<u>CANALIZAÇÃO PARA O SETOR PÚBLICO</u>												
- <u>Haveres não Monetários</u>												
Depósitos Poupança + Letras Imobiliárias	9	54	152	314	860	1936	3437	6610	10691	21399	40087	75000
Depósitos a Prazo Fixo	-	-	-	516	348	564	1026	1681	2582	5077	8749	5801
O.R.T.N. + L.T.N. + Outros	463	1434	2520	4189	6792	11282	16935	27901	41576	52219	111383	177119
- <u>Poupança Compulsória</u>	-	-	629	1902	3611	6040	10351	17770	28738	50331	81051	138709
<b>T O T A L</b>	472	1488	3301	6948	11611	19822	31749	53962	83587	130026	241270	396626
<u>CANALIZAÇÃO PARA O SETOR PRIVADO</u>												
1- <u>Sem Garantia do Estado</u>	695	906	2105	5491	7927	12163	23578	37351	59803	74676	106490	135723
Depósitos a Prazo Fixo	-	-	-	933	1755	3878	8461	15336	23229	28394	43818	67331
Aceites Cambiais	695	906	2105	4558	6172	8285	15117	22015	36574	46282	60672	68392
2- <u>Com Garantia do Estado</u>	-	11	224	633	1228	2153	3462	6118	9948	15813	24084	42318
Depósitos Poupança	-	-	9	69	141	294	510	1323	3657	7807	15476	32961
Letras Imobiliárias	-	11	215	564	1087	1859	2952	4795	6291	8006	8608	9357
<b>3- Total (3 = 1 + 2)</b>	695	917	2329	6124	9155	14316	27040	43469	69751	90489	130574	178041
<b>Relação 2 : 3</b>	-	1,20	9,62	10,34	13,41	15,04	12,80	14,07	14,26	17,48	18,44	23,77

### TABELA 3

(Fluxos acumulados no ano)  
Cr\$ milhões.

#### POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA NACIONAL

ANO	HAVERES FINANCEIROS			Poupança Compulsória (4)	Fundos Mútuos Fiscais e Res. Técnicas (5)	EMISSÕES DE AÇÕES			Poupança Financeira Bruta Interna	Poupança Financeira Bruta Externa
	HAVERES MONETÁRIOS	PRIVADOS (2)	PÚBLICOS (3)			TOTAL	COLOCAÇÕES PÚBLICAS	OUTRAS EM DINHEIRO		
1964	2261	213	61	-	44	-	454	343	3376	(62)
1965	4006	582	399	-	67	24	1221	1026	7325	(340)
1966	1386	268	1027	-	42	19	1760	1510	6012	(162)
1967	4938	1589	1397	629	162	86	2834	1435	13070	(612)
1968	5867	3198	1613	1273	292	527	4256	2387	19413	1062
1969	6953	2268	3460	1709	798	468	5651	10383	31690	2475
1970	- 7209	4450	6230	2429	856	531	6282	9540	37527	3038
1971	10822	11883	8135	4311	2718	1169	15885	7709	62632	7539
1972	17564	14424	16574	7419	(9)	1359	14167	13083	84579	17636
1973	30006	23353	20075	10968	193	913	20375	21402	127535	17152
1974	31350	17368	26031	21593	931	538	23500	28938	150249	36665
1975	54152	35596	76705	29471	2252	504	35725	45345	280050	34773
(1) 1976	28496	27642	85283	39695	2106	601	20219	33033	237075	-

- (1) Até setembro de 1976  
(2) Haveres Financeiros Privados inclui Depósito a Prazo Fixo (59,3%) – Aceites Cambiais (40,7%). Os números entre parênteses significam proporção no item em 1975.  
(3) Haveres Financeiros Públicos inclui Depósitos de Poupança (34,30%) – Letras Imobiliárias (0,85%) e Títulos da Dívida Pública Federal (64,85%).  
(4) Inclui PIS – PASEP e FGTS.  
(5) Valores em 1975: Fundos Mútuos (161) ; Fundos Fiscais 1911 e Reservas Técnicas 802.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (volume 12 nº. 12 dez. 1976)

**TABELA 4**

**CANALIZAÇÃO DE POUPANÇA FINANCEIRA**

**Saldo em fins de período e  
acumulado no ano Cr\$ milhões**

**fluxo**

	1965		1966		1967		1968		1969		1970	
	saldo	Saldo	Fluxo	saldo	fluxo	saldo	Fluxo	Saldo	fluxo	saldo	fluxo	
1. Canalização de Poupança para o Setor Público	472	1488	1016	3301	1813	6948	3647	11611	4663	19822	8211	
2. Canalização de Poupança para o Setor Privado	695	917	222	2329	1412	6124	3795	9155	3031	14316	5161	
3. Sem Garantia do Estado	695	906		2105		5491		7927		12163		
4. Com Garantia do Estado		11		224		633		1228		2153		
5. Total Poupança (1+2)	1167	2405	1238	5630	3225	13072	7442	20766	7694	34138	13372	
6. Relações												
% Setor Privado/Total Poupança (2:5)	59,55	38,13		41,37		46,85		44,09		41,94		
% Setor Privado com Garantia/Total Setor Privado (4:2)		1,20		9,62		10,34		13,41		15,04		
7. Fluxo de Emissões de Ações												
8. Total de Subscrições			1780		2834		4256		5651		6282	
9. Total de Emissões Públicas			19		86		527		468		531	
Total Poupança Real	1614	2409	1240	4398	2519	8221	4680	10815	4007	14842	5813	
Taxa Crescimento Anual		49,3		82,6	103,1	86,9	85,8	31,5	-14,4	37,2	45,1	

Fonte: Banco Central do Brasil

**TABELA 4-A**

**CANALIZAÇÃO DE POUPANÇA FINANCEIRA**

Saldo em fins de período e fluxo  
acumulado no ano Cr\$ milhões

	1971		1972		1973		1974		1975		1976	
	saldo	fluxo	saldo	Fluxo	Saldo	fluxo	saldo	Fluxo	saldo	fluxo	saldo	Fluxo
1. Canalização de Poupança para o Setor Público	31749	11927	53962	22213	83587	29625	130026	46439	241270	111244	396626	155356
2. Canalização de Poupança para o Setor Privado	27040	12724	43469	16429	69751	26282	90489	20738	130574	40085	178041	47467
3. Sem Garantia do Estado	23578		37351		59803		74676		106490		135723	
4. Com Garantia do Estado	3462		6118		9948		15813		24084		42318	
5. Total Poupança (1+2)	58789	24651	97431	38642	153338	55907	220515	67177	371844	151329	574667	202823
6. Relações												
% Setor Privado/Total Poupança (2:5)	45,99		44,62		45,49		41,04		35,12		30,98	
% Setor Privado com Garantia/Total Setor Privado (4:2)	12,80		14,07		14,26		17,48		18,44		23,77	
7. Fluxo de Emissões de Ações												
8. Total de Subscrições		15885		14167		20375		23500		35725		20219
9. Total de Emissões Públicas		1161		1359		913		538		504		601
Total Poupança Real	21223	8899	30071	11926	41109	14988	45941	13995	60660	24687	66359	23421
Taxa Crescimento Anual	42,9	53,1	41,7	34,0	36,7	25,7	11,7	-6,6	32,0	76,4	9,4	-5,1

Fonte: Banco Central do Brasil

**TABELA 5**

**EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO PELO SISTEMA FINANCEIRO**

Saldo em fim de período CR\$.

ANO	SISTEMA PRIVADO					SISTEMA PÚBLICO					SISTEMA FINANCEIRO HABITACIONAL			TOTAL EMPRÉSTIMOS
	SISTEMA FINANCEIRO PRIVADO	SISTEMA BANCÁRIO PRIVADO	TOTAL	SISTEMA BANCÁRIO PÚBLICO	CAIXAS	BNDE		OUTROS PÚBLICOS	TOTAL	TOTAL	REPASSES	CRÉDITO IMOBILIÁRIO PRIVADO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	BRUTO	LÍQUIDO	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	
1964	215	1595	1810	1957	153	201	186	9	2320				4130	
1965	571	2888	3459	3047	297	284	241	28	3656	19			7234	
1966	1191	3268	4459	4435	539	345	292	56	5375	110	17	4	9838	
1967	2303	5462	7765	6735	844	478	414	96	8153	711	148	196	16417	
1968	5163	9119	14282	10689	1515	1190	1027	382	13776	2764	913	763	29846	
1969	7484	12451	19935	16169	2256	2134	1770	715	21274	5471	1632	1305	44755	
1970	12612	16459	29071	22548	4380	3396	2668	1049	31373	9601	2502	1917	66835	
1971	19973	24852	44825	32752	6751	4215	2806	1760	45478	15846	4191	3437	100637	
1972	35080	36338	71418	45222	10045	6681	3326	3892	65840	24443	8302	7944	153348	
1973	59075	50509	109584	68815	16649	10588	4836	8272	104324	38352	14953	13576	238462	
1974	75125	71477	146602	118186	28907	23464	15628	16200	186757	64838	26816	21649	370809	
1975	101953	105592	207545	191685	54976	46948	31397	26022	319631	101593	45318	30249	579579	
1976	130141	156424	286565	304923	102601	88371	57181	44445	540340	191008	82213	52199	915299	

Fonte: Banco Central do Brasil

Obs.: A tabela apresenta dificuldades de compatibilização, pois existem uma série de fluxos internos que geram dupla contagem.

- (1) Inclui instituições privadas do Sistema não Monetário: Financeiras e Bancos de Investimentos.
- (2) Bancos Comerciais Privados.
- (3) Soma de (1) mais (2).
- (4) Inclui Bancos Comerciais oficiais inclusive Banco do Brasil.
- (5) Caixas Econômicas Federais e Estaduais.
- (6) e (7) A dificuldade de deduzir os repasses do BNDE das Instituições devedas, nos levaram a apresentar separadamente o total bruto de empréstimo e líquido (menos repasses).
- (8) Inclui Bancos Estaduais de Investimentos e Financeiras Estaduais.
- (9) Soma de (4), (5), (6) e (8).
- (10) Sistema Financeiro Habitacional incluindo setor Público e Privado.
- (11) Repasses efetuados pelo BNH ao sistema financeiro (público e privado).
- (12) Sociedades de Crédito Imobiliário privadas.
- (13) Total de empréstimo conforme coluna 34 do Relatório citado. Inclui Sistema Monetário e não Monetário público e privado.

**TABELA 6**

**PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS NÃO MONETÁRIOS  
VALORES CONSTANTES (\*)**

saldo em Cr\$ milhões

ANO	Depósitos Poupança (1)	Letras Imobiliárias (2)	Letras de Câmbio (3)	Depósitos a Prazo Fixo			Títulos Dívida Pública Federal				
				Com C.M. (4)	Sem C.M. (5)	Total (6) = 4+5	ORTN (7)	LTN (8)	Outros (9)	Total (10) = 7+8+9	
1972 DEZ	3577	2326	9726	7794	99	7893	7410	4733			12143
1973 DEZ	5669	2616	13977	10264	98	10362	8408	6985			15393
1974 JUN	6053	2275	12694	9309	71	9380	8334	6486			14820
DEZ	8629	2472	12710	9947	39	9986	9836	4416		10	14262
1975 JUN	10627	2171	12309	11201	26	11227	11368	6939		9	18316
DEZ	12738	2061	12871	12561	24	12585	13864	8625		8	22497
1976 JUN	14448	1777	11652	12360	61	12421	12782	11154		8	23944
DEZ	16957	1542	10784	11456	75	11531	13308	10943		14	24265
1977 JUN	17660	1355	9000	12498	50	12548	12355	12741		12	25108
JUL	19741	1347	9032	12778	49	12827	12402	12987		12	25401

(\*) As cifras a preços constantes são de cruzeiros média de 1968 e o deflator utilizado é o Índice Geral de Preços (Disponibilidade Interna)

Fonte: Banco Central do Brasil – DICON

## **CAPÍTULO IV – AS BOLSAS DE VALORES**

O mercado bursátil é um dos segmentos menos expressivos do mercado brasileiro de capitais. Seu desenvolvimento está em larga medida condicionado pelas próprias características do sistema financeiro nacional como implantado a partir de 1964, de um lado, e pelas características da economia nacional, de outro.

Inicialmente, convém resumidamente traçar o quadro no qual o mercado acionário está inserido.

Como vimos, os traços característicos do mercado de capitais no Brasil estão associados à concentração da coisa financeira nas agências do Governo. Do lado da captação, as agências do Estado detêm mais de 60% da poupança financeira doméstica. Parcela substancial dessa poupança é compulsória. Parte substancial da outra parcela – captada voluntariamente – remunera de 4 a 6% a.a., mais incentivos fiscais e mais correção monetária a posteriori. Isto seguramente fixa um patamar mínimo de remuneração aos olhos do poupador. Em momentos de expectativa de alta nas taxas de inflação, a exemplo do período pós-74, isso tende a fixar o limite mínimo a níveis perigosamente elevados a ponto de subverter a própria noção de investimento produtivo.

Essa concentração no lado da captação igualmente determina a presença dominante das agências do Estado no lado das aplicações de recurso. Fundamentalmente, as agências do Governo concentram suas aplicações em empréstimos para o setor privado, através de um amplo e intrincado sistema de crédito seletivo, a juros subsidiados.

Da combinação dessas características, decorre a anomalia maior do mercado brasileiro de capitais: seu mais importante agente opera com “spread” negativo. Isso por si só, entre outras coisas, impõe estreitos limites para a ampliação do mercado acionário.

Do lado da demanda de ações – seja no mercado primário ou no secundário – o poupador, entre uma aplicação de rendimento incerto – e, na verdade, de alto risco, a julgar pela própria história do mercado – e de baixa liquidez, quase sempre prefere uma aplicação de rendimento real sem risco de insolvência do emissor do ativo. Isso é tanto mais verdadeiro quanto maior a incerteza em relação ao curso futuro da inflação e do ritmo de atividade econômica.

Do lado da oferta de novas ações, a empresa, dada a taxa de autofinanciamento, pouca dúvida tem entre financiar seu investimento através de endividamento preferencial e/ou emissões pública de ações. Escolhe preferencialmente o endividamento. (anexo 1).

Mas não param na anomalia apontada os limites à expansão do mercado bursátil. Além de bastante atraídos pelo encorajamento ao endividamento que lhes oferece o Governo, a empresa privada nacional tem outras inibições quanto ao mercado acionário.

Primeiro, a grande empresa privada nacional, a que deveria ser a própria razão de ser do mercado acionário, é de estrutura familiar – muitas vezes a despeito de sua razão social ser acompanhada da expressão: Sociedade Anônima – e tradicionalmente busca na liderança do Estado a indicação onde investir, o apoio financeiro para realizá-lo e, não raro, a garantia de mercado futuro sem competição acirrada. Porque então correr o risco de se expor no mercado bursátil?

Segundo, a própria estrutura industrial aberta ainda mais os limites de ação das Bolsas de Valores. A estrutura industrial brasileira é predominantemente dominada por empresas

estatais e por empresas multinacionais. Para as primeiras o mercado acionário é marginal (ou inexistente) e, ainda assim, mais de 60% do volume diário das operações são dominados por ações das empresas estatais, como veremos a seguir.

As filiais das multinacionais quase por definição são empresas “fechadas”. No que cabe às nacionais, resta-lhes o paternalismo estatal, não o mercado acionário, como apontado acima. Para a distribuição do patrimônio líquido entre empresas estatais, estrangeiras e nacionais privadas, veja anexo 2, principalmente nos setores de Metalurgia, Material Elétrico, Material de Transporte, Borracha e Química.

Nessas condições, não surpreende a baixa performance do mercado no país:

- a. as colocações públicas de ações, registradas no Banco Central, são inexpressivas, não alcançando sequer 3,0% do fluxo anual de financiamentos de investimento realizado pelo BNDE em 1976 (anexo 3);
- b. o mercado secundário, apesar de ter ações de mais de 500 empresas registradas, não deixa de ser um mercado de papéis de quatro empresas, que representam em média mais 60% do total das negociações (anexo 4);
- c. a remuneração média das ações negociadas apresenta drásticas flutuações e, nos últimos três anos, o Índice de Rentabilidade sequer alcançou as taxas de inflação registradas em 1974, 1975 e 1976 (anexo 5);
- d. os fundos mútuos – que apareceram como a grande esperança do mercado – desde a crise especulativa de 1971 <sup>(1)</sup> tem performance medíocre e, pelo menos desde 1974, tem sido vendedores líquidos de ações (anexo 6);

Diante disso, a questão é: como então tem se mantido o mercado? A resposta, a exemplo de tudo que ocorre no país, é naturalmente através da ação do Estado, através de múltiplos incentivos:

- a. Como antes mencionado, através do Decreto-Lei 157 o Estado canaliza um volume substancial de recursos anualmente para o mercado bursátil: 1.2, 1.6 e 2.4 bilhões de cruzeiros em 1974, 1975 e 1976, respectivamente. Como disse Mario Henrique Simonsen: “Para o contribuinte, a subscrição de tais quotas de fundos nada custa, já que se trata de simples alternativa ou pagamento do imposto ...” <sup>(2)</sup>. O fluxo de recurso é, portanto, canalizado para o mercado qualquer que seja sua performance; seu volume depende estritamente da base do imposto e da mecânica da aplicação legislada pelo Governo. Isso tem permitido a manutenção dos negócios bursáteis às custas do quotista ou do Tesouro Nacional e, fundamentalmente, em benefício das instituições financeiras que administram esse tipo de Fundo. (anexo 7).

A sistemática administrativa desses fundos terminou por consagrar uma situação bastante constrangedora: raramente os quotistas se sentem realmente proprietários das quotas simplesmente exercem o direito de escolher um beneficiário dentre as instituições financeiras;

- b. através de incentivos com base no imposto de renda tem o Estado legislado amplos benefícios para pessoas físicas e jurídicas condicionadas à aplicação e/ou fortalecimento do mercado acionário. Com o Decreto-Lei nº. 1338 de 1974 e as subsequentes modificações cristalizadas no Decreto-Lei nº. 1494 de 1976, tem-se a

<sup>1</sup> Para os números da crise especulativa de 1971, veja Apêndice: Mercado Especulativo 1970-1971.

<sup>2</sup> Simonsen, M.H., Op. Cit., página 143

nítida impressão que já se chegou aos limites do possível na área de incentivos para o mercado. Para uma lista dos principais incentivos. (veja anexo 8)

- c. após múltiplas tentativas até se cristalizar no Decreto-Lei nº. 1471 de 1976, o Estado criou esquemas de canalização de fundos às empresas via subscrições de ações em condições *sui generis*: abriu linhas de crédito aos bancos de investimento para financiar a aquisição de ações de empresas privadas com recursos do BNDE ou dos fundos compulsórios (PIS/PASEP), a juros de 4% a.a. mais correção monetária (sic) máxima de 20% a.a. Além disso, o BNDE oferece às instituições financeiras enquadradas no plano (PROCAP) a garantia de recompra de ações. Através desse plano foram previstas aplicações da ordem de Cr\$ 3.7 bilhões com intermediação dos bancos de investimento e Cr\$ 1.3 bilhão dirigidos a financiamentos para os próprios acionistas de empresas privadas. Finalmente, chegou ao mercado primário o crédito seletivo e o estímulo ao endividamento. Por enquanto, o benefício está restrito ao mercado primário.

A conclusão básica a se extrair de tudo isso é: a exemplo do próprio mercado de capitais no Brasil, o mercado bursátil é artificial e se mantém fundamentalmente graças à ação do Estado. Em verdade, é vítima e beneficiário da anomalia maior do sistema, o “spread” negativo. Aqui também, a ação do Estado de coadjuvante se transformou na própria razão de ser do mercado. Isso significa que o objetivo de fortalecer a empresa privada nacional via mercado acionário não é um problema específico desse mercado. É o problema da própria organização do mercado de capitais do Brasil.

## A N E X O 1

EXIGÍVEL EM RELAÇÃO AO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
ANO	EXIGÍVEL
	Patrimônio Líquido
1970	80,5%
1971	80,5%
1972	87,5%
1973	92,7%
1974	111,7%
1975	110,5%

RELAÇÃO ENTRE DESPESAS FINANCEIRAS E LUCRO LÍQUIDO	
ANO	DESPESAS FINANCEIRAS
	Lucro Líquido
1970	21,8
1971	19,3
1972	21,1
1973	19,6
1974	30,4
1975	35,8

Fonte: Glat, Moisés – A Descapitalização da Empresa Nacional – in Revista Bolsa, Separata Documento nº. 18, Rio de Janeiro – 1977

É interessante observarmos o alto grau de endividamento das empresas no país, e a intensificação desse processo a partir de 1974. Assim partindo de uma relação Exigível/Patrimônio Líquido de 80,5% em 1970 atingimos acima de 110% a partir de 1974, exatamente no ponto de reaceleração do processo inflacionário. Outro indicador Demonstrativo é a taxa de despesas financeiras/lucro líquido que se apresentou entre 09 a 22% no período 1970 a 1973 e saltou para 30,4% em 1974 e 35,8% em 1975.

## A N E X O 2

### PARTICIPAÇÃO DOS TRÊS TIPOS DE CONTROLE ACIONÁRIO DE EMPRESAS NOS DIVERSOS SETORES ECONÔMICOS

#### PARTICIPAÇÃO NO PATRIMÔNIO LÍQUIDO 5353 EMPRESAS - 1975

Setor	Valor de Patrimônio Líquido	Estatais	Estrangeiras	Nacionais Privadas %
Mineração	15530	61,3	7,8	30,9
Produtos Minerais não Metálicos	10088	3,6	28,9	67,5
Metalurgia	36679	35,2	10,6	54,2
Indústria Mecânica	13871	2,1	41,0	57,0
Material Elétrico	8915		65,8	34,2
Material de Transporte	22032	5,0	58,0	37,0
Madeiras e Artefatos	11245	4,3	9,0	86,7
Mobiliário	881			100,0
Borracha	2712	6,0	69,0	25,0
Couros e Peles	919		12,1	87,9
Química	59816	59,0	23,0	8,0
Têxtil	16300		9,0	91,0
Produtos Alimentícios	24182	2,0	15,5	83,0
Bebidas	4967	0,5	15,8	83,7
Fumo	2722		96,0	4,0
Editorial e Gráfico	3024	1,4	2,8	95,8
Indústrias Diversas	10058		47,0	53,0
Agropecuária e Silvicultura	8796	2,3	2,7	95,0
Construção	28238	14,0	5,0	81,0
Transporte e Armazenagem	50455	89,0	0,5	10,5
Outros Serviços Públicos	118315	90,4	7,4	2,2
Comércio	21856	1,4	10,1	88,5
Serviços em Geral	80442	50,0	7,0	43,0

Fonte: Revista Visão – Edição Quem é Quem – Agosto/1976

### A N E X O 3

#### **COMPARAÇÃO EMPRÉSTIMOS DO BNDE E COLOCAÇÕES PÚBLICAS DE AÇÕES REGISTRADAS NO BANCO CENTRAL (1)**

Fluxos acumulados no ano – Cr\$ milhão

ANO	COLOCAÇÕES PÚBLICAS DE AÇÕES	TOTAL BRUTO EMPRÉSTIMOS DO BNDE
1964		
1965	24	83
1966	19	61
1967	86	133
1968	527	712
1969	468	944
1970	531	1262
1971	1169	819
1972	1359	2466
1973	913	3907
1974	538	12876
1975	504	23484
1976	601(2)	41423

(1) Informações extraídas da Tabela 3

(2) até setembro de 1976

Verificamos a disparidade entre as emissões públicas e os empréstimos do BNDE a partir de 1972, pois até então ocorria uma certa correspondência. Se acumularmos o fluxo das colocações públicas ocorridas entre 1965 e 1976, esse valor (Cr\$ 6739 milhões) representa 16,3% do fluxo de empréstimos do BNDE efetuado somente em 1976.

Deve-se observar que o valor apresentado de colocações públicas registradas no Banco Central do Brasil, subestima o verdadeiro valor captado pelas empresas no mercado de ações. Isso porque, em geral, não são registradas as subscrições efetuadas por aplicadores já acionistas, pois tais operações, não são consideradas emissões públicas. Faz-se o registro normalmente apenas das sobras de subscrição, em cuja colocação participam Instituições Financeiras. Os valores não registrados são significativos mas de difícil quantificação.

## A N E X O 4

1. Ações mais negociadas – Bolsa de Valores de São Paulo, Empresas Estatais ou Economia Mista.

Porcentagem do valor negociado nas ações em relação ao volume total de negócios:

Ações da Empresa	1974 %	1975 %	1976 %
Petrobrás	21,41	32,41	24,13
Banco do Brasil	12,18	21,06	22,15
Vale do Rio Doce	7,46	7,29	4,22
Acesita	4,16	2,38	1,79
Cesp	1,00	0,54	0,42
Bando do Estado	0,90	0,77	1,26
Siderúrgica Nacional	0,60	0,32	0,16
TOTAL	47,71	64,67	54,13

2. Ações mais negociadas – Bolsa de Valores de São Paulo (Públicas e Privadas)

Porcentagem do valor negociado nas ações em relação ao volume total de negócios:

Ações da Empresa	1974 %	1975 %	1976 %
Petrobrás	21,41	32,41	24,13
Banco do Brasil	12,18	21,06	22,15
Belgo Mineira	13,80	6,97	5,24
Vale do Rio Doce	7,46	7,29	4,22
TOTAL	54,85	67,73	55,74

Fonte: Anuários da Bolsa de Valores de São Paulo

AÇÕES MAIS NEGOCIADAS  
BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO

Empresa	Participação sobre o valor total negociado		
	1974	1975	1976
Petrobrás	23,36	40,10	30,42
Banco do Brasil	20,83	26,78	38,03
Belgo Mineira	12,56	10,31	6,79
Vale do Rio Doce	9,39	5,14	3,53
Participação Total	66,14	82,33	78,77

Fonte: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

### 3. Sociedades Anônimas de Capital Alberto

ANO	Nº. EMPRESAS
1970	400
1971	493
1972	552
1973	610
1974	570
1975	565
1976	574

Apesar da existência de mais de 500 sociedades de capital aberto no país, existe uma violenta concentração do volume de negócios da Bolsa em um número reduzido de papéis, em particular ações de empresas estatais, como vemos pelos quadros 1 e 2 deste anexo.



## 2. ÍNDICE BOVESPA REAL

### ÍNDICES MÉDIOS DE DEZEMBRO

Ano	Índice Bovespa (Jan 68 = 100)	Bovespa Corrigido
1968	184	15,6
1969	510	42,0
1970	795	54,8
1971	1749	100,0
1972	1016	49,7
1973	999	42,4
1974	1420	46,9
1975	1926	49,8
1976	2359	43,1

Vemos que o retorno sobre ações, medido pelo IBV, foi favorável – exceto em 1966, 1971 e 1972 – e em geral superior às aplicações alternativas. Se considerarmos um período longo, de dez anos por exemplo, a compra de ações, na média, apresentou um retorno bastante elevado. O problema é que grande parte do público montou carteiras exatamente no boom, e em geral, ou realizou prejuízos ou possui uma carteira desvalorizada em termos reais, pois como vemos o Índice Bovespa corrigido apresentou um comportamento desfavorável a partir de 1971.

**A N E X O 6****FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO – PRINCIPAIS OPERAÇÕES****20 MAIORES**

DENOMINAÇÃO	Cr\$ milhões				
	1972	1973	1974	1975	1976
<u>Saldos na última terça-feira do Período</u>					
Valor da Carteira	2109	1851	1530	1561	1518
Depósitos em Bancos	67	27	42	24	18
<u>Transações no Período</u>					
Quotas (A-B)	479	-282	-294	-406	-471
Compras pelo Público (A)	1115	377	231	154	79
Resgates (B)	636	659	525	560	550
Ações em Bolsas (C-D)	321	-404	-437	-517	-549
Compras (C)	1588	955	243	253	334
Vendas (D)	1267	1359	680	770	883
Subscrição de Ações	140	95	63	44	68
Títulos Públicos Federais (Líquido)	24	110	54	88	43
Outros (Líquido)	-25	-7	38	75	

Fonte: Relatórios anuais do Banco Central do Brasil

Obs.: Primeira posição computada em novembro de 1971

**PATRIMÔNIO DE FUNDOS MÚTUOS**

Posição	Patrimônio Nominal (Cr\$ milhões)	Patrimônio Real Cr\$ milhões a preços de 1976	Observações
29.12.67	59	399,19	11 fundos
31.12.68	134	729,84	13 fundos
30.12.69	556	2.507,89	10 maiores fundos
30.12.70	1048	3.945,80	10 maiores fundos
30.12.71	3167	9.899,98	10 maiores fundos

Fonte: Anuários da Bolsa de Valores de São Paulo

A N E X O 7

**CERTIFICADO DE COMPRAS DE AÇÕES**

**Decreto Lei 157**

saldos em fins de período – Cr\$ milhões

	1972	1973	1974	1975	1976	1977*
Emissão pelo Tesouro	591	1418	2551	4217	6610	6612
Do exercício em curso	591	791	1049	1632	2364	
De exercícios anteriores		627	1502	2585	4246	6612
Saques de instituições administradoras dos fundos 157	291	1079	1963	3124	5180	5700
Do exercício em curso	291	538	693	939	1513	
De exercícios anteriores		541	1270	2185	3667	5700
Suprimentos para saques pelas instituições financeiras administradoras de fundos 157	300	339	588	1093	1430	912
Do exercício em curso	300	253	356	693	851	
De exercícios anteriores		86	232	400	579	912

\* Período: Janeiro a Abril

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

## A N E X O 8

### **PRINCIPAIS INCENTIVOS FISCAIS**

1. Incentivos fiscais que incidem sobre a pessoa física em operações com ações:
  - 1.1. Os dividendos pagos às pessoas físicas, e tributados na fonte, estão sujeitos a uma taxa de imposto de renda de 15%, quando provenientes de sociedades de capital aberto, contra 25% de taxa quando se tratar de dividendos distribuídos por sociedades de capital fechado.
  - 1.2. Pode-se abater do imposto de renda devido 25% das quantias aplicadas na subscrição de ações de sociedade de capital aberto, ficando as ações inegociáveis por período de dois anos.
  - 1.3. Os valores recebidos como dividendo de sociedades anônimas de capital aberto e que durante o mesmo ano base forem efetivamente aplicados na subscrição de novas ações de sociedades desse tipo estão isentos de imposto de renda.
  - 1.4. Dos valores aplicados na compra em Bolsa, de ações de sociedades anônimas de capital aberto, 10% poderão ser abatidos do imposto de renda devido, desde que a carteira permaneça custodiada – com livre movimentação dos títulos – em Instituição Financeira. Excluem-se do incentivo os acionistas que possuam mais de 0,5% do capital da empresa.
  - 1.5. Das importâncias aplicadas na compra de cotas de fundos, a pessoa física poderá abater 13,5 de seu imposto de renda, desde que permaneça com a cota por período superior a dois anos.
  - 1.6. Do imposto de renda a pagar, a pessoa física poderá abater 10 a 24% (dependendo da renda bruta) na aquisição de fundos fiscais – DL. 157.
2. Principais incentivos fiscais que incidem sobre a pessoa jurídica, quando se tratar de Sociedade Anônima de Capital Aberto:
  - 2.1. Essas sociedades estão isentas do imposto de 5% sobre o valor dos dividendos distribuídos.
  - 2.2. Sobre os dividendos pagos por essas companhias à outras pessoas jurídicas não incide o recolhimento de imposto de renda na fonte .

## **CAPÍTULO V – PALAVRAS FINAIS**

Diz-se que inflação crônica inibe e mesmo destroi o mercado de capitais. A essa proposição se coloca, pelo menos, um senão. A experiência brasileira destes últimos 13 anos, de um certo ponto de vista, parece provar o contrário. Devemos, no entanto, acrescentar que o preço pago foi a marginalização das instituições privadas do mercado, menos por ação deliberada dos responsáveis pela condução da política econômica e mais por exigência da própria lógica interna do mercado.

Face à longa história inflacionária do país, coube ao Estado papel fundamental na criação do mercado de capitais no Brasil, desde suas origens, no período 64/67. Além do quadro institucional propício (criado pelo Estado), o desenvolvimento do mercado se fez à sombra de sub-sistemas comandados por agências estatais. Na área de financiamentos de média e longa maturação, o desenvolvimento se fez sob comando do sistema BNDE, no setor industrial, do sistema BNH, no setor habitacional e do sistema Banco do Brasil-Banco Central, nos setores agrícola e comercial. Na área de captação de poupança, o desenvolvimento se fez, em larga medida, graças aos Fundos Compulsórios de Poupança administrados por agências estatais e à liderança inconteste do Tesouro Nacional, da Caixa Econômica Federal e do BNH na captação de poupança voluntária com correção monetária a posteriori.

As instituições privadas floresceram nesse ambiente, e sua trajetória esteve condicionada ao crescimento, consolidação e eficiência das agências estatais. É certo que essa convivência nem sempre foi pacífica. A ilustração mais dramática é dada pelo recrudescimento do processo inflacionário pós-1974. Ao crescer com a inflação a incerteza quanto a taxa de conversão futura entre obrigações indexadas e não indexadas, observou-se drásticas mudanças de composição ativas e passivas, o que, por sua vez, provocou sérias crises de liquidez das instituições privadas do mercado, as quais praticamente se especializaram na captação de poupança sem correção monetária a posteriori. Essa instabilidade provocada pela rápida elevação da taxa de inflação gerou inquietações no mercado, as quais foram dramatizadas por contínuas quebras de instituições privadas, fortalecendo ainda mais as agências do Estado que operam no mercado.

Essa experiência recente despertou como que um desencanto com a presente organização do mercado de capitais no Brasil. Ficou aparente o frágil equilíbrio do sistema entre agências públicas e privadas. Tomou-se consciência que a própria estabilidade do sistema está continuamente ameaçada por eventuais e drásticas elevações da taxa de inflação. E, paradoxalmente, percebeu-se que a instabilidade será tanto maior quanto maior o número de agências privadas independentes. E isso fica claro se tivermos em mente a grande interdependência entre sub-sistemas e agências do mercado de capitais. A uma elevação da taxa de inflação, a crise de liquidez de uma agência pode gerar uma crise de confiança no sistema e provocar quebras e falências em cadeia prejudicando toda a organização do mercado.

É possível que a inflação crônica, mas estável, não seja a inimiga número um do mercado de capitais. No entanto, a julgar pela experiência brasileira, instabilidade das taxas de inflação parece não ser consistente com o fortalecimento do mercado privado de capitais.

A questão básica é: será possível redimensionar o desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais de forma a lhe garantir maior estabilidade e a fortalecer a empresa privada industrial, através de capitalização, via mercado acionário?

A resposta não é simples nem somente técnica. Aqui não se pretende, sequer tentativamente, sugerir possíveis respostas. Pretende-se, isto sim, revelar alguns pontos que não poderão ser excluídos do rol de preocupações se quisermos repensar a presente organização do mercado de capitais do país. Esses pontos são:

- a. os impasses do mercado de capitais criados pela coexistência de duas unidades de conta (a UPC e o Cr\$). Em particular, porque a dicotomia entre contratos em termos reais (UPC) e nominais (Cr\$), no setor financeiro, corresponde respectivamente à divisão entre setor estatizado e setor privado.
- b. a administração dos Fundos Compulsórios de Poupança. Aqui o problema consiste em se encontrar uma fórmula que permita uma descentralização da administração desses fundos. É certo que isso não poderá ser feito à custa da exclusão do beneficiário final, o trabalhador. Seria possível pensar numa forma de administração com a participação dos trabalhadores e com “fundos” setoriais ou mesmo regionais. Seria também possível se pensar em abrir a opção para o quotista individual administrar seus próprios recursos no fundo. A idéia básica é permitir maior pulverização na administração dos fundos e, de alguma forma, comprometer parcialmente a rentabilidade do fundo à própria performance da economia;
- c. repensar a política industrial de forma a substituir a presente situação de grande estímulo ao endividamento cartorializado para fins de investimento por algum outro critério de incentivar investimentos em áreas prioritárias.
- d. paralelamente, repensar a estrutura fiscal em função da ampla gama de incentivos fiscais hoje praticamente tão generalizada por setores e instrumentos de poupança que não se pode excluir a priori a possibilidade de seu caráter regressivo, do ponto de vista distributivo, e ineficiente, do ponto de vista da alocação de recursos.

A simples reflexão sobre esses problemas não significa, necessariamente, advogar uma reforma de modo a que se ajustem os destinos da economia à garantia do futuro desenvolvimento do mercado de capitais e, em particular, do acionário. Isso seria a consagração ou a transformação de meios em fins.

Tudo isso representa, tão somente, um convite à reflexão sobre a inegável instabilidade da presente organização do mercado de capitais no Brasil. Instabilidade essa que tem sua origem na própria tentativa de conciliar a crescente importância do mercado de capitais, de um lado, com um ambiente inflacionário crônico, de outro. Para isso é importante o entendimento por parte do Governo e da Nação de que os processos adotados até hoje podem ser aprimorados, que a impunidade ocorrida no passado (justificada pela necessidade de incentivar o hábito de poupar) é incompatível com um sistema de liberdade de iniciativa. É ainda imperativo o reconhecimento, que a estrutura financeira do país, criada em função de uma lei básica e deturpada em função de remendos que lhe foram feitos, é deficiente, e tem que sofrer modificações profundas.

## APÊNDICE

### MERCADO ESPECULATIVO – 1970-1971

A estruturação do mercado de capitais conforme apresentada, associada a alguns fatores específicos do mercado de ações tiveram como consequência um boom excepcional no mercado bursátil no período de 1970-1971.

Durante 1969 surgiram normas adicionais, estimuladoras do mercado de ações, como a possibilidade de se distribuir ações bonificadas sem tributação na empresa, e a permissão de se corrigir monetariamente o capital de giro das sociedades, e outros, que associados a estrutura do mercado já implantada, a retomada do crescimento da economia e o controle do processo inflacionário intensificaram a reação do mercado, já iniciada em 1968. Na Bolsa de Valores de São Paulo o valor dos negócios com ações foi de Cr\$ 163 milhões durante o ano de 1968, Cr\$ 273 milhões no primeiro semestre de 1969 e Cr\$ 548 milhões no segundo semestre.

O Índice Bovespa (iniciado em princípios de 1968=100) ultrapassou a marca dos 200 ao final de 1968; 400 em fins de junho de 1969 e oscilou entre 500 e 600 no período de agosto a dezembro de 1969.

A partir de uma fase de relativa estabilidade nos negócios bursáteis, em julho de 1970 iniciou-se um processo de expansão, que se manteve até meados de 1971. O crescimento firme do mercado atraía investidores de todas as faixas, tanto em operações diretas de Bolsa como através de fundos mútuos e fiscais. O patrimônio dos fundos mútuos apresentou uma evolução real significativa no período – 243% em 1969, 57% em 1970 e 150% em 1971 – alcançando ao final de 1971 um valor de Cr\$ 3.167 milhões. (1)

Os fundos fiscais também representavam um volume de recursos elevado. Sua arrecadação líquida até novembro de 1969 somou Cr\$ 260 milhões e até dezembro de 1970, Cr\$ 411 milhões, alcançando nessa data um total de 896 mil aplicadores.

A demanda por ações crescia em proporção maior do que a correspondente oferta – o número de empresas cotadas em 1970 e início de 1971 ainda era relativamente pequeno – o que provocou uma elevação sistemática dos preços, estimulando a especulação.

O Índice Bovespa que iniciou o ano de 1970 na marca dos 549 atingiu 848 em 30 de dezembro desse ano e uma média de 2427 no mês de junho de 1971, quando iniciou seu longo período de reajuste.

O volume de negócios atingiu marcas extremamente elevadas. As duas maiores Bolsas do país – Rio de Janeiro e São Paulo – negociaram conjuntamente 1.2 bilhão de dólares em 1970 e 4.9 bilhões em 1971, sendo que apenas em maio de 1971 esse total atingiu 767 milhões de dólares. (2)

Essa excepcional performance do mercado secundário teve correspondência no mercado primário. O ano de 1968 apresentou um comportamento bastante positivo, já sob o impacto do DL 157. Foram 138 ofertas públicas – sendo 110 referentes ao DL 157 – e

---

<sup>1</sup> vide anexo 6 do capítulo IV

<sup>2</sup> Fonte: anuário da Bolsa de Valores de São Paulo.

Os valores apresentados foram convertidos a taxa de câmbio de US\$ 1,00 = Cr\$ 5,4714, sob valores reais.

que representaram um valor de Cr\$ 373 milhões. Em 1969 tivemos 142 ofertas, com um valor de Cr\$ 453 milhões, sendo Cr\$ 287 de DL 157. Apesar do crescimento dos Índices da Bolsa em 1970, nesse ano ainda não ocorreu oferta de novos papéis em quantidade compatível com sua procura. Efetuaram-se 117 registros com um valor de apenas Cr\$ 322 milhões, já com predomínio das ofertas públicas comuns. O estímulo da Bolsa se fez sentir durante o ano de 1971, quando ocorreram ofertas públicas no valor de Cr\$ 1.873 milhões. Enquanto no primeiro semestre essa importância foi de Cr\$ 322 milhões, agosto e setembro representaram registros de Cr\$ 458 e Cr\$ 367 milhões, respectivamente. ( <sup>3</sup> )

A situação de excesso na demanda por papéis que se manifestou até o primeiro semestre de 1971 se revertia, e grande parte das novas emissões registradas no segundo semestre encontrou dificuldades para ser colocada, não só pelo seu valor excessivo como pelo retraimento dos investidores.

A partir de 1972 todos os indicadores de Bolsa demonstram o reajuste do mercado. O Índice Bovespa que atingir valores em torno de 2500 em junho de 1971 apresentaram uma média de 1016 (1972), 999 (1973), 1420 (1974), 1926 (1975) e 2359 (1976), o que representou em termos reais uma queda significativa na cotação média das ações transacionadas. ( <sup>4</sup> )

No volume geral de negócios nas Bolsas do país, tivemos um comportamento similar. A partir de um total de Cr\$ 27.162 milhões transacionados em 1971, verificou-se uma queda gradativa em termos reais, somente recuperada em parte em 1975. Assim, de um índice 100 em 1971 atingimos 30 em 1974, 46 em 1975 e 34 em 1976 (Tabela 1).

Esses números se refletiram diretamente na subscrição de novas emissões públicas registradas no Banco Central. A preços de 1976 tivemos uma média anual de Cr\$ 3.643 milhões nos anos de 1971 e 1972, contra Cr\$ 761 milhões de média no período de 1974 a 1976. ( <sup>5</sup> )

**TABELA 1**  
**VOLUME GERAL DE NEGÓCIOS**  
**TODAS AS BOLSAS DO PAÍS**  
**Cr\$ MILHÕES**

ANO	VALORES NOMINAIS	VALORES REAIS PREÇOS DE 1976	ÍNDICE GERAL
1969	3063	13815	16,27
1970	5731	21577	25,41
1971	27162	84907	100,00
1972	19119	51106	60,19
1973	18743	43517	51,25
1974	14076	25394	29,90
1975	27470	38810	45,71
1976	29145	29145	34,32

Fonte: Anuários da Bolsa de Valores de São Paulo

<sup>3</sup> Fonte: Banco Central do Brasil – Janeiro 1972

<sup>4</sup> Vide anexo 5, quadro 2, do capítulo IV

<sup>5</sup> Vide Tabela 3 do item III. Os valores de 1976 são até setembro

# **A P Ê N D I C E**

## **INDICADORES ECONÔMICOS**

**TABELA 1**

**BALANÇO DE PAGAMENTOS**

US\$ Milhões

	Exportações	Importações	Saldo Balança Comercial	Saldo em Transações Correntes	Movimento Líquido de Capitais	Superávit ou Déficit
1960	1270	1293	(23)	(478)	58	(410)
1961	1405	1292	113	(222)	288	115
1962	1215	1304	(89)	(389)	181	(346)
1963	1406	1294	112	(114)	(54)	(244)
1964	1430	1086	344	(140)	82	4
1965	1596	941	655	368	(6)	331
1966	1741	1303	438	54	124	153
1967	1654	1441	213	(237)	27	(245)
1968	1881	1855	26	(508)	541	32
1969	2311	1993	318	(281)	871	549
1970	2739	2507	232	(562)	1015	545
1971	2904	3245	(341)	(1307)	1846	530
1972	3991	4235	(244)	(1489)	2492	2439
1973	6199	6192	7	(1688)	3512	2179
1974	7951	12641	(4690)	(7122)	6254	(936)
1975	8670	12169	(3499)	(6712)	6161	(950)
1976	10130	12277	(2147)	(6062)	6867	1192

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

**TABELA 2**

**EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS  
POR MERCADORIA**

(participações)

	PRODUTOS PRIMÁRIOS					INDUSTRIALIZADOS				Total
	Café	Açúcar	Soja	Minério de Ferro	Total Produtos Primários	Seminufacturados	Manufaturados			
1964	53,1	2,3		5,6	85,3	8,0	6,2		14,2	
1965	44,3	3,6	0,4	6,5	81,6	9,7	8,1		17,8	
1966	44,4	4,6	0,4		83,5	8,1	8,2		16,3	
1967	44,3	4,9	1,8	6,2	80,4	8,9	10,1		19,0	
1968	42,4	5,4	0,3	5,6	80,5	9,5	9,5		19,0	
1969	36,6	5,0	1,3	6,4	79,1	9,1	10,9		20,0	
1970	35,8	4,6	1,0	7,7	76,3	9,1	13,6		22,7	
1971	28,3	5,2	0,8	8,2	70,2	8,3	18,3		26,6	
1972	26,5	10,1	3,2	5,8	70,0	7,8	21,1		28,9	
1973	21,7	8,9	8,0	5,8	67,7	7,7	22,0		29,7	
1974	12,3	15,86	7,4	7,4	62,6	8,0	27,0		35,0	
1975	10,8	11,2	7,9	10,6	61,3	7,4	28,9		36,3	
1976	23,7	2,0	7,8	9,8	63,3	7,8	25,2		33,0	
1977 (*)	34,7	2,4	5,0	6,4	66,7	7,1	23,6		30,7	

(\*) Até junho de 1976

Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil

**TABELA 3**

**IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS POR**

**GRUPO DE MERCADORIAS**

(participações)

	Máquinas e Equipamentos	Combustíveis e Lubrificantes (*)	Fertilizantes e Produtos Químicos Orgânicos	Cereais	Forro Fundido e Aço	Metais não Ferrosos	Produtos Químicos, Inorgânicos, Materiais Plásticos, Borracha	Outros
1966	26,9	14,7	8,1	11,4	5,7	8,4	4,6	20,2
1967	30,2	12,4	7,8	11,2	5,5	5,3	4,2	23,4
1968	32,6	12,4	7,3	8,7	4,5	5,4	5,2	23,9
1969	35,7	11,9	7,4	7,4	5,6	6,4	4,5	21,1
1970	36,2	11,2	7,9	4,5	6,4	5,8	5,0	23,0
1971	38,2	11,6	6,9	3,5	7,9	4,5	5,4	22,0
1972	31,5	11,1	8,1	3,1	6,0	4,1	4,3	31,8
1973	34,6	12,4	7,7	5,7	8,0	4,7	4,3	22,6
1974	24,7	16,3	8,2	3,8	12,1	4,6	5,0	25,3
1975	32,3	25,3	6,8	3,1	10,4	3,0	4,0	15,1
1976	28,7	31,2	7,4	4,3	5,0	3,4	4,3	15,7

(\*) Com a elevação dos preços do petróleo a importação de combustíveis e lubrificantes que apresentara uma média no período 1970/1972 de US\$ 375,6 milhões por ano, alcançou a média de US\$ 2987 milhões no período 1974/1976.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

**TABELA 4****MOVIMENTO DE CAPITAIS**

US\$ Milhões

Discriminação	1970/74	1975	1976
Ingresso	5249	8803	10524
Investimentos	560	1095	1204
Empréstimos e Financiamentos	3900	6727	8155
Outros	789	981	1165
Saídas			
Investimentos	71	200	194
Empréstimos e Financiamentos	1268	2132	2910
Outros	686	310	553
Saldo	3224	6161	6867

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – 1976

**TABELA 5****COEFICIENTE DE VULNERABILIDADE**

US\$ Milhões

Ano	Serviço da Dívida	Componente financeira das reservas internacionais (1)	Exportação	Coeficiente de Vulnerabilidade (2)
	A	B	C	D
1968	960	(162)	1881	60
1969	1250	(207)	2311	63
1970	1476	158	2739	48
1971	1685	560	2904	39
1972	2322	912	3991	35
1973	2577	3124	6199	(9)
1974	2595	4868	7951	(29)
1975	3579	2109	8670	17
1976	4640	998	10130	36

(1) Definida como o resíduo das reservas internacionais após deduzido delas o valor equivalente a 3 meses de importações, FOB

(2) Coeficiente =  $\frac{A-B}{C} \times 100$

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - 1976

**TABELA 6**

**POSIÇÃO DE INVESTIMENTOS DIRETOS E  
REINVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO BRASIL  
POR RAMO DE ATIVIDADE**

Ramo	Saldo em 30/6/1976		US\$ Milhões	
	Investimento	Reinvestimento	Total	%
<b>Indústria Extrativa Mineral</b>	174,2	9,2	203,4	2,6
<b>Indústria de Transformação</b>	4010,1	2079,3	6089,4	76,1
Química	716,0	428,3	1144,3	14,3
Material de Transporte	704,9	350,3	1055,2	13,2
Material Elétrico e Comunicações	469,6	221,0	690,6	8,6
Metalurgia	480,6	161,6	642,2	8,0
Mecânica	462,5	142,8	605,3	7,6
Produtos Alimentares	170,9	196,8	367,7	4,6
Produtos Medicinais e Farmacêuticos	203,2	105,9	309,1	3,9
Outros	802,4	472,6	1274,7	15,9
<b>Serviço de Utilidade Pública</b>	110,4	115,9	226,3	2,8
Prod. e Distr. Energia Elétrica	101,8	107,9	209,7	2,6
Outros	8,6	8,0	16,6	0,2
<b>Agricultura</b>	24,7	9,6	34,3	0,4
<b>Serviços</b>	1036,5	252,6	1289,1	16,1
Consultoria, representação, participação, administração de bens e publicidade,	360,4	147,9	508,3	6,3
Bancos Comerciais, de Investimentos, e outras Instituições Financeiras	344,4	38,3	382,7	4,8
Outros	331,7	66,4	398,1	5,0
<b>Outros</b>	124,0	36,3	160,3	2,0
<b>Total</b>	<b>5479,5</b>	<b>2523,1</b>	<b>8006,6</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – 1976

**TABELA 7**

**POSIÇÃO DE INVESTIMENTOS DIRETOS E**

**REINVESTIMENTOS ESTRANGEIROS REGISTRADOS NO BRASIL**

**- POR PAÍS -**

US\$ Milhões

Saldo em 30/06/77

País	Investimento	Reinvestimento	Total	%
Estados Unidos	1582,7	963,5	2546,2	31,8
Alemanha Federal	698,0	248,2	946,2	11,8
Japão	901,9	28,2	930,1	11,6
Suiça	597,9	237,0	834,9	10,4
Canadá	331,4	132,7	464,1	5,8
Reino Unido	177,5	235,9	413,4	5,2
França	141,7	170,2	311,9	3,9
Sub Total	4431,1	2015,7	6446,8	80,5
Outros	1548,4	509,4	1555,8	19,5
TOTAL	5979,5	2525,1	8002,6	100,0

Fonte:  
Boletim do Banco Central do Brasil - 1976



**TABELA 8**

**INDICADORES ECONÔMICOS**

	Energia Elétrica		Siderurgia – Produção				Diversos			Petróleo	
	Potência Instalada (em MW)	Consumo (em MWh)	Aço em Lingotes (1000 t)	Ferro Gusa (1000 t)	Laminados (1000 t)	Cimento (1000 t)	Veículos (unidades)	Produção Nacional (1000 barris)	Importação (1000 barris)		
1961	5205	19629	2443	1970	1808	4709	145674	34807	56002		
1962	5729	21857	2565	2009	1983	5072	191194	33401	73896		
1963	6355	22618	2824	2375	2100	5182	174126	35710	76962		
1964	6840	23521	3016	2449	2236	5583	183735	33308	78755		
1965	7411	24268	2983	2341	2239	5624	185173	34340	77772		
1966	7565	26494	3782	2925	2699	5999	224575	42446	83795		
1967	8036	27985	3734	3069	2781	5999	225019	53515	75676		
1968	8555	31399	4453	3369	3483	6363	278966	59808	90925		
1969	10263	34201	4919	3718	3899	7239	352192	63964	110000		
1970	11233	37673	5391	4202	4082	7734	413202	60921	131000		
1971	12670	42487	6010	4686	4736	8754	516067	62250	153000		
1972	13715	47374	6518	5300	5330	10927	609470	60000	180000		
1973	15832	55331	7150	5471	6018	12835	729386	62100	261000		
1974	17199	62002	7493	5714	6172	14134	858479	64755	253000		
1975			8305	7048	6776	15608	929660				
1976			9200		7400	19000	985469				

Fonte: A Economia Brasileira e suas Perspectivas – APEC 1976  
 Relatório do Banco Central do Brasil – 1976  
 Conjuntura econômica

**TABELA 9****ÍNDICE DO PRODUTO REAL****AGRICULTURA E INDÚSTRIA**

BASE: 1969 = 100

	AGRICULTURA		ÍNDICE	
	ÍNDICE	VARIAÇÃO ANUAL (%)	ÍNDICE	VARIAÇÃO ANUAL (%)
1960	68,9		56,8	
1961	74,1	7,5	62,8	10,6
1962	78,1	5,4	67,7	7,8
1963	78,9	1,0	67,8	
1964	80,0	1,4	71,3	5,2
1965	91,0	13,7	68,0	(5,3)
1966	88,1	(3,2)	75,9	11,2
1967	93,1	5,7	78,2	3,0
1968	94,4	14,0	90,3	15,5
1969	100,0	5,9	100,0	10,7
1970	105,6	5,6	111,1	11,1
1971	117,7	11,5	123,6	11,1
1972	123,6	5,0	142,1	15,0
1973	127,9	3,5	162,0	14,0
1974	138,8	8,5	175,3	8,2
1975	143,5	3,4	182,3	4,0

Fonte: A Economia Brasileira e suas Perspectivas – APEC - 1976

**TABELA 10**

**EVOLUÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO**

**1960 / 1975**

	PIB TOTAL		PIB PER CAPITA	
	Índice (1969=100)	Varição Anual %	Índice (1969=100)	Varição Anual %
1960	61,2	9,7	79,1	6,6
1961	67,5	10,3	84,9	7,2
1962	71,0	5,3	86,1	2,3
1963	72,1	1,5	84,8	(1,3)
1964	74,2	2,9	86,1	0,0
1965	76,2	2,7	84,8	0,1
1966	80,1	5,1	87,2	2,2
1967	83,9	4,8	88,4	1,8
1968	91,8	9,3	94,2	6,3
1969	100,0	9,0	100,0	5,9
1970	109,5	9,5	105,9	6,4
1971	121,9	11,3	113,9	8,2
1972	134,6	10,4	122,4	7,3
1973	149,9	11,4	132,4	8,3
1974	164,3	9,6	141,0	6,5
1975	170,9	4,0	142,4	1,0
1976	185,9	8,8	150,8	5,9

Fonte: A Economia Brasileira e suas Perspectivas – APEC 1976 e Relatório do Banco Central do Brasil – 1976