

LUNA, Francisco Vidal & NOGUEIRA NETO, Thomaz de Aquino. *Correção Monetária e Mercado de Capitais. A Experiência Brasileira.* São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, 1978, 90 p. Publicado também nos *Anais da V Asamblea General de la Federación Ibero Americana de Bolsas de Valores (FIABV)*, Buenos Aires, p. 345-430, 1978.

CORREÇÃO MONETÁRIA
E
MERCADO DE CAPITAIS

A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

TRABALHO APRESENTADO PELA
BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO
NA V ASSEMBLÉIA GERAL ORDINÁRIA DA
FEDERACIÓN IBEROAMERICANA DE
BOLSA DE VALORES
BUENOS AIRES – ARGENTINA – OUTUBRO 1978

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	03
1. ANTECEDENTES DAS REFORMAS INSTITUCIONAIS	04
2. REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA	22
3. CORREÇÃO MONETÁRIA E MERCADO DE CAPITAIS	32
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46
ANEXO 1 - FORMA DE REAJUSTE DA ORTN E DA UPC	48
ANEXO 2 - INTRODUÇÃO DA INDEXAÇÃO À CONTABILIDADE DAS EMPRESAS	52
ANEXO 3 - FUNDOS DE POUPANÇA COMPULSÓRIA	54
ANEXO 4 - FORMAS DE REAJUSTE SEMI AUTOMÁTICAS	58

INTRODUÇÃO

A experiência brasileira, onde apesar de uma persistente inflação, criou-se um sofisticado Mercado de Capitais, baseado em amplo sistema de Correção Monetária, tem sido objeto de amplo debate.

É inegável a importância da correção monetária na estruturação do mercado financeiro e de capitais implantados, mas também se tem tornado evidente que o sistema, operando simultaneamente com duas unidades de conta, uma nominal (cruzeiro) e outra real (U.P.C.), com as quais se realizam contratos, torna-se instável, principalmente nas fases de mudança na tendência inflacionária.

Pretende-se com este trabalho discutir algumas questões quanto à convivência entre a correção monetária e o mercado de capitais, bem como relatar como o sistema foi implantado no país e sua situação atual.

Com tal objetivo o estudo inicia-se com uma rápida caracterização da economia pré-1964. Nesse capítulo (Antecedentes das Reformas Institucionais), mostram-se as dificuldades de implantação de um mercado de crédito de médio e longo prazo no País, em um ambiente cronicamente inflacionário, dado o arcabouço institucional existente.

No segundo capítulo (Reestruturação do Sistema) relatam-se as principais reformas institucionais levadas a efeito no período pós-1964, em particular na sua fase mais fértil, que correspondeu ao triênio 1964-1966. Nesse capítulo se procura também demonstrar a dinâmica do sistema, com suas reformas complementares bem como os significativos resultados econômicos obtidos até 1973.

No capítulo três (Correção Monetária e Mercado de Capitais), apresenta-se uma discussão teórica sobre alguns aspectos da correção monetária e posteriormente analisa-se o caso brasileiro, em particular a partir de 1974. O recrudescimento inflacionário mostrou que o mercado financeiro e de capitais da forma como foi implantado é extremamente instável e tende a concentrar nas mãos do Estado parcelas crescentes da poupança financeira do país.

Por fim, o trabalho contém alguns anexos, que tratam de forma descritiva alguns aspectos específicos: as formas de cálculo da ORTN e UPC; outros tipos de reajustes não automáticos; introdução da indexação à contabilidade das empresas e fundos de poupança compulsória.

1. ANTECEDENTES DAS REFORMAS INSTITUCIONAIS (1947-1963)

Para que possamos entender convenientemente a profundidade das mudanças institucionais levadas a efeito na área econômico-financeira ao longo dos últimos quatorze anos, faz-se necessário a apresentação, ainda que suscita, de um panorama da economia brasileira ao longo da década de cinquenta e primeiros anos da década de sessenta.

A década de cinquenta foi marcada pelo predomínio de uma política sistemática de industrialização, posta em prática via substituição de importações. A escassez de divisas com a qual se confrontou o país nos anos finais da década de quarenta, levou à implantação de um sistema seletivo de importações, privilegiando máquinas e equipamentos e penalizando a importação de bens de consumo não essenciais. Criava-se assim um forte estímulo cambial e de reservas de mercado, à implantação interna de uma indústria de bens de consumo, sobretudo duráveis.¹

O período 1947 a 1956, apresentou taxas de crescimento do produto de 6,4% ao ano, em média, com um desempenho do setor industrial, da ordem de 8,2%. (Quadro 1.1)

Na segunda metade da década de 50, esse processo intensificou-se com uma política de rápida industrialização, tanto no setor de bens de consumo duráveis – talvez seu elemento mais dinâmico – como na indústria de bens de capital. Esse período correspondeu a uma fase de euforia desenvolvimentista, durante a qual se realizaram projetos governamentais de vulto com a rápida construção de Brasília, obras rodoviárias e outros importantes investimentos em infra-estrutura. A evolução do produto apresentou taxas superiores a 8% nesse período (1957 a 1961), com o setor industrial expandindo-se mais de 10% ao ano, contra menos de 6% do setor agrícola. (Quadro 1.1 e 1.2)

Entretanto, à medida que se obtinha tais resultados, o processo gerava graves distorções. O Estado, impossibilitado de ampliar sua receita tributária e de mobilizar consideráveis recursos para investimentos, ampliava seus déficits orçamentários, que alcançaram 5% do PIB nos primeiros anos da década de 60. O próprio processo de substituição de importações parecia chegar ao seu esgotamento, pois a pauta de importações tornava-se extremamente rígida.

A insuficiência de recursos internos e externos levava o Tesouro a recorrer ao mecanismo emissor, como forma de financiar as atividades produtivas. Isso reforçou as pressões inflacionárias já existentes e que levaram a taxa de aumento de preços ao nível de 51% (1962) e 75% (1963), contra uma taxa média inferior a 20% no transcorrer da década de cinquenta. (Quadro 1.3)

Quanto ao produto interno bruto, que apresentara um crescimento médio superior a 7% entre 1947 e 1961, reduziu-se para 5,2% e 1,2% ao ano, respectivamente, em 1962 e 1963. (Quadro 1.1)

O clima inflacionário existente, que tornava críticas as questões distributivas, contribuía para a criação de um clima de efervescência política. Foi nesse quadro que se instaurou o novo governo em 1964, em condições propícias para alcançar os objetivos aos quais se propunha, de reordenamento econômico e financeiro do país. Procurava-se com isso retornar às altas taxas de crescimento do produto e reduzir o ritmo inflacionário, conter os déficits orçamentários, criar um efetivo mercado de capitais e ampliar as exportações.

¹ Para uma análise em profundidade do processo de substituição de importações vide Tavares, Maria da Conceição – “Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro”, Zahar Editores, Rio de Janeiro, 1973.

1.1. MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

1.1.1. MERCADO DE CRÉDITO A LONGO PRAZO

O Brasil enfrentou durante longos anos graves distorções em sua economia em decorrência das altas taxas inflacionárias, de uma Lei de Usura (de 1933) que limitava os juros contratuais a 12% ao ano e de um controle de preços que impedia que uma série de preços politicamente administrados acompanhasse as próprias taxas de inflação.

Na medida em que a Lei de Usura fosse seguida, e ocorrendo taxas de elevação de preços superiores a 12%, davam-se transferências de renda entre credores e devedores, a favor destes últimos. Apesar dos artifícios criados para superar as limitações impostas pela Lei de Usura, a situação existente reduzia a capacidade do mercado de capitais de promover a transferência voluntária de recursos entre unidades deficitárias e superavitárias em termos de poupança e investimento.

No período analisado desapareceu praticamente o mercado privado de longo prazo. Assim, os investimentos realizavam-se essencialmente com autofinanciamento, que representava a principal fonte de obtenção de recursos por parte das empresas, recursos públicos e capitais externos.

Com a carência de recursos mobilizáveis via Mercado de Capitais, e dadas as necessidades de volumosos recursos para atender os maciços investimentos realizados pelo poder público, o Estado utilizava-se largamente do mecanismo emissor para seu financiamento, o que lhe permitiu ampliar sua participação no total dos investimentos do País, de 22,8% no triênio 1947/1949 para 36,9% no período 1958/1960. Dessa forma, em treze anos, a participação do Estado no comando de investimentos elevou-se em mais de 60%. (Quadro 1.4)

Duas causas podem ser apontadas como exercendo influência nesse processo. Por um lado, o esforço de crescimento rápido exigia obras de infra-estrutura de grande porte e prolongada maturidade, que não atraíam o setor privado. Por outro lado, o próprio processo inflacionário impedia, ou dificultava, a formação de um mercado de capitais, onde os recursos de médio e longo prazo pudessem ser canalizados para os setores que desejassem capital para investimento.

Mesmo o setor privado recorria às Agências Estatais que se constituíam nas únicas que dispunham de recursos de longo prazo e que, graças a lei de usura, operavam tradicionalmente com taxas de juros reais negativas. Havendo um excesso de demanda por crédito, à taxas negativas prevalecentes, somente alguns segmentos, geralmente com influência política, tinham acesso a essas fontes privilegiadas de crédito.

Um órgão estatal importante na mobilização de recursos de longo prazo era o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE.

Criado em 1952, destinava-se a ampliar a capacidade governamental de mobilizar recursos que seriam orientados tanto para investimentos públicos como privados. Uma de suas principais fontes de recursos constituía-se no Fundo de Reparamento Econômico, representado por um empréstimo compulsório, na forma de adicional do Imposto de Renda, e que atingia tanto as pessoas físicas como jurídicas.

Nessa primeira fase, o BNDE concentrou-se principalmente no financiamento de projetos governamentais, levados a efeito por órgãos oficiais da administração direta e indireta; ao longo do período 1952-1964, cerca de 90% dos recursos desse Banco foram orientados para o setor público. (Quadro 1.5)

Sérias distorções ocorriam no país como reflexo da tentativa governamental de controlar politicamente os preços a níveis abaixo da própria inflação e que limitavam as possibilidades de investimentos do setor privado. Uma delas constituía-se no controle dos aluguéis, que ocorreu ao longo do período em estudo. A lei do inquilinato, de 1973, e uma série de modificações posteriores limitavam o reajuste dos aluguéis. Tal fato, somado à carência de recursos de longo prazo disponíveis para esse setor, desestimulava a indústria de construção e criava um crescente déficit habitacional no país, embora os bens de raiz representassem uma das melhores formas da coletividade precaver-se contra a inflação.²

A indústria de construção residencial, a mais afetada pela limitação nos aluguéis, apresentou um crescimento bastante tímido, quando comparada às indústrias de cimento e aço, produtos também utilizados na construção civil, que cresciam mais rapidamente graças à demanda gerada pelas obras de infra-estrutura. (Quadro 1.6)

Outra distorção que pode ser apontada era causada pela limitação nos reajustes das tarifas dos serviços públicos. Isso provocava a descapitalização dessas empresas, situação que se tornava insustentável para o setor privado, tornando frequentes as transferências de empresas privadas, concessionárias de serviços públicos, para o controle estatal.

Quando essas empresas pertenciam ao poder público, os sistemáticos déficits operacionais representavam uma pressão constante sobre o orçamento governamental. Pelo Quadro 1.7 pode se ter uma idéia da magnitude das subvenções operacionais do governo, quando comparadas ao valor do déficit do Tesouro. Essas relações, entre 1960 e 1964 apresentaram-se ascendentes de 0,34% (1960) e 0,59% (1964). O setor mais representativo como demandante de subsídios públicos eram os transportes ferroviários, que absorviam nesse período uma parcela anual média superior a 60% do total das subvenções operacionais.

Ao longo do período em análise o setor público operou com um déficit orçamentário crescente, que de um percentual de 0,7% sobre o PIB, em 1953, atingiu nos primeiros anos da década de 60 uma taxa média de quase 5,0%, representando uma relação déficit de caixa/receita orçamentária da ordem de cinquenta por cento. A dificuldade de ampliar sua receita tributária levava o Estado a déficits orçamentários crescentes. (Quadro 1.8)

Como o país convivia com taxas de inflação elevadas, e os títulos da dívida governamental remuneravam à taxa de 6% a 8% ao ano, nominal, sua aquisição voluntária era praticamente nula. Esses títulos eram geralmente colocados na forma de empréstimos compulsórios, ou como alternativas aos recolhimentos obrigatórios dos bancos comerciais à ordem das Autoridades Monetárias. A impossibilidade de financiar seu elevado déficit através da emissão de títulos da dívida obrigava o governo a emitir para atender suas necessidades de caixa.

A capacidade emissora do Estado representou no período analisado uma importante fonte de renda para o Estado, que tributava a coletividade e suplementava a limitada capacidade de poupança e investimento do setor privado, fruto exatamente da sistemática inflação do período. O Estado provocava uma “poupança forçada” que lhe permitia desempenhar o papel de principal agente desenvolvimentista, investindo diretamente ou transferindo parte desses recursos para o segmento privado.

O capital estrangeiro constituiu-se em outra importante fonte de capital de longo prazo no período estudado. O período 1947-1964 pode ser dividido em três fases distintas quanto

² Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social. Relatório Preliminar sobre a Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais

ao ingresso de capital estrangeiro. O primeiro período pode ser delimitado entre 1947 e 1955, quando o capital estrangeiro entrou no país ainda em escala modesta. Nesses nove anos, ingressou um total de 2.388 milhões de dólares (sendo 77% capitais de empréstimo). No mesmo período, entre amortização e rendimentos, saíram do país 1.833 milhões, ou seja uma entrada líquida de apenas 555 milhões no período (média anual de 61 milhões de dólares). (Quadro 1.9)

A partir de 1956, quando se iniciou a fase de maior crescimento industrial no pós-guerra, incentivou-se o ingresso de capitais externos, tanto privados como oficiais. A entrada de capital oficial destinava-se tanto ao financiamento de projetos específicos como à cobertura de déficits na balança de pagamentos. Estimulados pelo tratamento preferencial concedido ao capital externo e apesar da política cambial prevalecente – taxa cambial rígida com o cruzeiro valorizado – ingressaram volumosos recursos privados, principalmente para os setores da indústria mecânica, na forma de investimento direto. Assim, no período 1956/1961 entraram no país 4.259 milhões de dólares e ocorreu uma saída de 2.937 milhões, verificando-se portanto no período um saldo de 1.322 milhões de dólares (média de 220 milhões). Esse período pode ser considerado uma fase importante no processo de abertura da economia brasileira ao capital estrangeiro que assumiu um papel de relevância no setor industrial em expansão.

A partir de 1962 impuseram-se restrições à entrada de capital externo, que imediatamente resultaram em uma drástica redução no ingresso de recursos, em particular do capital de risco. E, como consequência, no período 1961/1965 deu-se uma saída líquida da ordem de 402 milhões de dólares.

1.1.2. MERCADO DE CRÉDITO DE CURTO PRAZO

Até 1964 o mercado financeiro no país resumia-se ao crédito bancário, essencialmente de curto prazo. Apesar da inflação, os depósitos à vista mantiveram-se crescentes em termos reais no período estudado, pois embora o público procurasse evitar a manutenção de saldos monetários, a rápida urbanização, o crescimento da renda e a inexistência de ativos financeiros com alta liquidez pressionavam no sentido contrário.

Adaptando-se à inflação existente, os bancos comerciais reduziram seu prazo de operação, limitando-se a executar descontos, com prazos máximos de 90 a 120 dias. Do lado da captação, ocorreu uma gradativa retração dos depósitos à prazo, por iniciativa dos depositantes, que auferiam taxas de juros muito inferiores à inflação. A participação dos depósitos a prazo, no total dos depósitos dos bancos comerciais reduziu-se sistematicamente de 28% em 1952 a 4,0% em 1965. (Quadro 1.10)

À medida em que a principal fonte de recursos dos Bancos Comerciais era constituída pelos depósitos à vista – sobre os quais inicialmente se pagava, uma taxa de juros insignificante legalmente estabelecida, e que mais tarde foi inclusive abolida – surgiu dentro do sistema bancário uma concorrência desenfreada, onde cada instituição procurava prestar ao depositante a maior gama de serviços possível, para captar depósitos.

Paralelamente, deu-se uma acelerada expansão da rede de agências bancárias, e uma gradativa fusão e incorporação de sedes. Enquanto em 1957 existiam 4.228 agências, correspondentes a 393 matrizes, em 1965 existia um total de 7.070 agências de 323 estabelecimentos bancários. (Quadro 1.11)

A expansão da rede ocorreu como um reflexo do processo de concorrência bancária pelos depósitos do público. Tal processo ocorria sem preocupações com os custos

provocados pela expansão, pois os depósitos à vista tinham custo zero e a taxa cobrada sobre os descontos situava-se em torno da taxa de inflação. Quanto maior o aumento de preços na economia maior o “spread” cobrado e portanto maiores os custos possíveis de serem absorvidos pelos bancos.

Apesar das limitações impostas pela lei de usura, quanto às taxas máximas de juros, os Bancos Comerciais conseguiam aumentar suas taxas ativas através de inúmeros artifícios. Cobravam “juros por fora”, e instituíram as “comissões” (de abertura de crédito, de cobrança, etc) que normalmente atingiam valores superiores à própria taxa de juros nominal oficialmente cobrada. Outro artifício era o das “contas vinculadas”, onde o tomador do empréstimo contraía uma dívida maior do que necessitava, deixando o diferencial depositado à vista ou à prazo, recebendo por esses depósitos uma remuneração bastante inferior ao custo desse empréstimo adicional.

Se por um lado esse processo de abertura indiscriminada de agências bancárias trouxe aumento nos custos de financiamento, por outro lado, deve ter contribuído para o alargamento do uso dos serviços bancários. Assim, a Moeda Escritural, que representava 68% do total dos meios de pagamento em 1950, participava com 78% em 1964. (Quadro 1.12)

Até 1965, quando se criou o Banco Central do Brasil, as funções típicas de um organismo desse tipo eram desempenhadas por vários órgãos, como o Tesouro Nacional, a Superintendência da Moeda e do Crédito e o Banco do Brasil. Este último organismo, além dos departamentos específicos de órgão monetário como a Carteira de Redescoto, Caixa de Mobilização Bancária, Carteira de Câmbio e a Carteira de Comércio Exterior, desempenhava também funções típicas de Banco Comercial.

Nesse período, até 1964, o controle da execução da política monetária por parte das autoridades responsáveis era extremamente limitado.

No que se refere às reservas compulsórias, sua validade como instrumento era reduzida, pois os recursos recolhidos pelos Bancos Comerciais junto às Autoridades Monetárias ficavam depositadas no Banco do Brasil, que as utilizava em suas operações ativas tanto no financiamento do setor privado como na cobertura do déficit do setor público. Ou seja, os recursos que deveriam permanecer no caixa das Autoridades Monetárias voltavam à circulação.

O redesconto, outro dos instrumentos de política monetária, baseava-se na possibilidade de alterar sua taxa para estimular ou desestimular seu uso. Entretanto, no Brasil, como a taxa ficava limitada à lei de usura (máximo de 12%) e as taxas de juros cobradas pelos Bancos Comerciais em seus descontos eram usualmente muito superiores à taxa máxima de redescontos, tornava-se sempre interessante, do ponto de vista financeiro, utilizar-se desses recursos. Na impossibilidade de controlar o valor do redesconto via taxa, necessitava-se estipular limites máximos por Banco, em função de seu capital e reservas, ou de seus depósitos. O redesconto era assim pouco útil para controle do crédito bancário por parte das autoridades monetárias.

Por fim, vejamos as possibilidades de uso do “open market”. Como já vimos, a inflação existente tornava pouco atrativos os títulos da dívida pública emitidos com juros nominais de 6 a 8%. Assim, a inexistência de uma massa considerável desses títulos no mercado e a dificuldade de colocação de novos, impossibilitava a utilização do “open” como instrumento de política monetária.

1.1.3. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NÃO BANCÁRIAS

Com a expansão da indústria de bens duráveis ampliou-se a necessidade de crédito de médio prazo no país. Com a finalidade de atender a esse mercado específico foram criadas as Sociedades de Crédito e Financiamento. A primeira destas instituições surgiu em 1946, mas foi nas décadas de cinquenta e sessenta sua maior expansão numérica, alcançando 202 sociedades em 1965, contra 33 em 1952.

Seu sistema operacional básico consistia na troca de duplicatas emitidas pelo mutuário, por letras de câmbio por ele sacadas e aceitas pela Financeira. Essas letras, após seu aceite, eram transacionadas com deságio, o que representava a remuneração do aplicador. A figura do deságio, que podia representar uma remuneração nominal bastante elevada, não era considerada como juros para efeito da lei de usura. A remuneração média, embora elevada, manteve-se em todo o período abaixo da inflação, mas apesar disso representava, alternativamente a outras formas de aplicação financeira existente no país, a mais atraente para o público em geral.

QUADRO 1.1**PRODUTO INTERNO BRUTO E POPULAÇÃO**

ANO	VALOR TOTAL		POPULAÇÃO	VALOR PER CAPITA	
	Preços 1964 milhões	Variação Anual	Em 1000 Hab.	Preços 1964	Variação Anual
1947	8047		48.411,0	166,2	
1948	8657	7,5	49.570,5	173,5	4,4
1949	9237	6,7	50.757,7	180,8	4,2
1950	9831	6,4	51.973,4	187,7	3,9
1951	10413	5,9	53.527,7	193,6	3,0
1952	11327	8,8	55.128,6	205,3	6,0
1953	11606	2,5	56.777,3	205,2	
1954	12780	10,1	58.475,3	217,9	5,7
1955	13655	6,8	60.224,2	226,6	4,0
1956	14092	3,2	62.025,5	227,8	0,5
1957	15225	8,0	63.880,3	238,7	4,8
1958	16397	7,7	65.790,8	249,7	4,6
1959	17292	5,4	67.810,3	254,9	2,1
1960	18952	9,6	69.796,7	272,1	6,7
1961	20949	10,5	71.810,7	291,6	7,2
1962	22049	5,2	73.882,8	298,3	2,3
1963	22306	1,2	76.014,7	293,4	- 1,6
1964	23055	3,3	78.208,1	294,8	0,4

Fonte: Conjuntura Econômica da Fundação Getúlio Vargas
Vol. 27, nº. 12, Dez.1973

QUADRO 1.2**ÍNDICE DE PRODUTO REAL POR RAMO DE ATIVIDADE****Base: 1949=100**

ANO	ÍNDICE PRODUTO SETORIAL			ÍNDICE
	AGRICULTURA	INDÚSTRIA	SERVIÇO	PRODUTO
1949	100,0	100,0	100,0	100,0
1950	101,5	111,3	107,1	106,5
1951	102,2	118,4	117,7	112,8
1952	111,5	124,3	130,4	122,6
1953	111,7	135,1	130,3	125,7
1954	120,5	146,8	147,2	138,4
1955	129,8	162,4	152,3	147,9
1956	126,7	173,6	159,4	152,6
1957	138,5	183,5	173,7	164,9
1958	141,3	213,2	183,1	177,6
1959	148,8	238,5	185,3	187,5
1960	156,1	261,4	209,4	205,7
1961	167,9	289,2	234,4	226,9
1962	177,1	311,8	242,1	238,8
1963	178,9	312,4	249,0	242,5
1964	181,3	328,5	254,1	249,6

Fonte: Conjuntura Econômica da Fundação Getúlio Vargas
Vol. 27, nº. 12, Dezembro 1973.

QUADRO 1.3
VARIAÇÃO NO ÍNDICE GERAL DE PREÇOS

Base 1965/67 = 100

ANO	ÍNDICE	TAXA VARIAÇÃO
1944	0,573	
1945	0,656	14,48
1946	0,765	16,62
1947	0,856	11,89
1948	0,916	7,01
1949	0,981	7,09
1950	1,09	11,11
1951	1,27	16,51
1952	1,42	11,81
1953	1,63	14,79
1954	2,07	26,99
1955	2,41	16,42
1956	2,89	19,91
1957	3,30	14,19
1958	3,73	13,03
1959	5,14	37,80
1960	6,64	29,18
1961	9,10	37,05
1962	13,8	51,65
1963	24,2	75,36
1964	46,1	90,50
1965	72,3	56,83
1966	99,8	38,04

Fonte: Conjuntura Econômica, vol.27, nº.12 – dez.73

QUADRO 1.4
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO – GOVERNO E EMPRESAS (*)
(1947 – 1964)

PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL		
ANO	GOVERNO	EMPRESAS
1947	15,8	84,2
1948	23,3	76,7
1949	29,4	70,6
1950	35,1	64,9
1951	25,0	75,0
1952	26,8	73,2
1953	29,4	70,6
1954	24,3	75,7
1955	24,0	76,0
1956	24,8	75,2
1957	37,0	63,0
1958	40,0	59,2
1959	32,3	67,7
1960	38,4	61,6
1961	29,5	70,5
1962	36,5	63,5
1963	29,0	71,0
1964	34,0	65,2

(*) inclusive empresas governamentais

Fonte: IBGE – FGV in Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social - Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais, pg. 102.

Situação

QUADRO 1.5

COLABORAÇÃO FINANCEIRA DO SISTEMA B.N.D.E. – 1952/1964

VALOR DA COLABORAÇÃO APROVADA				
ANOS	Setor Público (1)	Setor Privado (2)	Total (3)	Participação % 1/3
1952	1.181		1.181	100
1953	1.323	163	1.486	89
1954	2.709	289	2.998	90
1955	2.000	593	2.593	77
1956	6.410	313	6.723	95
1957	6.854	1.847	8.701	79
1958	10.676	1.647	12.323	86
1959	7.135	3.681	10.816	66
1960	13.683	1.230	14.913	92
1961	23.048	2.425	25.473	90
1962	25.042	1.154	26.196	96
1963	39.766	3.956	43.722	91
1964	97.600	6.041	103.641	94

Fonte: Revista do B.N.D.E. – “25 anos de BNDE – Avaliação”

QUADRO 1.6

ÍNDICE DE CONSTRUÇÃO E OUTROS

Base: 1948 = 100

ANO	CONSTRUÇÃO RESIDENCIAL (*)	CIMENTO	AÇO
1947	91	82	79
1948	100	100	100
1949	110	115	119
1950	123	125	153
1951	161	130	167
1952	179	145	174
1953	199	183	199
1954	191	217	230
1955	93	234	231
1956	163	294	268
1957	182	287	248
1958	124	337	273
1959	109	341	301
1960	133	397	356
1961	114	421	390

(*) representa autorização para construir

Fonte: Conjuntura Econômica, Janeiro 1963

QUADRO 1.7
SUBVENÇÃO OPERACIONAL DO GOVERNO
Preços de 1964

Cr\$ milhões

DISCRIMINAÇÃO	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Ferroviário	118,0	127,6	240,7	301,5	313,2	189,3
Marítimo	62,6	95,4	80,3	76,8	60,2	41,4
Portuário	1,91	3,1	13,5	10,2	24,5	7,9
Aéreo	5,03	12,0	34,2	20,1	17,8	7,65
Total (A)	185,8	277,7	368,7	408,6	415,7	246,3
Déficit Tesouro (B)	539,6	660,7	938,5	961,4	699,0	375,0
Relação A/B	0,34	0,42	0,39	0,43	0,59	0,66

Fonte: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social
 Relatório Preliminar sobre a Situação Monetária, Creditícia e do
 Mercado de Capitais

QUADRO 1.8

DÉFICIT DE CAIXA DA UNIÃO

ANO	<u>Déficit</u> Receita (%)	<u>Despesa</u> PIB (%)	<u>Receita</u> PIB (%)	<u>Déficit</u> PIB (%)
1953	7,8	9,2	8,6	0,7
1954	8,6	9,0	8,3	0,7
1955	10,2	8,8	8,0	0,8
1956	26,0	10,5	8,3	2,1
1957	47,7	12,0	8,1	3,8
1958	24,1	11,1	9,0	2,2
1959	34,0	11,7	8,7	3,0
1960	35,4	12,3	9,1	3,2
1961	41,1	12,8	9,1	3,7
1962	56,4	14,2	9,0	5,1
1963	54,2	15,0	9,7	5,3
1964	33,7	14,7	11,0	3,7

Fonte: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social,
Relatório Preliminar sobre a Situação Monetária, Creditícia
e do Mercado de Capitais. (pg. 52)

QUADRO 1.9

CAPITAL ESTRANGEIRO – MOVIMENTO DO CAPITAL DE EMPRÉSTIMOS

ANOS	MOVIMENTO DE CAPITAIS					RENDAS DE INVESTIMENTO				SALDO GERAL (5)-(8)=(9)
	INGRESSOS		Amortizações (4)	Saldo (4)=(5) (3)-	De Invest. Diretos e de Participação(6)	De Outros Investimentos (7)	Total (6)+(7)=(8)			
	Capitais de Emprést. (1)	Capitais de Risco (2)						Total (1) + (2)		
1947	259	55	29	285						
1948	9	67	82	- 6						-45
1949	119	44	107	56						-104
1950	52	39	85	6						101
1951	222	63	27	258						22
1952	110	94	61	143						400
1953	551	60	46	565						149
1954	369	51	134	286						-87
1955	145	79	197	27						555
1947/1955	1836	552	768	1620						31
1956	248	139	215	172						146
1957	356	178	260	274						273
1958	576	128	324	380						219
1959	589	158	378	369						307
1960	763	138	410	491						346
1961	839	147	456	530						1322
1956/1961	3341	888	2043	2043						50
1962	463	132	346	249						-12
1963	399	87	354	132						-227
1964	314	86	438	-38						-213
1965	507	42	592	-45						-402
1962/1965	1683	347	1730	298						

Fonte: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Relatório Preliminar sobre a Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais

QUADRO 1.10

DEPÓSITOS NOS BANCOS COMERCIAIS

ANO	RELAÇÃO
	<u>Depósitos a vista</u> Depósitos a prazo
1952	0,28
1953	0,25
1954	0,24
1955	0,19
1956	0,17
1957	0,14
1958	0,12
1959	0,10
1960	0,11
1961	0,09
1962	0,05
1963	0,05
1964	0,05
1965	0,04

Fonte: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Relatório Preliminar sobre Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais. (pg. 89)

QUADRO 1.11

ESTABELECIMENTOS BANCÁRIOS NACIONAIS

ANO	SEDE	AGÊNCIAS			TOTAL GERAL	Agências p/ Sede Exclusive B.B.
		Banco do Brasil	Demais	Total		
1942	374	214	1037	1251	1625	2,78
1943	437	237	1281	1518	1955	2,94
1944	477	256	1501	1757	2234	3,15
1945	477	259	1681	1940	2417	3,53
1946	473	267	1448	1715	2188	3,06
1947	442	277	1448	1725	2167	3,28
1948	424	277	1552	1829	2253	3,67
1949	412	277	1677	1954	2366	4,08
1950	402	279	1855	2134	2536	4,63
1951	404	284	1980	2264	2668	4,91
1952	404	314	2315	2629	3033	5,74
1953	404	338	2555	2893	3297	6,34
1954	398	350	2713	3063	3461	6,83
1955	395	359	2875	3234	3629	7,29
1956	395	362	3147	3509	3904	7,98
1957	393	373	3462	3835	4228	8,83
1958	391	387	3643	4030	4421	9,34
1959	377	435	3790	4225	4602	10,08
1960	351	450	3990	4440	4791	11,40
1961	341	472	4375	4847	5188	12,87
1962	336	501	5023	5524	5860	14,99
1963	327	525	5387	5912	6239	16,52
1964	328	578	5706	6284	6612	17,40
1965	323	624	6123	6747	7070	19,02
1966	305	640	6398	7038	7343	24,15
1967	254	697	6899	7497	7851	27,27
1968	223	720	7164	7884	8107	32,27
1969	205	740	7111	7851	8056	34,86

FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA
Vol. 27 – Janeiro 1973

QUADRO 1.12**MEIOS DE PAGAMENTO****Cr\$ milhões**

	Meios (1) Pagamento	Papel Moeda em Poder Público	Depósito (3) A Vista	Relações	
				3/1	2/1
1946	45,4	16,8	28,6	0,63	0,37
1947	46,6	16,9	29,6	0,64	0,36
1948	50,0	17,7	32,3	0,65	0,35
1949	58,3	19,4	38,9	0,67	0,33
1950	78,4	25,2	53,2	0,68	0,32
1951	90,7	28,4	62,3	0,69	0,31
1952	104,1	31,5	72,6	0,70	0,30
1953	124,1	37,9	86,2	0,70	0,30
1954	151,5	49,0	102,5	0,68	0,32
1955	177,9	57,1	120,8	0,68	0,32
1956	217,3	67,5	149,8	0,69	0,31
1957	290,9	81,2	209,7	0,73	0,27
1958	353,1	99,7	253,4	0,72	0,28
1959	500,6	127,1	373,5	0,75	0,25
1960	692,0	169,3	522,7	0,76	0,24
1961	1042,0	256,0	786,0	0,76	0,24
1962	1691,0	397,0	1294,0	0,77	0,23
1963	2778,0	684,0	2094,0	0,75	0,25
1964	5128,0	1156,0	3972,0	0,78	0,22

Fonte: Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, Relatório Preliminar sobre a Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais.

2. REESTRUTURAÇÃO DO SISTEMA

2.1. REFORMAS INSTITUCIONAIS PÓS 1964

O governo instituído em 1964 propunha-se retomar as altas taxas de crescimento do período anterior, conter as pressões inflacionárias, reduzir os déficits orçamentários do Tesouro Nacional, garantir a remuneração real aos ativos financeiros, criar um mercado de capitais eficiente na alocação dos recursos financeiros disponíveis e, por fim, propiciar maior flexibilidade ao setor externo. Para tanto, procurou reformar em profundidade o arcabouço institucional do país.

A fase mais fértil, no que se refere às reformas institucionais, correspondeu ao primeiro governo pós-1964. Esse período caracterizou-se pela implantação das reformas julgadas necessárias pelo governo então instituído. Do diagnóstico da crise econômica pela qual passava o País emergiram as medidas que iriam determinar o arcabouço do sistema. Cabe ressaltar que a grande maioria dessas medidas não significava alteração de algo preexistente, mas sim a montagem de uma estrutura que pudesse responder às necessidades do modelo a ser implantado.

Não faltaram os percalços inerentes aos novos experimentos, o que ficou evidenciado com o suceder de medidas complementares e alternativas.

No presente trabalho pretendemos nos concentrar nas reformas levadas a efeito na área do Mercado Financeiro e de Capitais, só ocasionalmente tratando de reformas pertinentes a outros setores.

2.1.1. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O papel do Estado, criando “poupança forçada” através do mecanismo emissor deveria ser abandonado, estimulando-se a poupança privada voluntária. Era necessário também que o público voltasse a confiar nos títulos da dívida pública, que deveriam transformar-se no único meio de financiamento do déficit de caixa do Tesouro.

Para tornar viável tal objetivo impunha-se criar condições de propiciar remuneração real aos poupadores. O primeiro instrumento nesse sentido foi a Lei 4357 de 16 de junho de 1964, que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, corrigidas monetariamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda. (vide anexo 1)

A Correção Monetária pode ser considerada uma das principais inovações a explicar a formação de um Mercado de Capitais de razoável porte e sofisticação no País apesar da inflação que tem-se mantido elevada, embora sistematicamente combatida com bastante empenho em alguns períodos e muito timidamente em outros.

A estruturação do Sistema Financeiro foi realizada fundamentalmente através da lei 4595 (31/12/64) – a chamada Lei da Reforma Bancária. Esta Lei constituiu-se em uma reformulação completa do Sistema Financeiro Nacional, consolidando-se nos moldes atuais. Através dela criaram-se os órgãos necessários à condução da Política Monetária, procurando-se evitar superposição de funções. Desta forma, foi definido com precisão o que se entendia por Sistema Financeiro Nacional, com a enumeração de seus componentes e a área de competência de cada um. Estes eram o Conselho Monetário Nacional (C.M.N.), o Banco Central da República do Brasil (BACEN), o Banco do Brasil, o

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (B.N.D.E.) e as demais instituições financeiras privadas e públicas.

Outra das peças fundamentais na estruturação do Sistema Financeiro foi a Lei do Mercado de Capitais (Lei nº. 4728 de 16.07.65), que atribuiu ao Conselho Monetário Nacional a disciplina no Mercado de Capitais e ao Banco Central a sua fiscalização. Pretendia-se com isso facilitar o acesso a informação sobre os títulos e valores distribuídos no mercado bem como sobre as sociedades que os emitiam; evitar manipulações do mercado: assegurar a equidade dos investidores pela fiscalização dos profissionais do setor; disciplinar a atividade de corretagem de títulos mobiliários e câmbio.

Estabeleceu-se o sistema de distribuição do mercado de títulos e valores mobiliários que seria constituído pelas Bolsas de Valores e Sociedades Corretoras, Instituições Financeiras autorizadas a operar nesse mercado, e sociedades ou empresas que tivessem por objetivo a subscrição e ou intermediação desses ativos financeiros.

Alguns dos instrumentos a serem operados por estas instituições também foram objeto da lei, como as ações, as debêntures conversíveis em ações e as ações endossáveis.

Criaram-se também os Bancos de Investimentos, instituições que deveriam dedicar-se ao crédito de longo prazo e às operações de “underwriting”. A Lei autorizou também, as obrigações com cláusulas de correção monetária – debêntures, letras de câmbio e certificados de depósitos bancário – desde que não violassem os requisitos de prazo e os limites de correção de suas congêneres governamentais.

Adicionalmente a essas reformas, procurou-se viabilizar os investimentos na área habitacional, como vimos um dos setores limitados anteriormente em sua expansão pelo controle dos aluguéis e inexistência de recursos de longo prazo.

A Lei 4494, de novembro de 1964, alterou radicalmente a lei do inquilinato, descongelando os aluguéis e criando formas específicas de reajuste, baseadas na variação do poder aquisitivo da moeda. Ao mesmo tempo criava-se o “Sistema Financeiro Habitacional “(S.F.H.)” com o objetivo de atuar em todos os aspectos do campo habitacional.

A partir da idéia de que para viabilizar realisticamente o programa dever-se-ia propiciar remuneração real ao capital, mesmo em um ambiente inflacionário, foi introduzido o conceito Unidade Padrão de Capital (U.P.C.), para corrigir monetariamente os valores envolvidos no sistema. (vide anexo 1)

O SFH teve sua constituição definida entre 1964 e 1966. O início ocorreu com a lei 4380, de agosto de 1964, que atribuiu ao Banco Nacional de Habitação (BNH) funções de “Banco Central” do Sistema.

Este Banco deveria contar com a receita proveniente de 1%, a fundo perdido, da folha de pagamento de todos os empregados sujeitos ao regime da Consolidação das Leis do Trabalho. Adicionalmente seria recolhido pelos proprietários de imóveis 4% do valor dos aluguéis recebidos e que correspondia a um empréstimo a ser devolvido em 20 anos. O BNH poderia também negociar empréstimos externos para financiar suas atividades. Entretanto, somente a criação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) viria a consolidar o sistema e propiciar os recursos necessários ao seu programa. O FGTS criado pela Lei 5107 de 1966, constituiu-se no primeiro grande fundo de poupança compulsória administrado pelo Governo, e cujos recursos foram contemplados com a cláusula de Correção Monetária. (vide Anexo 3)

As letras Imobiliárias constituíram-se em instrumento de captação de recursos voluntários do Sistema Financeiro Habitacional. Foram criadas pela própria Lei 4380/64 e seu valor de referência passou a ser expresso em Unidades Padrão de Capital (UPC), dentro da filosofia de remuneração real do capital.

Além desses, a captação passou também a ser feita através dos Depósitos de Poupança (as chamadas Cadernetas de Poupança). As cadernetas, embora criadas pela Lei 4380/64, somente foram regulamentadas em 1968. Este instrumento objetivava principalmente a poupança voluntária das famílias de renda baixa e era emitido através dos agentes financeiros do Sistema: Caixas Econômicas, Associações de Poupança e Empréstimo e Sociedades de Crédito Imobiliário. A conta, individual ou conjunta, podia ser movimentada livremente. Entretanto, para receber os primeiros rendimentos havia período de carência de seis meses. A partir desse prazo os depósitos eram corrigidos monetariamente a cada trimestre civil, e remuneravam 6% ao ano.

Paralelamente à implantação do Sistema Financeiro Habitacional e do instituto da Correção Monetária, aplicada a alguns setores da economia ou algumas formas contratuais específicas, montou-se um generalizado sistema de reajuste de preços, com revisão periódica, mas não automática, e que leva em conta a variação do poder de compra da moeda, mas que depende em muitos casos de decisão de política econômica. Temos, como principais passos na sua implantação as seguintes normas legais:

- No campo salarial, o decreto 54018 de junho de 1964, introduziu a forma de revisão dos salários, que seria feita segundo uma fórmula que levasse em conta o salário médio dos últimos 24 meses, a taxa de produtividade do ano anterior e a previsão do resíduo inflacionário para o exercício seguinte. (vide Anexo 4)
- No campo imobiliário pela lei 4494, de novembro de 1964, já apontada anteriormente.

2.2. DESEMPENHO E REFORMAS COMPLEMENTARES

Conforme o exposto, o governo instaurado a partir de 1964, implantou profundas reformas institucionais em seus três anos de mandato. Ao mesmo tempo colocou em prática uma política econômica que procurava obter simultaneamente uma queda nas taxas inflacionárias e uma retomada do ritmo de crescimento do produto.

Nos primeiros anos pós-1964, em particular no primeiro período governamental, a inflação foi relativamente reduzida, mas à custa de uma séria contenção no nível de atividade econômica. Enquanto a taxa de elevação de preços reduzia-se para níveis inferiores a 40% a.a, em 1965 a 1966 (Quadro 2.1), contra uma inflação de mais de 90% em 1964, o produto alcançava variações de apenas 2,7% (1965) e 3,8% (1966), que significavam taxas de variações do produto per capita de -0,1% e 1,4%, respectivamente (Quadro 2.2).

Nesse período, 1964-1966 o setor industrial viu-se particularmente atingido pela contenção do ritmo de atividade.

Assim, ocorreu no início de 1967 uma crise industrial de grandes proporções. A partir de 1967, já sob a condução do segundo governo pós-1964 procurou-se estimular a economia sem abandonar as metas de contenção da inflação.

Com este objetivo várias medidas de profundidade foram tomadas, demonstrando que embora o arcabouço institucional já tivesse sido implantado na primeira fase apontada, o sistema mostrava-se extremamente "Flexível" quanto à novas reformas de estrutura econômica e financeira do País, sem que a filosofia do governo inicialmente adotada fosse abandonada:

- Criaram-se inúmeros incentivos fiscais, dentre os quais se destacam os estímulos às exportações, principalmente de produtos manufaturados.
- Ainda como estímulo às exportações instituiu-se o sistema de taxa flexível de câmbio (21.08.68), que objetivava tornar as desvalorizações do câmbio pouco espaçadas no tempo, beneficiando o setor exportador. No sistema anterior, quando as desvalorizações eram bastante distantes entre si ocorria, como reflexo da inflação interna, uma significativa queda na remuneração real obtida pelo exportador, durante o longo período de vigência da mesma taxa cambial (vide anexo 4).
- Instituiu-se um complexo sistema de controle de preços, cabendo ao recém-criado CIP Conselho Interministerial de Preços – a execução de tal política. Através desse controle pretendia-se estimular o aumento de produtividade das empresas. Diagnosticava-se como uma das principais causas da inflação os excessivos custos em que estas incorriam que, se reduzidos através de um aumento de produtividade, deveriam refletir-se nos preços dos produtos. Ao mesmo tempo, dava-se continuidade à política salarial implantada no governo anterior; argumentava-se que tal medida era necessária para uma efetiva redução dos custos de produção.
- Colocou-se em prática um vigoroso plano de investimentos públicos, o que complementava o ambicioso plano habitacional levado a cabo através do Banco Nacional de Habitação, que passava a contar com elevados recursos do FGTS.
- Criaram-se dois novos fundos de Poupança compulsória em 1970: PIS – Programa de Integração Social e PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público.
O modo como foi conduzida a política econômica nos anos de 1967/1968, visava criar demanda efetiva, tanto através dos investimentos públicos, onde podemos englobar o próprio plano habitacional, como também via estímulos à retomada dos investimentos privados e à ampliação das exportações. De forma geral o objetivo de estimular a economia que se encontrava em forte recessão, foi bem sucedido, iniciando-se um período de expansão econômica acelerada que só terminaria em 1973.

O sucesso inicial pode ser creditado – do lado da demanda – em grande parte ao efeito multiplicador dos investimentos no setor de construção tanto de obras públicas como habitacional. Do lado da oferta a recuperação inicial beneficiou-se da elevada capacidade ociosa no período, que possibilitou o atendimento à demanda adicional sem pressões excessivas sobre os preços dos produtos.

Além disso, o complexo sistema de controle de preços instituído – para produtos e insumos, inclusive salários – foi utilizado com rigor tornando-se uma das peças fundamentais da política econômica em prática. Através dele visava-se ordenar o sistema de preços, para torná-lo uma medida, ainda que imperfeita, da eficiência alocativa da economia, evitando-se pelo seu uso variações indiscriminadas de preços. Procurava-se entretanto evitar a descapitalização das empresas, fossem do setor privado como público.

Estas foram contempladas com reajustes de preços que as tornaram gradativamente independentes dos subsídios operacionais do Tesouro.

Em resposta às medidas apontadas para a reativação e controle da economia, já em 1968 o nível de atividade recuperava-se. Assim, por exemplo o nível de emprego industrial em São Paulo, alcançava 1032 pontos, quando havia atingido 925 em 1967 (Índice de Emprego Industrial no Estado de São Paulo, base dez. 1964 = 100; in Boletim do Banco Central do Brasil, vol. 7, nº. 10, outubro de 1971) e a formação bruta de capital, como percentagem da renda que se reduzira de 13,85% em 1963 para 11,68% em 1966,

alcançava em 1968 a taxa de 13,08%. Iniciava-se nesse ano a fase de euforia de crescimento que durou até 1973 e cujos marcos principais foram:

- Durante o período 1967/1973 o produto total cresceu a taxas anuais médias da ordem de 10,5%, com um crescimento acumulado na renda per capita da ordem de 62% (Quadro 2.2.).
- As taxas inflacionárias foram gradativamente contidas. Em 1967 a variação de preços alcançou a taxa de 28,2%, reduzindo-se até alcançar em 1973 a taxa oficial de 15,1%.
- As exportações brasileiras passaram de US\$ 1,7 bilhões em 1967 para US\$ 6,2 em 1973, com saldos favoráveis na Balança de Comércio em cinco dos sete anos do período 1967/1973. (Quadro 2.3.)
- Deu-se no período 1968/1973 um afluxo considerável de capital estrangeiro, com um saldo líquido de 5 bilhões de dólares. A maior parcela de ingresso bruto correspondeu a empréstimos e financiamentos, US\$ 6,4 bilhões, sendo que 70% desses recursos ingressaram em 1973 (Quadro 2.4).
- O Tesouro obteve êxito na gradativa redução de seu déficit de Caixa. De um déficit da ordem de 17,9% em relação a receita orçamentária, obteve-se 1,4% em 1972 e um superávit de 0,5% em 1973. Além disso, os déficits foram financiados essencialmente através de recursos não inflacionários, obtidos através da colocação de títulos da dívida pública (Quadro 2.5).
- Realizaram-se no período investimentos nos mais variados campos, quer em infraestrutura (transporte, comunicações, energia elétrica); como na indústria de insumos básicos e bens de capital. De modo geral a capacidade produtiva do setor industrial foi largamente expandida no período. Em 1973, a relação Formação Bruta de Capital / Produto Interno Bruto alcançava a elevada taxa de 27,3%.
- O Mercado de Capitais teve no período um considerável crescimento, possibilitando a mobilização dos recursos necessários aos investimentos acima apontados. Sua análise será levada a efeito no capítulo três deste trabalho, que se segue

QUADRO 2.1

ÍNDICE GERAL DE PREÇOS (*)

Base: 1965 – 1967 : 100

ANO	ÍNDICE	VARIAÇÃO ANUAL
1964	46,1	90,5
1965	72,3	56,8
1966	99,8	38,0
1967	128	28,2
1968	159	24,2
1969	192	20,7
1970	230	19,8
1971	277	20,4
1972	324	17,0
1973	373	15,4
1974	480	28,7
1975	613	27,7
1976	866	41,3
1977	1236	42,7

(*) Índice calculado pela F.G.V. – Coluna 2

Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna

QUADRO 2.2
PRODUTO INTERNO BRUTO

ANO	VALOR TOTAL			POPULAÇÃO milhões	VALOR PER CAPITA		
	Ci\$ milhões PREÇOS 1977	Milhões US\$ (*)	(%) VARIACÃO ANUAL		Ci\$ PREÇOS 1977	US\$ (*)	(%) VARIACÃO ANUAL
1965	835.814	52.075,6	2,7	81,0	10.318,7	642,9	-0,1
1966	871.992	54.329,7	3,8	83,3	10.468,1	652,2	1,4
1967	915.136	57.017,8	4,8	85,7	10.678,4	665,3	2,0
1968	1.017.236	63.379,2	11,2	88,2	11.533,3	718,6	8,0
1969	1.117.801	69.644,9	10,0	90,8	12.310,6	767,0	6,7
1970	1.216.684	75.805,8	8,8	93,4	13.026,6	811,6	5,8
1971	1.378.373	85.879,9	13,3	96,0	14.358,1	894,6	10,2
1972	1.540.494	95.980,9	11,7	98,7	15.607,8	972,5	8,6
1973	1.754.438	109.310,7	14,0	101,4	17.302,21	1078,0	10,8
1974	1.926.082	120.005,1	9,8	104,2	18.484,5	1151,7	6,8
1975	2.035.837	126.843,4	5,6	107,1	19.008,7	1184,3	2,8
1976	2.222.617	138.480,8	9,2	110,1	20.187,2	1257,8	6,2
1977	2.326.100	144.928,3	4,6	113,2	20.548,6	1280,3	1,8

Fonte: Conjuntura Econômica da F.G.V. – Vol. 31, n.º. 7, de julho de 1977
Relatório Anual do Banco Central do Brasil - 1977

(*) Conversão à taxa de câmbio de Dez. 1977 (venda = 16,05)

QUADRO 2.3

BALANÇO DE PAGAMENTOS (US\$ milhões)

ANO	BALANÇA COMERCIAL			Serviços	Transf. Unilat.	Total Transações Correntes	CAPITAL					Erros e Omissões	Superávit ou Déficit (-)
	Export. (FOB)	Import. (FOB)	Saldo (FOB)				Invest.	Emprést.	Amort.	Outros	TOTAL		
1964	1.430	- 1.086	344	- 259	55	140	28	221	- 277	110	82	- 218	4
1965	1.596	- 941	655	- 362	75	368	70	363	- 304	- 135	- 6	- 31	331
1966	1.741	- 1.303	438	- 463	79	54	74	508	- 350	- 108	124	- 25	153
1967	1.654	- 1.441	213	- 527	77	- 237	76	530	- 444	- 135	27	- 35	- 245
1968	1.881	- 1.855	26	- 556	22	- 508	61	583	- 484	381	541	- 1	32
1969	2.311	- 1.993	318	- 630	31	- 281	177	1.201	- 493	- 14	871	- 41	549
1970	2.739	- 2.507	232	- 815	21	- 562	132	1.510	- 672	45	1.015	92	545
1971	2.904	- 3.245	- 341	- 980	14	- 1.307	168	2.523	- 850	5	1.846	- 9	530
1972	3.991	- 4.235	- 244	- 1.250	5	- 1.489	318	4.320	- 1.202	56	3.492	436	2.439
1973	6.199	- 6.192	7	- 1.722	27	- 1.688	940	4.298	- 1.673	- 53	3.512	355	2.179
1974	7.951	- 12.641	- 4.690	- 2.433	1	- 7.122	887	7.355	- 1.920	- 68	6.254	- 68	- 936
1975	8.670	- 12.210	- 3.540	- 3.162	2	- 6.700	892	7.483	- 2.172	- 14	6.189	- 439	- 950
1976	10.128	- 12.348	- 2.218	- 3.763	4	- 5.977	962	8.874	- 2.992	- 193	6.651	518	1.192
1977 *	9.264	9.016	248	- 2.994	3	- 2.743	599	4.777	- 2.807	20	2.589	- 304	- 458

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil
(*) Até setembro

QUADRO 2.4
MOVIMENTO DE CAPITAIS (US\$ milhões)

	1968/72	1973	1974	1975	1976	1977
INGRESSOS	2.177	5.630	7.587	8.860	10.524	10.031
1. Investimentos	213	1.019	999	1.097	1.207	996
2. Empréstimos e Financiamentos	1.875	4.495	6.571	6.148	8.054	8.568
3. Outros	89	116	17	1.615	1.263	467
SAÍDAS	885	1.921	2.114	2.671	3.873	5.168
1. Investimentos	42	79	116	205	245	155
2. Empréstimos e Financiamentos	740	1.673	1.925	2.185	3.015	4.127
3. Outros	73	169	73	78	343	623
SALDO	1.322	3.709	5.473	6.189	6.651	4.863

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

QUADRO 2.5
EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOURO NACIONAL

Cr\$ milhões

ANO	RECEITA	DESPESA	SUPERÁVIT (+) DÉFICIT (-)	FONTE DE RECURSOS	
				AUTORIDADES MONETÁRIAS	PÚBLICO
1966	5910	6.496	- 586	- 190	606
1967	6814	8039	- 1225	716	509
1968	10275	11502	- 1227	1089	138
1969	13953	14709	- 756	- 733	1489
1970	19194	19932	- 738	- 839	1577
1971	26980	27652	- 672	- 2022	2694
1972	37738	38254	- 516	- 7685	8201
1973	52863	52568	+ 295	- 6499	6204
1974	76810	72928	- 3882	- 8790	4908
1975	95446	95373	+ 73	- 16356	16283
1976	166220	165797	+ 423	- 20402 (*)	19979
1977	242893	241850	+ 1043	2402 (*)	- 3445

(*) Inclui Caixa Econômica Federal
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

3. CORREÇÃO MONETÁRIA E MERCADO DE CAPITAIS

Um dos principais objetivos das autoridades governamentais pós-1964 foi a implantação de um mercado de crédito de longo prazo, através do qual as poupanças voluntárias e compulsórias pudessem ser mobilizadas para atender às necessidades de investimentos públicos e privados. Nas reformas institucionais levadas a efeito no período 1964/1967 deu-se particular atenção ao mercado de capitais, criando-se novas instituições e reestruturando-se outras.

No cerne de todo o sistema encontrava-se a Correção Monetária, instrumento que explica o próprio mercado de capitais e o tornou viável. Entretanto o sistema implantado apresentava alguns problemas internos que se fizeram sentir em sua plenitude a partir do recrudescimento inflacionário, pós-1974.

A seguir pretendemos fazer algumas considerações teóricas sobre a Correção Monetária, estudar o tipo de instabilidade que ela tende a gerar, e por fim analisar o comportamento do Mercado Financeiro e de Capitais brasileiro dentro da estrutura teórica apresentada.

3.1. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS SOBRE A CORREÇÃO MONETÁRIA

A taxa de juros nominal, pode ser decomposta da seguinte forma:

$$(1 + i) = (1 + r) (1 + p^e)$$

$$i = r + p^e + r p^e$$

$$i = \text{taxa de juros nominal}$$

Onde

$$r = \text{taxa de juros real}$$

$$p^e = \text{expectativa de variação de preços}$$

Assim, antecipadamente, a taxa de juros nominal depende essencialmente da taxa de juros real prevalecente e da expectativa de inflação.

Ex-post, a taxa de juros real dependerá essencialmente da relação entre a inflação esperada e aquela efetivamente ocorrida.

Dependerá também da velocidade de ajuste da taxa nominal às novas expectativas de inflação. Ou seja, ex-ante, na medida em que ocorra uma variação repentina na inflação esperada, a transferência dessa nova expectativa de inflação para a taxa nominal de juros deverá ser feita gradualmente. Mesmo que a inflação seja corretamente antecipada, mas ainda não completamente incorporada à taxa nominal de juros, poderá haver uma taxa real ex-post menor do que a prevalecente no mercado ex-ante.

Convivendo a economia com ativos indexados e não indexados, cria-se uma duplicidade de moeda, uma a moeda de conta usual, com a qual são realizadas transações diárias e contratos, e outra indexada, basicamente contratual.

Nessa economia torna-se extremamente importante para tomadores e ofertantes de recursos a taxa de conversão entre a moeda legal e indexada. Embora a taxa de

conversão seja independente dos fluxos entre os setores nominais e reais a expectativa quanto à taxa de conversão é fundamental para explicar os fluxos. O setor nominal para sobreviver terá que ser eficiente no ajuste de sua remuneração, baseado unicamente nas expectativas de inflação. Assim, uma das características dessa economia será aumentar a velocidade de ajuste da taxa nominal de juros, que usualmente é bastante lenta em economias sem a duplicidade de moeda ⁽¹⁾.

Com base nessa expectativa de taxa de conversão os ofertantes de recursos procurarão adquirir ativos indexados ou não. Também será fundamentada nessa expectativa a demanda de recursos por parte das empresas. Além disso, a correção monetária amplia a velocidade dos ajustes, no setor nominal, aumenta o risco e a incerteza quando a antecipação dos rendimentos reais.

Em qualquer sociedade a expectativa de uma inflação elevada reduz a demanda por moeda, e em geral por ativos financeiros, sendo os recursos transferidos, por parte dos poupadores, para ativos reais – em geral bens de raiz – que mantêm seu valor mesmo com altas taxas de inflação. Entretanto, o custo dessas transferências é usualmente elevado. A existência na economia de ativos com correção monetária torna o sistema extremamente flexível quanto à transferência de recursos entre ativos monetários e outros que preservam seu valor mesmo na inflação.

Assim, quando se espera um recrudescimento inflacionário, ocorre, por parte dos poupadores, uma transferência maciça de recursos dos ativos monetários ou ativos financeiros não indexados para os ativos indexados.

Por outro lado, os demandantes de recursos, prevendo uma aceleração na taxa inflacionária procuram criar exigibilidades não indexadas que, como foi visto, tendem a ajustar-se gradualmente às mudanças na expectativa de inflação.

Desse modo, quando se espera uma elevação na taxa inflacionária demandantes de recursos e ofertantes se orientam para setores diferenciados ⁽²⁾. Enquanto os ofertantes levam seus recursos para as instituições financeiras que remuneram com Correção Monetária, os demandantes se dirigem às instituições que emprestam com Correção Monetária. Isso gera tendência à instabilidade nas instituições financeiras que vêem os recursos necessários às suas operações aumentando ou diminuindo com extrema rapidez, com consequentes crises de liquidez no sistema. Esse comportamento ocorre por que as remunerações são independentes dos fluxos e amplia sua intensidade quando, dentro do setor financeiro ocorre uma especialização no sentido de que um segmento do mercado opera essencialmente em valores reais (indexação) e outro em valores nominais.

Por outro lado, as empresas que operam normalmente em moeda corrente podem sofrer sérios problemas com suas exigibilidades indexadas, em um contexto de alta inflação. Sendo a inflação a média ponderada de uma infinidade de preços, é aceitável pensarmos que devem existir produtos ou bens, cuja taxa de variação de preços é maior ou menor do que a inflação calculada. Alguns estudos ⁽³⁾ tem demonstrado que quanto maior a taxa de inflação – o que provavelmente reflete um maior “conflito” entre setores – maior é a variância nos preços relativos ⁽⁴⁾.

Brasileira

¹ Para uma discussão ampla sobre a correção monetária e seu impacto sobre a economia brasileira. – vide SILVA, Adroaldo Moura da: “Evolução Recente da Economia Brasileira”, mimeo, não publicado.

² Beckerman, Paul – The Trouble with Index-Linking: Notes on the Recent Brazilian Experience. Mimeo, não publicado, 1978.

³ Friedman, Milton – Inflation and Unemployment, in Journal of Political Economy, 1977, vol. 85, nº. 3.

⁴ Aceitando-se tal fato, pode-se concluir que quanto maior a taxa de inflação, maior o risco incorrido por uma empresa que possua exigibilidade indexada pela Correção Monetária.

A empresa opera com a maioria de seus custos e o preço de seus produtos em termos de moeda legal. Seu fluxo de caixa é em moeda legal. Sua geração de recursos é em moeda legal.

Quanto maior a taxa de inflação, maior o risco de qualquer empresa ser penalizada em termos de custos e preços de seus produtos ⁽⁵⁾, e de não ser capaz de gerar caixa na proporção necessária para saldar seus compromissos indexados.

Note-se que a crise pode ser simplesmente de liquidez e não patrimonial. Se os recursos obtidos pela empresa no mercado financeiro foram alocados em investimentos, num contexto inflacionário o patrimônio da empresa pode ser mais do que suficiente para garantir suas exigibilidades, entretanto pode estar carente de recursos líquidos para saldar seus compromissos ⁽⁶⁾.

Na medida em que o problema descrito ocorra, uma parcela significativa das empresas existentes – as que foram penalizadas pela inflação – tornar-se-ão ilíquidas, com reflexos no próprio mercado financeiro, que passará a acumular débitos em aberto, ao invés dos recursos que necessita para saldar seus próprios compromissos.

Adicionalmente, a indexação torna a economia, do ponto de vista financeiro, extremamente flexível; do ponto de vista produtivo, o sentido é exatamente contrário, pois tende a enrijecer o sistema de preços. Quando uma larga variedade de bens e serviços têm seus preços indexados, estes deixam de refletir a escassez relativa, e podem comprometer a alocação eficiente de recursos da economia.

Uma economia totalmente indexada seria bastante rígida à modificações na sua estrutura econômica.

3.2 O CASO BRASILEIRO

A introdução do mecanismo da Correção Monetária deu-se no Brasil, em uma situação de inflação elevada, que se acreditava logo se tornaria decrescente, pois o governo instaurado em 1964 mantinha como uma de suas metas fundamentais o combate à inflação.

Pretendia-se obter um fortalecimento mercado financeiro e de capitais – onde poupanças voluntárias pudessem ser mobilizadas para os investimentos públicos e privados – no contexto de uma economia inflacionária. A compatibilização deu-se através da criação da Correção Monetária. Implantada em 1964, para indexar alguns setores específicos, visava reduzir a transferência de riqueza que ocorria entre credores e devedores dada a situação inflacionária vigente, viabilizando não só o mercado de capitais, como o setor habitacional e a dívida pública.

Apesar dos esforços iniciais das autoridades, as instituições privadas do setor financeiro não se sentiram atraídas pelas operações com correção monetária, pelo risco indicado na seção anterior, que passou a ser usada quase exclusivamente em operações dos agentes financeiros governamentais, em suas operações diretas ou por repasse, e no subsistema habitacional, onde mesmo os agentes privados estão umbilicalmente ligados ao B.N.H.

⁵ Penalizada porque o preço de seus produtos subiram menos do que a média e/ou seus custos mais do que a média.

⁶ Por não existir mercado organizado para bens de capital usados, particularmente máquinas e equipamentos, o patrimônio real da empresa lhe oferece poucas possibilidades de realização.

Para contornar esse impasse criou-se a figura da correção monetária pré-fixada (⁷), que representa na verdade uma taxa nominal de juros administrada pelo Banco Central.

Embora o mecanismo da Correção Monetária tenha viabilizado a formação de um amplo Mercado de Capitais, isso não significa dizer que o desenvolvimento do Mercado tornou-se independente da inflação. Isso pode ser visto estudando-se as várias fases pelas quais passou o País a partir de 1967, no que diz respeito à inflação.

A primeira engloba os anos de 1967 a 1973, quando os Índices inflacionários apresentavam-se decrescente (Quadro 3.1). A segunda fase, que se inicia em 1974 e se estende até hoje, correspondeu a uma fase de recrudescimento inflacionário, reflexo de pressões internas, já sentidas durante o ano de 1973 e externas onde a crise do petróleo desempenhou um papel marcante, haja visto as compras externas desse produto terem se expandido de US\$ 710 milhões (1973) para US\$ 4.068 milhões (em 1977), representando cerca de 30% do total das importações do país neste último ano. Assim, as taxas de aumento de preços mostraram-se crescentes nos anos 1974/1977, alcançando taxas da ordem de 40% nos anos de 1976 e 77 (Quadro 2.1).

Enquanto a inflação se apresentou decrescente no país, entre 1964 e 1973, o mecanismo da correção monetária cumpriu satisfatoriamente seus objetivos, sem evidenciar os problemas que logo surgiram. Nessa primeira fase pode-se dizer que a correção monetária deixou um saldo positivo, tendo tornado possível compatibilizar a inflação com o Mercado de Capitais.

- Entre 1968 e 1973, em termos reais, ocorreu uma expansão superior a 250% no saldo de haveres financeiros, alcançando nesta última data, (a preços de dez/77) a importância de Cr\$ 765 bilhões (Quadros 3.1 e 3.2).
- A relação haveres monetários/não monetários, que representava 2,7 em 1968, reduziu-se para 0,76 em 1973 (Quadro 3.1).
- A maioria dos haveres não monetários tiveram um crescimento real excepcional no período como é o caso das letras de câmbio (475%), os depósitos a prazo fixo (1174%), os títulos da dívida (648%), as cadernetas de poupança, que praticamente inexistiam em 1967, já em 1973 representavam 11,5% do total de haveres não monetários (Quadro 3.3).
- Os fundos de poupança compulsória, criados entre 1967 e 1970, em 1973 representavam um saldo da ordem de Cr\$ 28,5 bilhões (Cr\$ 100,5 bilhões a preços de dezembro de 1977). (vide Quadro A-3).
- O sistema financeiro habitacional, efetuara empréstimos cujo saldo ao final de 1973 alcançava Cr\$ 38,3 bilhões (Cr\$ 144 bilhões a preços de dez/77), com recursos captados e transferidos com correção monetária.

Entretanto no período pós-1973, quando a inflação tornou-se crescente, o sistema que operava com duplicidade de unidade de conta passou a gerar sérios problemas. Iniciou-se uma transferência maciça de recursos, por parte dos poupadores, dos ativos não indexados para aqueles que incorporavam a correção monetária. De imediato procuraram reduzir parte de seus saldos em ativos monetários, em particular depósitos à vista, provocando uma crise de liquidez no sistema bancário. Transferiram também seus recursos dos ativos financeiros que remuneravam com taxa nominal pré-fixada – letras de câmbio, depósitos a prazo, etc. – para ativos indexados.

⁷ Corresponde a uma taxa nominal de juros onde uma parcela é conceituada, a priori, como Correção Monetária.

Até 1973, os ativos sem correção monetária ou com correção monetária pré-fixada remuneraram a uma taxa anual superior àquela representada pelos ativos com correção monetária. Tal situação inverteu-se quando a inflação passou a apresentar taxas crescentes a partir de 1974, tendência reforçada pela existência na época de regulamentação que determinava taxas máximas de remuneração nos diversos ativos sem correção monetária (Quadro 3.4).

Como resultado dessa alteração na estrutura de remuneração, em 1974 o saldo real das Letras de Câmbio e Depósitos a Prazo Fixo apresentou retração. Os Depósitos a Prazo Fixo, recuperaram-se nos anos posteriores, principalmente pela elevada liquidez que adquiriram no “open market”, enquanto o saldo das Letras de Câmbio continuou a reduzir-se. A participação desses dois ativos no total dos haveres não monetários, reduziu-se de 49% em 1973, para 32% em 1977. Em contrapartida, os saldos dos Títulos da Dívida e dos Depósitos de Poupança e Letras Imobiliárias, captados por agências do Estado ou sob sua garantia, expandiram-se em 106% em termos reais no período (1974/1977), passando a representar uma percentagem superior a 63% do total de haveres não monetários.

Em consequência desse deslocamento de recursos, já sentido em 1974, o setor financeiro privado, que praticamente não opera com Correção Monetária, foi levado a uma crise violenta de liquidez, e que resultou na quebra de inúmeras instituições financeiras isoladas e mesmo alguns conglomerados financeiros. A crise só não atingiu maiores proporções graças à ação do Estado, que injetou um considerável volume de recursos em auxílio a um elevado número de instituições financeiras e estimulou suas fusões e incorporações, contribuindo inclusive com recursos para viabilizá-las⁽⁸⁾.

Por outro lado, na medida em que os ofertantes de recursos procuravam ativos com Correção e sendo o Estado o único setor que direta – títulos da dívida – ou indiretamente (Sistema Financeiro Habitacional) tomam recursos indexados, ampliou-se naturalmente a parcela da poupança voluntária por ela controlada, e que veio a somar-se às volumosas poupanças compulsórias (FGTS, PIS, PASEP) geridas pelo poder público. Com isso a parcela da poupança financeira total controlada pelo Estado que já era considerável em 1973 – da ordem de 60% - ultrapassou a marca dos 70% em 1977.

Para as empresas que possuíam exigibilidades com Correção Monetária deu-se também uma crise de grandes proporções. A elevação da taxa inflacionária refletiu-se no aumento das exigibilidades nominais das empresas, em momentos em que a maioria realizava pesados investimentos com esses recursos. Do ponto de vista financeiro deu-se uma iliquidez dessas empresas que não tinham capacidade de gerar recursos de caixa na proporção do aumento de seus compromissos corrigidos. Sendo o Estado praticamente o único agente que emprestava com Correção Monetária foi possível assumir diretamente parte desse encargo, limitando as taxas de Correção exigíveis dos mutuários ao máximo de 20%, quando a inflação vem alcançando taxas da ordem de 40%;

Paralelamente, para reduzir o impacto da inflação sobre as exigibilidades dos mutuários e contratantes em geral com cláusula de Correção Monetária e desestimular a aplicação por parte dos poupadores em ativos indexados, foi sendo modificada a fórmula do cálculo da Correção, atenuando seu efeito e corrigindo somente parte da efetiva inflação verificada⁽⁹⁾.

⁸ Segundo dados do Banco Central, o saldo dos recursos que essa instituição injetou no sistema financeiro alcançava em 31/5/78 Cr\$ 15,4 bilhões para atender as instituições financeiras sob intervenção desse órgão e mais Cr\$ 9,6 bilhões para atender as chamadas soluções de mercado.

⁹ Vide Anexo 1

Como foi visto, o Estado assumiu o controle de parcelas crescentes da poupança financeira interna, através de seus haveres financeiros e da poupança compulsória que administra. Tais recursos custam ao Estado taxas que variam entre 3% a 8%, mais correção monetária. Em contrapartida, implantou um generalizado sistema de crédito subsidiado, através do quase repassa os recursos captados:

- Crédito subsidiado concedido à agricultura a juros nominais a partir de 13% e que se expandiu em 127% nos últimos dois anos, alcançando ao final de 1977 um saldo não inferior a 200 bilhões.
- Crédito subsidiado à exportação, complementando a renda do exportador penalizado pela manutenção de uma taxa de câmbio desvalorizada.
- Financiamentos concedidos via BNDE, cuja correção monetária se manteve a partir de 1975 em 20%, enquanto a inflação alcançava a casa dos 40%. A partir de 1974, esse organismo passou a contar com recursos provenientes do PIS – PASEP, importante fonte de poupança compulsória. Através dessa fonte suplementar o BNDE conseguiu expandir seu saldo de empréstimos entre 1973 e 1977, à uma média anual superior a 90%. Neste último ano o saldo de empréstimo alcançou a importância de Cr\$ 148,3 bilhões, com um desembolso efetivo no ano de Cr\$ 44 bilhões (Quadro 3.5).
- Assistência ao setor financeiro privado do país, cujos recursos envolvidos alcançam uma importância da ordem de Cr\$ 57 bilhões e cuja remuneração do Estado varia, alcançando em alguns casos a taxa nominal de apenas 6%.

Como se vê, a economia brasileira encontra-se em uma situação na qual o Estado controla uma parcela extremamente elevada da poupança financeira, captando esses recursos via mecanismos de poupança compulsória, ou através de ativos com juros e correção monetária. Esses ativos hoje revestem-se da interessante característica de oferecerem simultaneamente uma das maiores remunerações do mercado de capitais, não apresentam qualquer risco e mantêm excelente liquidez. Por outro lado, o Estado oferece extensas linhas de crédito subsidiado para variados setores de atividade. Dessa forma o Estado opera sistematicamente com spread negativo, provocando redistribuição de renda entre vários segmentos da sociedade, e criando uma grave distorção no sistema econômico.

O setor financeiro privado mantém-se extremamente instável, os rápidos deslocamentos de recursos entre os setores indexados e não indexados, provocam periódicas situações de escassez ou excesso de recursos em determinados segmentos do mercado. Esse setor possui poucas condições de concorrer com os agentes financeiros do Estado – dos quais se torna repassador – ou com seus ativos sem risco e vantajosa remuneração.

Quanto ao mercado de ações sua área de atuação se torna bastante estreita pela carência de recursos voluntários que afluam ao mercado de risco, em um contexto inflacionário e onde existem ativos indexados garantidos pelo Estado (¹⁰).

A correção monetária, que se pretendia restrita a determinados setores, e de efeito limitado no tempo, na medida em que havia um compromisso político de combate à inflação, vem fazendo sentir seu efeito crescente em nossa economia. Alastram-se as áreas que atuam com correção monetária, aumentando o peso relativo da “segunda moeda” representada pela UPC ou ORTN.

¹⁰ Para uma análise mais ampla dos efeitos negativos sobre o mercado de ações vide o trabalho apresentado pela B.V.S.P. no IV Assembléia Geral da F.I.A.B.V. – “Inflação e Mercado de Capitais” e elaborado por Silva, A.M.; Luna, F.V.; Cruz, H.N.

QUADRO 3.1

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS (Cr\$ MILHÕES)

ANO	HAVERES NÃO MONETÁRIOS				RELAÇÃO		TOTAL HAVERES FINANCEIROS				
	HAVERES MONETÁRIOS (a)	DEPÓSITOS DE POUPANÇA	DEPÓSITOS A PRAZO FIXO	LETRAS DE CâMBIO	LETRAS IMOBIL.	TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA	TOTAL (b)	HAV. MON./ NÃO MON.	NOMINAL (a) + (b)	PREÇOS DEZ. 77	US\$ (*) DEZ. 77
64	5.087	-	140	230	-	73	443	11,48	5.530	130.211	8.113
65	9.095	-	257	695	9	463	1.424	6,39	10.518	184.196	11.476
66	10.472	18	314	906	47	1.434	2.719	3,85	13.191	166.492	10.373
67	15.392	86	704	2.105	290	2.520	5.705	2,70	21.097	214.180	13.345
68	21.181	330	1.449	4.558	644	3.535	11.334	1,87	32.515	263.315	16.406
69	27.990	893	2.103	6.172	1.195	5.881	17.396	1,61	45.386	305.701	19.047
70	35.358	2.082	4.442	8.285	2.007	10.111	28.098	1,26	63.456	358.475	22.335
71	46.265	3.771	9.487	15.117	3.128	15.445	48.438	0,96	94.703	446.730	27.834
72	63.829	7.713	17.017	20.973	5.015	26.180	78.619	0,81	142.448	581.836	36.251
73	93.835	14.122	25.811	34.820	6.517	38.344	122.846	0,76	216.681	764.660	47.642
74	125.185	28.925	33.471	42.608	8.287	47.822	166.530	0,75	291.715	765.342	47.685
75	179.345	55.234	54.568	55.809	8.937	97.548	285.930	0,63	465.275	944.711	58.860
76	248.345	107.539	73.132	68.392	9.779	153.889	435.961	0,51	684.306	149.221	59.141
77	342.270	177.280	125.763	85.633	10.809	240.492	678.941	0,50	1.021.211	1.021.220	63.627

FONTE: Banco Central do Brasil

(*) Conversão à taxa de câmbio de Dez. 1977 (venda = 16,05)

QUADRO 3.2

HAVERES FINANCEIROS

(Participação - %)

ANO	HAVERES MONETÁRIOS	HAVERES NÃO MONETÁRIOS							Total Hav. Não Monetários
		Depósito Poupança	Depósito P. Fixo	Letras Câmbio	Letras Imobiliárias	Títulos D.Pública			
1964	91,98		2,53	4,16				1,32	8,02
1965	86,47		2,44	6,61		0,08		4,40	13,53
1966	79,39	0,14	2,38	6,87		0,36		10,87	20,61
1967	72,96	0,41	3,34	9,97		1,37		11,94	27,04
1968	65,14	1,01	4,46	14,02		1,98		10,87	34,86
1969	61,67	1,97	4,63	13,59		2,63		12,96	38,33
1970	55,72	3,28	7,00	13,06		3,16		15,93	44,28
1971	48,85	3,98	10,02	15,96		3,30		16,31	51,15
1972	44,81	5,41	11,95	14,72		3,52		18,38	55,19
1973	43,31	6,52	11,91	16,07		3,01		17,69	56,69
1974	42,91	9,91	11,47	14,61		2,84		16,39	57,09
1975	38,55	11,87	11,73	11,99		1,92		20,97	61,45
1976	36,29	15,72	10,69	9,99		1,43		22,49	63,71
1977	33,52	17,36	12,32	8,38		1,06		23,55	66,48

Fonte: Banco Central do Brasil

QUADRO 3.3

HAVERES NÃO MONETÁRIOS

Milhões

ANO	PARTICIPAÇÃO %							VALORES CONSTANTES – Preços Dez./77					TOTAL
	Depósitos Poupança	Depósitos Prazo Fixo	Letras de Câmbio	Letras Imobil.	Títulos da Div.Pública	Depósitos Poupança	Depósitos Prazo Fixo	Letras de Câmbio	Letras Imobil.	Títulos da Div.Pública			
1964		31,6	51,9		16,5		3.296,4	5.415,6		1.718,8			10.430,9
1965		18,0	48,8	0,63	32,5		4.500,6	12.170,8	157,6	8.108,0			24.937,1
1966	0,66	11,5	33,3	1,72	52,7	227,2	3.963,3	11.435,5	593,2	18.099,9			34.319,2
1967	1,50	12,3	36,9	5,08	44,2	873,1	7.147,3	21.370,0	2.944,1	25.583,1			57.917,2
1968	2,91	12,8	40,2	5,68	31,2	2.672,4	11.734,3	36.911,6	5.215,2	28.627,1			91.785,0
1969	5,13	12,1	35,5	6,87	33,8	6.014,8	14.164,7	41.571,5	8.048,9	39.611,5			117.170,7
1970	7,41	15,8	29,5	7,14	36,0	11.761,2	25.092,8	46.802,0	11.337,5	57.117,0			158.725,6
1971	7,78	19,6	31,2	6,46	31,9	17.787,8	44.750,1	71.306,9	14.754,8	72.854,1			228.482,0
1972	9,81	21,6	26,7	6,40	33,3	31.507,6	69.514,4	85.674,7	20.486,2	106.945,3			321.158,6
1973	11,50	21,0	28,3	5,30	31,2	49.836,5	91.087,0	122.879,8	22.998,5	135.315,0			433.523,5
1974	17,37	20,1	25,6	4,98	28,7	75.899,2	87.828,0	111.802,4	21.745,1	125.485,0			436.974,7
1975	19,31	19,1	19,5	3,12	34,1	12.125,0	110.773,0	113.292,3	18.142,1	198.022,4			580.438,0
1976	24,67	16,8	15,7	2,24	35,3	149.156,6	101.434,1	94.859,7	13.563,5	213.444,0			604.678,0
1977	26,11	18,5	12,6	1,59	35,4	177.280,0	125.763,0	85.633,0	10.809,0	240.492,0			678.941,0

QUADRO 3.4

REMUNERAÇÃO DE DIVERSOS ATIVOS FINANCEIROS

(Taxa Anual)

A T I V O / A N O	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
<u>Com Correção Monetária</u>													
O.R.T.N.		71,1	46,0	30,0	29,5	22,9	24,0	27,1	19,6	17,1	39,5	28,9	42,2
Letras Imobiliárias		70,6	46,3	36,5	33,4	27,1	28,7	32,7	25,2	19,7	38,4	30,5	41,5
Caderneta Poupança / Caixas Econômicas		67,7	43,6	34,0	30,9	24,8	26,3	30,3	24,6	19,7	38,4	30,5	41,5
Soc. de Crédito Imobiliário		70,6	46,3	36,5	33,4	27,1	28,7	32,7	26,9	22,0	40,9	32,3	41,4
<u>Sem Correção Monetária</u>													
Letras de Câmbio	44,9	47,7	52,3	30,5	31,8	30,3	30,4	29,4	28,0	24,2	22,0	27,0	26,5
Depósitos a Prazo Fixo													
Bancos Comerciais				24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,0	21,0	27,0	31,2
Bancos Investimentos										24,0	21,0	28,0	29,8
Índice Geral de Preços	91,9	34,5	38,8	24,3	25,4	20,2	19,2	19,8	15,5	15,7	34,5	29,4	46,3

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

QUADRO 3.5
BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
FONTE DE RECURSOS
(Participação)

Cr\$ milhões

ANO	PIS / PASEP		RECURSOS PRÓPRIOS		OBRIG. c/ EXTERIOR		TOTAL DE RECURSOS		
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valores e Corrent.	Preços Dez.77	US\$ (*)
1965			305	34,04	114	12,72	896	15.691,2	977,6
1966			695	52,13	117	8,78	1.333	16.823,8	1.048,2
1967			1.223	60,22	117	5,76	2.031	20.618,7	1.284,65
1968			1.777	64,04	175	4,86	2.775	22.471,9	1.400,1
1969			2.747	69,44	183	4,63	3.956	26.647,6	1.660,3
1970			4.425	76,29	426	7,34	5.800	32.764,2	2.041,4
1971			6.213	75,01	475	5,73	8.283	39.079,2	2.438,8
1972			8.038	67,07	884	7,38	11.985	48.946,7	3.049,6
1973			10.347	62,37	1.579	9,52	16.590	58.546,1	3.647,7
1974	2.322	7,60	15.059	49,14	2.606	8,50	30.645	80.381,8	5.008,2
1975	14.714	23,51	24.961	39,88	5.401	8,63	62.593	127.063,8	7.916,7
1976	37.341	33,17	36.174	32,14	9.259	8,23	112.558	156.117,9	9.726,9

Fonte: Banco Central do Brasil
(*) Conversão à taxa de Dez. 1977 – (venda = 16,05)

QUADRO 3.6

POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA NACIONAL

(Fluxos acumulados no ano) – Cr\$ milhões

ANO	HAVERES FINANCEIROS				Fundos Mútuos – Fiscais e Res. Técnicas	EMISSIONES DE AÇÕES				Poupança Financeira Bruta Interna (a)	Poupança Financeira Bruta Externa (b)	TOTAL POUP. FINAN. BRUTA		
	Haveres Monet.	Haveres não Monetários		Poupança Compulsória (3)		Colocações Públicas	Outras em Dinheiro	Reservas	TOTAL			Valores Correntes (a) + (b)	Preços Dez.77	US\$ Dez.77 (4)
		Privados (1)	Públicos (2)											
1964	2261	213	61	274	44	454	343	797	3376	(62)	3314	78032	4862	
1965	4006	582	399	981	67	1221	1026	2271	7325	(340)	6985	122325	7622	
1966	1386	268	1027	1295	42	1760	1510	3289	6012	(162)	5850	73836	4600	
1967	4938	1589	1397	2986	162	2834	1435	4355	13070	(612)	12458	126476	7880	
1968	5867	3198	1613	4811	292	4256	2387	7170	19413	1062	20475	165812	10331	
1969	6953	2268	3717	5985	798	5651	10383	16502	31947	2475	34422	231852	14446	
1970	-7209	4450	6490	10940	856	6282	9540	16353	23369	3038	26407	149178	9295	
1971	10822	11883	8454	20337	2718	15885	7709	24763	62951	7539	70490	332513	20717	
1972	17564	14424	16805	31229	(9)	14167	13083	28607	84810	17636	102446	418446	26071	
1973	30006	22641	21586	44227	423	20375	21402	42690	128314	17152	145466	513345	31984	
1974	31350	15448	28216	43664	931	23500	28938	52976	150514	36350	186864	490256	30546	
1975	54152	34298	85102	119400	5	35725	45345	81574	285851	36216	322067	653936	40744	
1976	69008	31147	118884	150031	7390	36903	60658	98164	382251	47618	429869	596284	37152	
1977	93925	77711	165269	242980	7768	47953	85226	134522	574026	32589	606615	606615	37795	

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, Vol. 14, nº 5, Maio / 1978.

- Notas: (1) Inclui – Depósitos a Prazo Fixo e Aceites Cambiais
(2) Inclui – Depósitos de Poupança, Letras Imobiliárias e Títulos da Dívida Pública.
(3) Inclui – PIS – PASEP e FGTS
(4) Conversão à taxa de Dez. 1977 (16,05).

QUADRO 3.7
EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO AO SETOR PRIVADO (NÃO FINANCEIRO)
POR EMPRESTATORES FINAIS DO SISTEMA NÃO MONETÁRIO

Período	Finan- ceiras	Bancos de Invest.	B. N. H.			Soc. Cred. Imobil.	A. P. E.	Caixas		B. N. D. E.			Bancos Estad. Desenv.	P. I. S.	Total a+b+c
			Total Bruto (a)	Repasses	Total Líquido			Federal (b)	Estadual	Total Bruto ©	Repasses	Total Líquido			
1963	23,78							27,24	4,16	47,43	3,52	43,91			74,67
1964	39,79						20,07	6,40	34,77	2,59	32,18	0,35			54,84
1965	54,96		1,46		1,46		16,24	6,54	21,86	3,31	18,55	0,69			39,56
1966	49,09	6,13	4,17	0,80	3,37	0,19	18,45	6,79	16,16	2,48	13,68	0,84			38,78
1967	38,65	17,89	10,69	3,51	7,18	4,62	14,57	5,43	11,33	1,52	9,81	0,71			36,59
1968	37,31	16,12	18,98	9,09	9,89	7,60	11,16	3,93	11,46	1,62	10,23	2,61			41,60
1969	27,93	21,07	18,83	10,11	12,43	8,44	9,59	4,39	13,22	2,25	10,97	2,65			41,64
1970	28,78	20,04	22,29	8,99	13,52	8,13	11,18	4,56	12,20	2,62	9,59	2,40			45,67
1971	28,06	22,41	23,23	9,74	13,50	9,20	11,06	4,60	9,79	3,27	6,52	2,65	0,22		44,08
1972	27,59	26,95	20,00	11,57	8,44	11,88	10,02	3,97	9,31	4,67	4,63	3,19	0,94		39,33
1973	30,18	25,43	18,74	12,55	6,19	12,20	9,72	4,25	8,89	4,83	4,06	3,40	2,11		37,35
1974	24,83	22,44	19,93	14,80	5,12	12,88	11,31	4,65	12,95	4,32	8,63	4,37	2,78		44,19
1975	25,88	27,20	24,59	19,50	5,08	14,09	17,56	6,10	20,21	6,69	13,51	6,15	1,96		62,36
1976	17,07	20,24	21,98	18,11	3,87	12,14	15,91	6,68	19,46	6,87	12,60	6,14	1,38		57,35
1977	14,39	20,69	24,26	18,26	4,22	12,93	15,91	6,63	21,57	8,36	13,21	6,47	1,03		61,74

Fonte: Banco Central do Brasil (Dados Brutos)

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A evolução recente da economia brasileira e de seu mercado de capitais apresenta características que a individualizam entre as economias ocidentais. Apesar de uma inflação elevada e instável, montou-se no País um mercado financeiro e de capitais sofisticado e de grande porte, cujo saldo de haveres financeiros, ao final de 1977, alcançava cerca de US\$ 64 bilhões, o que correspondeu a 44% do P.I.B. Permeando tanto o mercado financeiro e de capitais, como grande parte das relações entre os agentes econômicos, encontram-se a Correção Monetária e suas variantes.

Em 1964, quando o sistema foi implantado, partiu-se de uma estrutura econômica, onde a inflação se fazia presente dificultando a mobilização de poupanças voluntárias, e na qual ocorria uma “taxação indireta” via emissões. Isto correspondia a uma verdadeira poupança forçada da coletividade. Nesse contexto, o Estado colocava-se no comando dos investimentos e no controle dos recursos, que direcionava para alguns setores privilegiados, uma vez que as taxas de juros cobradas por seus agentes financeiros nunca se aproximavam das taxas de inflação. Através dessa forma peculiar de tributação o Estado transferia renda da sociedade como um todo para setores prioritários, segundo suas diretrizes políticas.

A partir de 1964 o governo instaurado propôs-se a reestruturar o arcabouço da economia, em particular o Mercado Financeiro e de Capitais. O período 1964-1967 marcou uma fase extremamente criativa: instituiu-se um sofisticado mercado de crédito de curto, médio e longo prazo, e procurou-se inclusive viabilizar um mercado de risco. Órgãos foram criados, funções definidas e instrumentos regulamentados.

No cerne de todo o sistema encontrava-se a Correção Monetária, instrumento que explica o próprio sistema e o torna viável, pois o mercado financeiro e de capitais convivia com uma inflação crônica que, embora decrescente durante uma fase, ainda se mantinha em níveis elevados.

O país tornava-se um verdadeiro laboratório, onde a indexação, sempre discutida no plano teórico pelos economistas, era colocada em prática em escala sem precedentes.

O sistema implantado parecia seguro e eficiente. Mobilizando-se volumoso recursos na forma de poupança voluntária e compulsória, alocados através de investimentos realizados tanto pelo poder público como pelo setor privado.

A economia cresceu à taxas das mais elevadas no mundo ocidental e simultaneamente reduziram-se as taxas inflacionárias;

No período 1967/1973 o produto cresceu à taxas anuais médias da ordem de 10,5%; as exportações passaram de US\$ 1,7 bilhões em 1967, para US\$ 6,2 em 1973; acumularam-se reservas internacionais da ordem de US\$ 6,4 bilhões. O país alcançava um Produto Interno Bruto da ordem de US\$ 81,3 bilhões em 1973 ⁽¹⁾, o que o colocava entre as maiores nações do mundo ocidental.

Entretanto, o sistema escondia contradições sérias e uma instabilidade intrínseca que vieram à tona com a crise do petróleo e a mudança na conjuntura internacional. A crise externa colheu o país em situação vulnerável, tanto no seu lado real como monetário.

¹ Produto Interno Bruto da ordem de Cr\$ 498,3 bilhões, convertidos à taxa de câmbio média do ano (6,126).

Neste último, logo se revelou sua instabilidade gerada em larga medida por operar com duas unidades de conta, uma indexada (UPC ou ORTN), e outra monetária, o cruzeiro.

O Mercado Financeiro e de Capitais, tornou-se instável e centro de uma considerável especulação. A extrema mobilidade de recursos, de início um ponto favorável do sistema, agora tornava-se uma das causas da instabilidade. Com o recrudescimento inflacionário, enquanto os ofertantes de recursos procuravam os setores que operavam em termos reais ou seja ativos com correção monetária, os demandantes de recursos preferiam assumir exigibilidades em termos nominais. A especialização no mercado financeiro e de capitais, onde praticamente só o Estado opera com ativos indexados, fez com que este absorvesse parcelas crescentes de poupança compulsória sob seu comando, e lhe permitisse deter o controle sobre os investimentos do país.

Tais recursos custam ao Estado juros mais correção monetária. Entretanto, por objetivos de política econômica, por necessidade de assistência financeira a setores em crise, ou simplesmente pela impossibilidade de colocar no mercado os volumosos recursos captados com uma remuneração superior a seu custo, o governo implantou um complexo sistema de crédito subsidiado.

Após um período em que se acreditava que o mercado financeiro estivesse efetivamente consolidado e cumprindo eficientemente suas funções, o que se vê é o Estado controlando parcelas crescentes da poupança financeira, transferindo renda da coletividade a setores prioritários na medida em que opera com "spread" negativo, e com dificuldades para efetuar uma política monetária estabilizadora.

ANEXO 1 – FORMA DE REAJUSTE DA ORTN E DA UPC ⁽¹⁾

A lei 4357, de 16.07.64, que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN, definiu para esses ativos as seguintes características:

- valor nominal de Cr\$ 10,00
- atualização trimestral com base nas variações do poder aquisitivo da moeda nacional.

Assim, inicialmente, as Obrigações Reajustáveis somente eram reajustadas a cada três meses, ou seja, o valor da ORTN do primeiro mês era mantido por todo o trimestre. Em setembro de 1965, criaram-se as Obrigações Reajustáveis de correção mensal, que foram gradativamente substituindo as anteriores, extintas definitivamente em 1973.

Os juros, que atualmente variam de 6% a 8% dependendo do prazo da Obrigação, são pagos semestral ou anualmente, através do Banco do Brasil.

1. MODIFICAÇÕES NAS FÓRMULAS DE CÁLCULO

1.1. PERÍODO DE JANEIRO 1965 A SETEMBRO DE 1969

O primeiro modo de cálculo do reajuste do valor nominal da ORTN, representava uma média móvel trimestral, com um semestre de defasagem, tendo como período base os meses de abril, maio e junho de 1964. Como índice de preços, utilizava-se o índice de preços por atacado.

A fórmula de cálculo inicial era a seguinte:

$$V_t = 10,00 \times \frac{(I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6}) \times 1/3}{(I_{4,64} + I_{5,64} + I_{6,64}) \times 1/3}$$

onde:

V_t = Valor da ORTN no mês t

10,00 = Valor inicial da ORTN

I_{t-i} = Índice de preços por atacado calculado para o mês t – i

$I_{4,64}$ = Índice de preços por atacado do mês de abril de 1964

$I_{5,64}$ = Índice de preços por atacado do mês de maio de 1964

$I_{6,64}$ = Índice de preços por atacado do mês de junho de 1964

¹ Para uma descrição minuciosa sobre o cálculo da correção monetária, nos quais nos baseamos, vide Correção Monetária das ORTN – Formas de Cálculo – Estudo Especial da Conjuntura Econômica, vol. 28, nº. 12 (p. 92/95) e Estudo do BNH intitulado Formas de Cálculo do Valor Nominal das ORTN, de autoria de Oswaldo Iorio, in Conjuntura Econômica, vol. 30, nº. 6.

A partir da fórmula acima, pode-se efetuar as seguintes simplificações :

$$\begin{aligned} & I_{4,64} + I_{5,64} + I_{6,64} \\ \text{Como} & 2517 + 2568 + 2678 = 7763 \\ V_t &= 10,00 \times \frac{(I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6})}{7763} \\ V_t &= (I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6}) \times 0,001288 \end{aligned}$$

1.2 PERÍODO DE OUTUBRO DE 1969 A NOVEMBRO DE 1972

A Fundação Getúlio Vargas, que calculava o índice de preços por atacado, subdividiu-o em dois: Índice de Preços por Atacado – Oferta Global e Índice de Preços por Atacado – Disponibilidade Interna (IPA – DI), sendo utilizado este último para cálculo da variação das ORTN, considerando-se como período base o trimestre julho, agosto e setembro de 1969.

$$V_t = V_{t-1} \times \frac{I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6}}{I_{t-5} + I_{t-6} + I_{t-7}}$$

$$V_t = (I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6}) \times 0,073524$$

Essa primeira modificação não alterou substancialmente a fórmula de cálculo, que se adaptava a uma mudança no índice de preços. Entretanto, o índice IPA-DI que passou a ser utilizado refletia os preços por atacado da produção interna, mais importação, menos a exportação. Como nesse período ocorria grande elevação nos preços dos produtos exportados pelo país, a mudança no índice de preços teve efeito de amortecer a curto prazo o reajuste da correção monetária ⁽²⁾.

1.3 PERÍODO DE DEZEMBRO DE 1972 A MARÇO DE 1974

Nesse período em que a inflação apresentava-se decrescente, procurou-se introduzir no índice um fator de amortecimento da correção, para evitar que os índices de aumento de preços mais elevados dos vários meses anteriores, realimentassem a inflação. Essa modificação na forma de cálculo significava um desvio na proposta inicial de Correção Monetária, que passava a contar com um coeficiente politicamente determinado, sem refletir verdadeiramente a variação de preços ocorrida e perdendo o caráter de reajuste automático.

Assim, o índice passou a ser calculado em duas parcelas ponderadas. A primeira representava a correção efetiva, e calculada da forma acima apresentada, e que se ponderava com peso $\frac{1}{2}$ e outra parcela também com peso $\frac{1}{2}$ refletindo o resíduo inflacionário previsto pelo governo, da ordem de 12% a.a.

A fórmula não publicada podia ser expressa da seguinte forma ⁽³⁾

² Ness, Walter – A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro – Série Estudos Especiais do I.B.M.E.C, nº. 5 - 1977

³ Conjuntura Econômica, vol. 30, nº. 6, pg. 92

$$V_t = 0,5 V_{t-1} \times \frac{I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6}}{I_{t-5} + I_{t-6} + I_{t-7}} + 0,5 V_{t-1} \cdot 1,00949$$

1.4 PERÍODO DE ABRIL DE 1974 A JULHO DE 1975

Nesse período retornou-se ao sistema anterior, ou seja, retirou-se do índice a ponderação que introduzia no índice a inflação desejada.

$$V_t = V_{t-1} \times \frac{I_{t-4} + I_{t-5} + I_{t-6}}{I_{t-5} + I_{t-6} + I_{t-7}}$$

1.5 PERÍODO DE AGOSTO DE 1975 A JUNHO DE 1976

Em agosto de 1975 o governo efetuou uma nova alteração no cálculo da Correção Monetária. Introduziu-se o conceito de “acidentalidade”. Isso significava eliminar do Índice as altas de preços provocadas por eventos acidentais como calamidade climática ou mudanças bruscas nos preços de produtos importados.

Assim, admitia-se, para efeito de cálculo da Correção Monetária, índices de preços extirpados de eventos “acidentais”. Como limitação fixavam-se como expurgos máximos nos índices de preços aqueles que se refletissem em variação de até 4% no cálculo da Correção Monetária.

1.6 PERÍODO DE JULHO DE 1976 EM DIANTE ⁽⁴⁾

Em julho de 1976 foram efetuadas novas alterações na forma de cálculo. Na expectativa, por parte das autoridades governamentais, de que a inflação iniciaria um período de taxas decrescentes, introduziu-se duas medidas que visavam reduzir o impacto realimentador da inflação.

- a) reduziu-se o período de defasagem do índice de correção monetária para dois meses.
- b) introduziu-se novamente uma ponderação no índice para refletir tanto a inflação efetivamente ocorrida (80%) como a meta de inflação a ser obtida de 15% ao ano (20% de ponderação).

A fórmula passou a ter a seguinte forma:

$$V_t = V_{t-1} \times \left[\frac{0,8 I_{t-2} + I_{t-3} + I_{t-4}}{I_{t-3} + I_{t-4} + I_{t-5}} + 0,2 (1,011715) \right]$$

onde (1,011715) é o ajuste de uma inflação de 1,1717% ao mês, ou seja 15% ao ano.

⁴ Estudo do B.N.H. “Formas de Cálculo do valor nominal das ORTN”, de autoria de Oswaldo Iorio, em Conjuntura Econômica, vol. 30, nº. 6.

Na medida em que o IPA-DI de 1977 e 1978 vem evoluindo a uma taxa da ordem de 40% o índice de correção monetária vem sofrendo uma sistemática subestimação.

Assim, como resultado dos fatores de reajustes introduzidos, da modificação no índice de preços e da introdução do conceito de accidentalidade, o Índice de Correção Monetária que até 1973 refletia razoavelmente a variação do poder de compra da moeda, passou a ser sistematicamente subestimado. Tomando o valor nominal de Cr\$ 10, e deflacionando os reajustes posteriores da ORTN pelo índice geral de preços, disponibilidade interna, o valor da ORTN reduziu-se para 7,54, em maio de 1978. (Quadro A-1)

Quanto a Unidade Padrão de Capital – UPC unidade de conta do sistema habitacional, seu valor sempre acompanhou o da ORTN, sofrendo o reflexo direto das mudanças na forma de cálculo da ORTN. Inicialmente, quando existia a ORTN trimestral, a UPC acompanhava diretamente o valor das ORTN. Quando estas passaram a ser calculadas mensalmente, a UPC, que continuou trimestral, passou a ser definida, para todos os meses do trimestre, como sendo o valor da ORTN do primeiro mês do trimestre. Seus valores foram também deflacionados e são apresentados no Quadro A-2. Vê-se que a redução do valor real da UPC torna-se maior do que o da ORTN no segundo e terceiro mês de cada trimestre, pois seu valor permanece fixo por três meses.

ANEXO 2 - A INTRODUÇÃO DA INDEXAÇÃO À CONTABILIDADE DAS EMPRESAS

1. CORREÇÃO MONETÁRIA DOS ATIVOS FIXOS

A introdução da indexação à alguns itens da contabilidade empresarial é anterior à própria legislação que criou a correção monetária. Em 1958, abriu-se às empresas opção de reavaliar seus ativos fixos, através da aplicação de coeficientes que refletiam a variação no nível de preços.

Entretanto, sobre esse reajuste incidia uma taxa de imposto de renda da ordem de 10% e, além disso, sobre o valor da Correção Monetária não se permitia efetuar depreciação, o que representaria uma despesa dedutível do imposto de renda.

Em 1964, com a lei 4357, instituiu-se a correção compulsória do ativo imobilizado a ser realizada através dos índices oficiais de correção monetária. O resultado dessa correção devia ser incorporado ao capital social e sobre o mesmo incidia depreciação. Algum tempo depois retirou-se a obrigatoriedade de incorporação da reserva ao capital e eliminou-se a taxa de 5% - instituída pela Lei 4357 – e que incidia sobre o resultado da correção monetária.

Embora fosse permitida a depreciação do resultado da correção monetária, a forma de cálculo – que defasava a depreciação da correção em dois anos – fazia, com que o bem objeto da depreciação apresentasse valor residual na contabilidade mesmo quando se completava seu período de vida útil contábil.

Em 1974, uma nova legislação veio corrigir tal disposição, criando-se um sistema de cálculo pelo qual a depreciação do bem correspondia ao seu efetivo valor contábil.

2. CORREÇÃO DO CAPITAL DE GIRO PRÓPRIO

A Lei 4357, de 1964, também criou o conceito de “manutenção de capital de giro”, que correspondia ao lucro ilusório absorvido na reposição do ativo circulante líquido. Considerava-se Capital de Giro próprio por essa Lei o ativo corrente menos o passivo corrente.

Em 1968, através do Decreto Lei nº. 401, permitiu-se às empresas contabilizar, como despesa dedutível de tributação do imposto de renda, a perda inflacionária do capital de giro próprio.

Ainda nesse ano, através do Decreto-Lei 433, limitou-se a formação dessa despesa dedutível (que constituía a “Reserva para Manutenção do Capital de Giro”) ao máximo de 20% de lucro bruto tributável.

Em 1974 a sistemática de cálculo foi modificada, mantendo-se o espírito da Reserva. Ao invés de calcular-se o capital de giro próprio através do diferencial entre ativo corrente menos passivo corrente, tornou-se como definição de capital de giro próprio o patrimônio líquido da empresa menos seu ativo imobilizado, ou seja, incluíam-se também no conceito de capital de giro os direitos e obrigações da empresa a longo prazo.

3. INDEXAÇÃO ABRANGENTE

A nova legislação sobre as sociedades anônimas recentemente promulgada pela Lei 6404, de 15.12.1976, bem como a correspondente legislação do imposto de renda, (Decreto Lei 1598 de 26.12.1977), e a legislação complementar da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central, alteraram substancialmente a indexação das empresas.

A contabilidade deve agora refletir na maioria de seus aspectos o impacto inflacionário sobre os ativos e exigibilidades da empresa. No caso de companhias abertas e outras empresas com capital superior a Cr\$ 100 milhões, a indexação é bastante ampla, pois exige-se que a empresa possua na sua contabilidade um livro Razão Auxiliar, no qual as contas sujeitas à correção monetária serão escrituradas adotando-se como unidade de conta o valor nominal da ORTN, ao invés da moeda corrente (cruzeiros).

A nova legislação representa um grande avanço em matéria contábil. Através dela os resultados contábeis das companhias deverão refletir com menor distorção seus verdadeiros resultados econômicos e financeiros, apesar de operarem em um contexto altamente inflacionário. Com a nova sistemática pretende-se que lucros ilusórios deixem de ser distribuídos e tributados.

Por outro lado, amplia-se a esfera de utilização da “moeda indexada”, que corresponde verdadeiramente a uma segunda moeda de conta. Sua utilização, praticamente restrita ao campo contratual até o momento amplia sua esfera de uso, sendo introduzida diretamente nos livros contábeis de um número significativo de empresas.

ANEXO 3 - FUNDOS DE POUPANÇA COMPULSÓRIA

O resultado obtido com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – F.G.T.S., constituído em 1966, estimulou o governo a promover a criação de dois outros fundos de poupança compulsória, o Programa de Integração Social – (P.I.S.) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público – (PASEP).

Ao final de 1977 seus recursos acumulados alcançavam a importância de Cr\$ 233 bilhões (Quadros A-3 e A-6), o que representou um incremento real de 21,5%, em relação ao ano anterior. Em termos de fluxo, o total do ano de 1977, alcançou um montante de Cr\$ 95 bilhões, representando 16% do fluxo acumulado de poupança financeira interna bruta de 1977 (contra 10% em 1975).

Os três programas nomeados estão diretamente ligados ao mecanismo da Correção Monetária, com a qual se reajustam os saldos individuais.

1. FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS)

O FGTS, foi instituído pela Lei nº. 5107, de 13/09/1966, com a finalidade de substituir o sistema de Indenização Trabalhista. Embora opcional, o novo sistema eliminou quase totalmente o antigo. A partir de 1966, as empresas sujeitas a C.L.T. (Consolidação das Leis do Trabalho) passaram a depositar mensalmente, 8% do salário de cada empregado, em conta individualizada. No caso de empregados não optantes, os depósitos efetuados podiam ser levantados pela própria empresa como ressarcimento de eventuais indenizações trabalhistas pagas.

Os depósitos efetuados rendem juros de 3% a.a. e correção monetária, calculados trimestralmente.

Os saques só podem ser efetuados em casos especiais como :

- a. rescisão do contrato de trabalho, por parte do empregador, sem justa causa. Neste caso, além dos valores depositados em sua conta individualizada, o empregado optante têm direito a uma parcela adicional, a ser depositada pela empresa, correspondente a 10% sobre o saldo final (principal mais juros e correção).
- b. excluído o caso (a) o empregado pode levantar os recursos do Fundo nos seguintes casos:
 - estabelecendo-se individualmente ou coletivamente em atividade comercial, industrial ou agrícola.
 - aquisição de casa própria (no caso de empregado com mais de 5 anos de FGTS).
 - necessidade premente (em particular desempregado).
 - casamento (somente para as mulheres)

Os recursos do FGTS são operados pelo BNH, que conta com um conselho Curador de Aplicações, composto por dois membros de ministério, um do setor empresarial, outro dos assalariados e o presidente do BNH.

Nas aplicações do BNH exige-se correção monetária e rentabilidade real, igual ou superior ao custo do dinheiro depositado. Pela administração do FGTS o BNH deverá receber uma taxa a ser fixada anualmente, mas que deve ser de 0,1% ao mês, no mínimo, ou 0,2% ao mês, no máximo, sobre o saldo das operações do Banco.

2. PROGRAMA DE INTEGRAÇÃO SOCIAL (P.I.S.)

O PIS foi instituído pela Lei Complementar nº. 7 de 7 de setembro de 1970, com o objetivo de promover a integração do empregado na vida e no desenvolvimento das empresas privadas.

Recursos

Os recursos do fundo são arrecadados de duas fontes distintas : uma proveniente da dedução do imposto de renda a pagar e outra de porcentagem sobre o faturamento.

a. Imposto de Renda

Das parcelas de Imposto a pagar por parte das empresas privadas pode-se efetuar a dedução de 5%, para recolhimento ao PIS, sem prejuízo de outros incentivos fiscais.

b. Faturamento

Sobre o faturamento a empresa privada contribui anualmente a porcentagem de 0,75%.

As empresas isentas de imposto de renda, ou que não apresentem faturamento possuem formas especiais de contribuição.

Participação

O valor do fundo como um todo é rateado em quotas, na proporção do salário e do tempo de serviço de cada trabalhador, independente da empresa a qual esteja vinculado. Assim da totalidade dos recursos é feita uma divisão em duas partes, com 50% para cada uma.

a. Uma das partes é rateada com pesos que variam na proporção do salário de cada participante:

b. A segunda parte é distribuída na proporção dos quinquênios de trabalho.

Rendimento

As contas individuais são creditadas anualmente em três parcelas:

a. Correção monetária anual na mesma proporção da variação fixada para as ORTN.

b. Juros de 3% ao ano, sobre o saldo corrigido

c. Resultado líquido das operações do fundo, descontadas as despesas administrativas.

Saques

Anualmente, cada participante pode sacar o valor dos juros e a quota parte produzida pelo resultado líquido das operações.

O saque das quotas é possível somente em condições especiais:

- casamento
- aposentadoria ou invalidez permanente
- morte do titular

Arrecadação e Administração dos Recursos

A arrecadação e a administração dos recursos ficaram inicialmente sob o encargo da Caixa Econômica Federal. Posteriormente, pela Lei complementar nº. 19 de 25 de junho de 1974, a aplicação dos recursos passou à alçada do B.N.D.E., permanecendo com a Caixa Econômica sua arrecadação.

3. PROGRAMA DE FORMAÇÃO DO PATRIMÔNIO DO SERVIDOR PÚBLICO (PASEP)

O PASEP foi instituído pela Lei Complementar nº. 8 de 3 de dezembro de 1970.

Recursos

Os recursos para o Fundo provêm das contribuições da União, Estados, Municípios, autarquias, empresas públicas, etc., nos seguintes percentuais:

- a. A União contribui com uma porcentagem de 2,0% de suas receitas efetivamente arrecadadas, deduzidas as transferências feitas a outras autoridades públicas.
- b. Os Estados, Distrito Federal e Municípios contribuem com uma porcentagem de 2% de suas receitas correntes e sobre as transferências recebidas do Governo Federal através dos Fundos de Participação.
- c. A contribuição das Autarquias e Fundações supervisionadas pelo Governo, alcança a porcentagem de 0,8% das suas receitas orçamentárias.
- d. A contribuição das empresas públicas e sociedades de economia mista corresponde a porcentagem de 0,8% sobre suas receitas operacionais e transferências recebidas dos orçamentos públicos.

Participação

O rateio dos recursos do PASEP é feito de maneira similar ao PIS.

Rendimentos

Idêntico ao PIS

Saques

Anualmente cada participante pode sacar o valor dos juros e a cota parte produzida pelo resultado líquido das operações.

O saque das quotas é possível somente em condições especiais:

- casamento
- aposentadoria, reforma ou invalidez
- compra ou construção de casa própria (apenas uma vez)

Arrecadação e Administração dos Recursos

A arrecadação e a administração dos recursos ficaram inicialmente sob o encargo do Banco do Brasil e posteriormente, pela Lei Complementar nº. 19 de 25 de junho de 1974, a aplicação dos recursos passou para a alçada do B.N.D.E.

4. FUSÃO PIS / PASEP - 14º. SALÁRIO

Em 11/09/75, pela Lei Complementar nº. 26, os fundos PIS e PASEP foram unificados operacionalmente. Ainda por essa lei cada um dos participantes do PIS ou PASEP, com mais de cinco anos de cadastramento, e que percebam um salário mensal igual ou inferior a cinco vezes o salário mínimo regional, terá direito, ao final de cada exercício, a um depósito mínimo equivalente a um salário mínimo vigente. Ficou também facultado a esses participantes sacarem anualmente um valor correspondente a um salário mínimo (corresponde ao chamado 14º. Salário).

ANEXO 4 - FORMAS DE REAJUSTE SEMI-AUTOMÁTICOS

1. TAXA CAMBIAL

A partir de 1968 procurou-se estimular as exportações, reajustando periodicamente o valor da taxa cambial, através do “sistema de minidesvalorização”.

Em tese, a taxa cambial deveria ser reajustada levando em conta a inflação interna, excluída a inflação externa. O sistema embora periódico, não representa uma indexação direta pois na medida que as variações da taxa cambial afetam amplos setores da sociedade, sua desvalorização tornou-se medida política, e não tem o caráter de automatismo.

O modelo de crescimento levado a efeito no país a partir de 1964, estimulou um crescente endividamento em moeda estrangeira tanto das empresas privadas como estatais. Existe consciência de que o valor do cruzeiro se apresenta relativamente valorizado, mas se fosse efetuado um ajuste nos termos tecnicamente necessários, o impacto seria excessivo sobre empresas que mantêm obrigações em moeda estrangeira.

Na medida em que o cruzeiro se encontra relativamente valorizado, estimula-se as importações e desestimula-se as exportações. Para compensar tal diferencial tornou-se necessário estimular as exportações via subsídio e desestimular as importações via adicionais nas taxas alfandegárias e depósitos compulsórios. Assim, pela forma como se reajusta a taxa cambial, o sistema embora se aproxime de uma indexação, representando na verdade um preço determinado politicamente.

No Quadro A-7 apresenta-se a taxa cambial a partir da implantação do sistema de minidesvalorizações, deflacionada pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, bem como a média ponderada do aumento de preços de vários países ocidentais. A taxa cambial (Cr\$ / dólar) que em agosto de 1968 era de 3,65 reduziu-se para 1,772 em abril de 1978. Tal queda pode ser explicada em parte pelo aumento apontado dos preços nos outros países ocidentais.

2. REAJUSTE DOS SALÁRIOS

Desde o início do governo pós 1964 procurou-se criar formas de controlar os aumentos indiscriminados dos salários. A primeira medida legal nesse sentido correspondeu a Lei 54018 de junho de 1964, pela qual introduziu-se a forma de reajuste dos salários. Esta seria feita segundo uma fórmula que levasse em conta o salário dos últimos 24 meses, a taxa de produtividade do ano anterior e a previsão inflacionária para o exercício seguinte.

Embora se estipulassem os índices oficiais de reajuste, havia uma certa flexibilidade para a negociação entre os representantes das organizações patronais e dos sindicatos dos dissídios coletivos.

O controle absoluto do Estado nos salários veio com os Decretos Leis nº. 15 e 17 de 1966, que praticamente impunham que os reajustes fossem efetuados conforme os índices oficiais, que mantinham basicamente a mesma fórmula de cálculo.

Entre julho de 1968 e dezembro de 1974 vigorou a Lei 5541 de 12/6/68 que acrescentou na fórmula de cálculo o fator de correção do resíduo inflacionário anterior, sempre que este tivesse sido menor do que a inflação efetivamente ocorrida.

Os reajustes da forma como foram realizadas corrigiam apenas parcialmente a queda do salário real provocada pela inflação. Na verdade o compromisso de combate a inflação tinha no controle da política salarial um de seus pontos essenciais.

Somente a partir de 1975 o governo então empossado, com a intenção de recompor em parte o poder de compra dos salários, passou a calcular coeficientes de correção salarial bem mais próximos dos índices de variação dos preços, ocorrendo em alguns períodos, inclusive taxas de reajuste superior às da inflação do período.

O reflexo da política salarial adotada nos últimos 14 anos pode ser avaliado através do Quadro A-8 onde se apresentam os salários mínimos vigentes desde 1964, deflacionados pelo Índice Geral de Preços. Ocorreu uma queda rápida do valor real do salário mínimo entre 1964, mantendo-se seu valor médio anual relativamente estável até 1974. Nos anos de 1975 a 1977 o salário médio manteve-se em nível um pouco superior ao que prevalecia anteriormente, mas ainda bastante abaixo dos índices de 1964 e 1965.

QUADRO A-1

VALOR REAL DA O.R.T.N. – OBRIGAÇÃO REAJUSTÁVEL DO TESOIRO NACIONAL

Deflacionado pelo Índice Geral de Preços

Mês	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Janeiro		8,51	9,09	9,41	9,34	9,51	9,43	9,42	9,57	9,54	9,29	9,19	8,80	8,24	7,79
Fevereiro		8,26	9,09	9,47	9,33	9,52	9,58	9,44	9,50	9,53	9,14	9,13	8,62	8,12	7,69
Março		7,80	8,98	9,43	9,27	9,64	9,52	9,35	9,50	9,49	8,87	9,13	8,49	7,96	7,62
Abril		9,05	8,73	9,34	9,16	9,67	9,59	9,30	9,49	9,48	8,54	9,14	8,39	7,82	7,56
Maio		8,91	8,85	9,33	9,22	9,71	9,54	9,24	9,53	9,48	8,39	9,14	8,31	7,77	7,54
Junho		8,80	9,09	9,42	9,22	9,62	9,42	9,16	9,60	9,50	8,40	9,14	8,33	7,86	
Julho	10,00	9,72	9,16	9,47	9,37	9,50	9,40	9,21	9,65	9,53	8,58	9,11	8,27	7,96	
Agosto	9,71	9,60	9,23	9,63	9,46	9,42	9,28	9,30	9,64	9,51	8,85	9,02	8,14	8,07	
Setembro	9,34	9,67	9,23	9,63	9,46	9,30	9,18	9,36	9,60	9,49	9,11	8,95	8,10	8,09	
Outubro	8,95	9,64	9,32	9,53	9,37	9,15	9,13	9,47	9,59	9,43	9,32	8,94	8,16	7,99	
Novembro	8,36	9,60	9,48	9,46	9,40	9,17	9,27	9,56	9,59	9,40	9,37	9,00	8,30	7,89	
Dezembro	7,90	9,58	9,61	9,52	9,50	9,36	9,39	9,62	9,60	9,48	9,28	8,92	8,36	8,01	

QUADRO A-2

VALOR REAL DA U.P.C. – UNIDADE PADRÃO DE CAPITAL

Deflacionado pelo Índice Geral de Preços

Mês	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Janeiro		8,51	9,09	9,41	9,34	9,51	9,43	9,42	9,57	9,54	9,29	9,19	8,80	8,24	7,79
Fevereiro		8,26	8,85	9,25	9,15	9,35	9,30	9,27	9,39	9,44	9,04	8,99	8,46	7,98	7,53
Março		7,80	8,62	9,02	8,97	9,30	9,13	9,06	9,27	9,30	8,65	8,85	8,15	7,67	7,29
Abril		9,05	8,73	9,34	9,16	9,67	9,59	9,30	9,49	9,48	8,54	9,14	8,39	7,82	7,56
Mai		8,91	8,52	9,19	9,05	9,56	9,46	9,13	9,40	9,37	8,25	8,96	8,10	7,55	7,32
Junho		8,80	8,38	9,12	8,82	9,36	9,25	8,93	9,31	9,27	8,10	8,76	7,89	7,40	7,07
Julho	10,00	9,72	9,16	9,47	9,37	9,50	9,40	9,21	9,65	9,53	8,58	9,11	8,27	7,96	
Agosto	9,71	9,60	8,98	9,39	9,25	9,35	9,20	9,12	9,50	9,42	8,48	8,87	7,94	7,86	
Setembro	9,34	9,36	8,73	9,25	9,09	9,17	9,01	8,99	9,39	9,33	8,32	8,66	7,68	7,72	
Outubro	8,95	9,64	9,32	9,53	9,37	9,15	9,13	9,47	9,59	9,43	9,32	8,94	8,16	7,99	
Novembro	8,36	9,51	9,23	9,39	9,26	9,02	9,10	9,37	9,50	9,34	9,17	8,80	8,02	7,78	
Dezembro	7,90	9,34	9,15	9,33	9,20	9,02	9,02	9,27	9,45	9,22	8,97	8,56	7,83	7,62	

QUADRO A-3
POUPANÇA COMPULSÓRIA

Cr\$ milhões

ANO	PIS	PASEP	FGTS	TOTAL		
				VALORES CORRENTES	Cr\$ PREÇOS 1977	US\$ (*)
1967			629	629	6.358	397,8
1968			1.902	1.902	15.402	959,6
1969			3.611	3.611	24.323	1.515,5
1970			6.040	6.040	34.119	2.125,8
1971	296	242	9.813	10.351	48.836	3.042,7
1972	1.405	1.354	14.788	17.547	71.662	4.464,9
1973	3.903	3.602	20.982	28.487	100.530	6.263,6
1974	9.947	7.242	32.897	50.086	131.375	8.185,4
1975	19.848	12.044	48.413	80.305	163.019	10.156,9
1976	38.683	20.812	79.011	138.506	192.107	11.969,3
1977	69.026	35.556	128.749	233.331	233.331	14.537,8

(*) Taxa Câmbio de Venda, Dez./1977 (16,05)
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vol. 14, nº 5, de Maio/78

QUADRO A-4
FUNDO GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS)
Arrecadação e Patrimônio

Cr\$ milhões

ANO	FLUXOS			Patrimônio	RELAÇÕES (%)		
	Arrecadação Bruta	Saques	Arrecadação Líquida		b / a	b / d	c / d
	(a)	(b)	(c)	(d)			
1967	616	19	597	629	3,1	3,0	94,9
1968	1.223	216	1.007	1.902	17,7	11,4	52,9
1969	1.801	573	1.228	3.611	31,8	15,9	34,0
1970	2.518	1.005	1.513	6.040	39,9	16,6	25,0
1971	3.529	1.542	1.987	9.813	43,7	15,7	20,3
1972	4.950	2.244	2.706	14.788	45,3	15,2	18,3
1973	6.820	2.951	3.869	20.982	43,3	14,1	18,4
1974	9.779	4.184	5.595	32.897	42,8	12,7	17,0
1975	14.888	6.925	7.963	48.413	46,5	14,3	16,4
1976	22.334	11.320	11.014	79.011	50,7	14,3	13,9
1977	35.023	18.123	16.900	128.749	51,7	14,1	13,1

Fonte: Boletim do Banco Central – Maio/1978

QUADRO A-5
PROGRAMA DE INTEGRAÇÃO SOCIAL (PIS)
Arrecadação e Patrimônio

Cr\$ milhões

ANO	FLUXOS			Patrimônio (d)	RELAÇÕES (%)		
	Arrecadação Bruta (a)	Saques (b)	Arrecadação Líquida (c)		b / a	b / d	c / d
1971	233		233	296			
1972	943	72	871	1.405	7,6	8,27	62,00
1973	2.102	63	2.039	3.903	3,0	1,61	52,24
1974	4.292	365	3.927	9.947	8,5	3,67	39,48
1975	7.320	1.497	5.823	19.248	20,5	7,54	29,34
1976	12.611	1.548	11.063	38.683	12,3	4,0	28,60
1977				69.026			

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

QUADRO A-6

PROGRAMA DE FORMAÇÃO DO PATRIMÔNIO DO SERVIDOR PÚBLICO (PASEP)

Arrecadação e Patrimônio

Cr\$ milhões

ANO	FLUXOS			Patrimônio	RELAÇÕES (%)		
	Arrecadação Bruta (a)	Saques (b)	Arrecadação Líquida (c)		b / a	b / d	c / d
1971	215		215	242			
1972	925		925	1.354			68,3
1973	1.895	17	1.878	3.602	0,9	0,5	52,1
1974	2.847	181	2.666	7.242	6,3	2,5	36,8
1975	4.248	1.357	2.891	12.044	31,9	11,3	24,0
1976	6.724	1.800	4.924	20.812	26,8	8,6	23,7
1977	9.930	2.721	8.209	35.556	27,4	7,7	23,1

QUADRO A-7
VALOR REAL DA TAXA CAMBIAL
Cr\$ / US\$ (venda)
Deflacionado pelo Índice Geral de Preços

Mês	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Janeiro	-	3,547	3,360	3,202	3,122	2,903	2,533	2,254	2,117	1,960	1,842
Fevereiro	-	3,579	3,359	3,203	3,062	2,784	2,511	2,226	2,072	1,941	1,808
Março	-	3,622	3,357	3,179	3,054	2,746	2,402	2,224	2,106	1,891	1,798
Abril	-	3,582	3,342	3,131	3,015	2,739	2,318	2,216	2,120	1,860	1,772
Mai	-	3,588	3,348	3,125	3,022	2,709	2,240	2,207	2,084	1,881	-
Junho	-	3,511	3,274	3,110	2,994	2,680	2,286	2,185	2,078	1,891	-
Julho	-	3,463	3,281	3,066	2,983	2,672	2,281	2,155	2,032	1,879	-
Agosto	3,650	3,451	3,212	3,102	2,937	2,643	2,298	2,156	1,990	1,887	-
Setembro	3,633	3,382	3,192	3,116	2,932	2,629	2,292	2,147	1,959	1,880	-
Outubro	3,548	3,348	3,140	3,084	2,939	2,588	2,290	2,138	1,990	1,862	-
Novembro	3,573	3,362	3,220	3,124	2,947	2,561	2,287	2,162	1,991	1,846	-
Dezembro	3,609	3,409	3,253	3,093	2,954	2,554	2,270	2,143	1,992	1,867	-

Preços Mundiais (*)	(1)	1,1	3,7	5,0	3,6	3,7	23,9	7,7	8,5	-	-
	(2)	101,1	104,8	110,1	114,0	118,3	164,3	176,9	176,9	-	-

(*) Taxas anuais ponderadas da variação dos preços por atacado, de vários países (E.U.A., Alemanha, Japão, Reino Unido, França e Itália). Conforme Conjuntura Econômica, vol. 31, n.º 11, novembro 1977.

(1) – Taxa variação

(2) – Índice acumulado (1967 = 100)

QUADRO A-8

VALOR REAL DO SALÁRIO MÍNIMO

Deflacionado pelo Índice Geral de Preços

Mês	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Janeiro	-	23,22	26,54	24,98	25,33	25,40	25,51	25,63	25,77	26,57	26,38	26,24	25,82	25,31	26,54
Fevereiro	39,38 ¹	22,53	25,82	24,56	24,81	24,98	25,15	25,23	25,27	26,27	25,69	25,67	24,81	24,51	25,67
Março	36,68	33,44 ²	25,16	29,94 ⁴	24,31	24,84	24,69	24,65	24,95	25,90	24,58	25,26	23,90	23,55	24,87
Abril	35,08	32,72	24,04	29,21	23,68	24,57	24,58	24,28	24,63	25,55	23,35	24,86	23,06	22,63	24,04
Mai	34,17	32,21	23,45	28,75	23,37	29,25 ⁵	29,09 ⁷	28,72 ⁸	29,07 ⁹	29,33 ¹⁰	27,25 ¹¹	31,21 ¹³	32,12 ¹⁴	31,47 ¹⁵	32,84 ¹⁶
Junho	32,78	31,80	29,36 ³	28,52	22,78	28,63	28,45	28,10	28,80	29,01	26,75	30,53	31,28	30,86	31,70
Julho	30,83	30,90	28,41	27,87	27,77 ⁵	27,89	27,96	27,70	28,45	28,78	26,42	29,89	30,14	30,22	-
Agosto	29,94	30,60	27,87	27,65	27,43	27,46	27,37	27,41	28,02	28,48	26,10	29,08	28,96	29,84	-
Setembro	28,81	29,84	27,08	27,24	26,93	26,91	26,80	27,03	27,68	28,18	25,64	28,41	28,01	29,32	-
Outubro	27,60	29,38	26,59	26,83	26,30	26,25	26,36	26,75	27,44	27,74	25,69	27,81	27,34	28,55	-
Novembro	25,78	28,97	26,35	26,44	26,00	25,88	26,25	26,47	27,20	27,46	24,90	27,39	26,84	27,82	-
Dezembro	24,35	28,46	26,11	26,25	25,85	25,88	26,04	26,21	27,04	27,11	26,82 ¹²	26,64	26,23	27,25	-

OBS:- (1) salário mínimo de Cr\$ 42,00
 (2) salário mínimo de Cr\$ 66,00
 (3) salário mínimo de Cr\$ 84,00
 (4) salário mínimo de Cr\$ 105,00
 (5) salário mínimo de Cr\$ 129,60

(6) salário mínimo de Cr\$ 156,00
 (7) salário mínimo de Cr\$ 187,20
 (8) salário mínimo de Cr\$ 225,60
 (9) salário mínimo de Cr\$ 268,80
 (10) salário mínimo de Cr\$ 312,00

(11) salário mínimo de Cr\$ 376,80
 (12) salário mínimo de Cr\$ 415,20
 (13) salário mínimo de Cr\$ 532,80
 (14) salário mínimo de Cr\$ 768,00
 (15) salário mínimo de Cr\$ 1.106,40
 (16) salário mínimo de Cr\$ 1.560,00