TRABALHOS EDITADOS PELO
INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

AN APPROACH TO CAPITAL MARKETS IN BRAZIL (esgotado)
NOÇÕES BÁSICAS DE ESTATÍSTICA (esgotado)
O MERCADO DE BALCÃO NOS ESTADOS UNIDOS (esgotado)
INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS (esgotado)
ANÁLISE SETORIAL – INDÚSTRIA DE FERTILIZANTES
SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO
MERCADO DE ATIVOS FINANCEIROS NO BRASIL (PERSPECTIVA HISTÓRICA E COMPORTAMENTO RECENTE)
PUBLIC DEBT MANAGEMENT AND MONETARY POLICY IN BRAZIL
POLÍTICA MONETÁRIA E DÍVIDA PÚBLICA
BANCOS DE INVESTIMENTO: ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO
REGULAÇÃO E CONTROLE DO MERCADO DE CAPITAIS (O PAPEL DA SEC NA EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA)
COMMODITIES: O PREÇO DO FUTURO
O MERCADO DE CAPITAIS NO JAPÃO
POLÍTICA MONETÁRIA, INFLAÇÃO E O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL
HISTÓRIA MONETÁRIA DO BRASIL, 1900-45
INTRODUÇÃO À ANÁLISE CONTÁBIL E FINANCEIRA (ANÁLISE TRADICIONAL DE BALANÇOS)
OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO BRASIL
HISTÓRIA DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO
(em fase de impressão)
HISTÓRIA DO RIO DE JANEIRO (DO CAPITAL COMERCIAL AO CAPITAL INDUSTRIAL E FINANCEIRO)
(em fase de impressão)
PERFIL DO INVESTIDOR NO MERCADO DE AÇÕES
(em fase de impressão)

SÉRIE ESTUDOS ESPECIAIS:

1 FUNDOS DE PENSÃO

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 2 - Nº 5 Mai./Ago. 1976

Regulação do Mercado de Títulos nos Estados Unidos
ROBERT H. MUNDHEIM

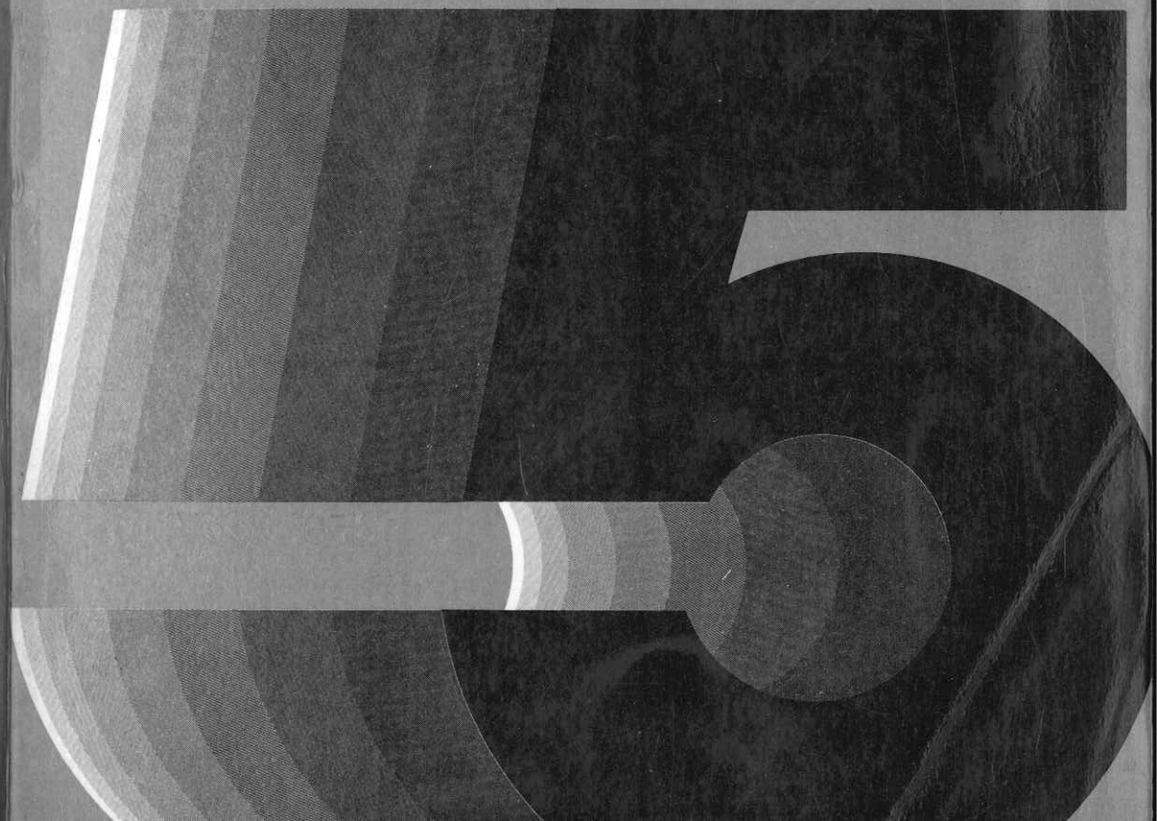
A Evolução do Sistema de Mercado Central nos Estados Unidos
ROBERT H. MUNDHEIM

Implicações da Crescente Participação dos Investidores Institucionais no Mercado Acionário
IRWIN FRIEND

O Encilhamento
EULALIA MARIA LAHMEYER LOBO

Política Fiscal e Política Monetária
J. M. GOUVÊA VIEIRA

A Inflação Mundial e os Países em Desenvolvimento
HARRY G. JOHNSON



A Bolsa de Valores do Rio
de Janeiro quer, de público,
congratular-se com o

BANCO NACIONAL DE
DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO
pelo
PERFIL DO INVESTIDOR BRASILEIRO

Esta pesquisa, realizada pelo IBMEC,
é a primeira tentativa que se faz
para definir o investidor brasileiro:
o que é, o que faz, como investe,
quando investe,
por que investe em ações.

Trata-se de um serviço
da maior importância,
que só foi possível
graças à iniciativa e patrocínio
do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico.

BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO

105048
UNIVERSIDADE CATÓLICA 1380 BIBLIOTECA DO RIO DE JANEIRO
B C — PUC
DOAÇÃO

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 2 – Nº 5 Mai./Ago. 1976

Revista quadrimestral do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC
Registrada no DPF sob o nº 1.295 – P. 209/73

EXPEDIENTE
Diretor Responsável
Horacio de Mendonça Netto
Editor Geral
João Regis Ricardo dos Santos
Coordenador Editorial
Learte Saint-Clair
Editor Assistente
Nelson Laks Eizirik
Secretário Executivo
Miguel Dirceu Fonseca Tavares

CONSELHO EDITORIAL – Horacio de Mendonça Netto, João Regis Ricardo dos Santos, Helio Oliveira Portocarrero de Castro, Maria Bárbara Levy, Miguel Dirceu Fonseca Tavares, Nelson Laks Eizirik, Paulo de Tarso Medeiros.

Os artigos assinados desta Revista são de responsabilidade exclusiva dos autores. É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte.

Número avulso Cr$ 25,00
Número atrasado Cr$ 28,00
Assinaturas:
Um ano Nacional Cr$ 75,00 (porte simples)
Cr$ 100,00 (registrado)
Exterior – Am. Sul e Central
(via superfície US$ 10,00)
(via aérea US$ 13,00)
Am. do Norte, Portugal, Espanha e colônias ou ex-colônias portuguesas e espanholas
(via superfície US$ 10,00)
(via aérea US$ 14,00)
Demais países
(via superfície US$ 10,00)
(via aérea US$ 17,00)
Composta no IBMEC e impressa na Lídio Ferreira Junior Artes Gráficas e Editora Ltda. – Rua dos Inválidos, 143, Rio de Janeiro, RJ.

P332.678
1

SUMÁRIO

Regulação do Mercado de Títulos nos Estados Unidos – Robert H. Mundheim 189

A Evolução do Sistema de Mercado Central nos Estados Unidos – Robert H. Mundheim 217

Implicações da Crescente Participação dos Investidores Institucionais no Mercado Acionário – Irwin Friend 239

O Encilhamento – Eulalia Maria Lahmeyer Lobo 261

Política Fiscal e Política Monetária – J. M. Gouvêa Vieira 303

A Inflação Mundial e os Países em Desenvolvimento – Harry G. Johnson 339

205/93

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS

O Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC — é uma Instituição privada, sem fins lucrativos, cujos principais objetivos são: promover direta ou indiretamente a formação e aprimoramento de pessoal técnico em todos os níveis de atividades no Mercado de Capitais; desenvolver programas de pesquisas na área de interesse do Mercado de Capitais e, quando solicitado, elaborar estudos especiais e prestar assessoria a entidades públicas e privadas.

CONSELHO DIRETOR: **Presidente**: Angelo Calmon de Sá; **Vice-Presidente**: Adolpho Ferreira de Oliveira; **membros**: Jorge Gerdau Johannpeter, Carlos Moacir Gomes de Almeida, Sergio Augusto Ribeiro, Pedro Leitão da Cunha, Luiz Maria Tápias Auguet, Ronaldo A. da Frota Nogueira e Luiz Carlos Soares de Souza Rodrigues.

Diretor-Geral: Horacio de Mendonça Netto
SÉDE: Av. Beira Mar, s/nº — anexo ao MAM — Caixa Postal 6047
ZC-39 — Tels.: 224-1680 e 242-2343 — Rio de Janeiro — RJ

Revista brasileira de mercado de capitais, ano 1- n. O set./dez. 1974- Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1974-

v. 23 cm quadrimestral

1. Mercado de capitais — Periódicos. I. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro.

CDU 332.61/.63(05)
CDD 332.67805

NOTA DO EDITOR

Neste número a Rbmec dá continuidade à apresentação de artigos elaborados por especialistas na área de Regulação e Controle do Mercado de Capitais face à oportunidade dos temas e à carência de textos sobre a matéria à disposição dos interessados.

Três conferências proferidas no IBMEC, em maio de 1976, pelos professores Robert H. Mundheim e Irwin Friend da Universidade da Pensilvânia abordando a regulação do mercado de capitais, a evolução do mercado central e as implicações do crescimento dos investidores institucionais no mercado de ações norte-americano, integram o presente número da Rbmec. Também o professor Harry G. Johnson contribuiu com um artigo inédito de sua autoria, cujo tema foi o impacto da inflação mundial sobre os países em desenvolvimento.

Duas contribuições de autores nacionais — a professora Eulalia Maria Lahmeyer Lobo e o professor J. M. Gouvêa Vieira — enfocam os temas o Encilhamento *e* Política Fiscal e Política Monetária.

Para nossa satisfação temos sido informados de que inúmeros professores vêm incluindo artigos da Rbmec em suas listas de leitura, fato que por si só justifica o esforço que o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais vem devotando para a disseminação de material bibliográfico, em língua portuguesa, relativo a temas de interesse do Mercado de Capitais.

SEJA ASSINANTE DA

Revista Brasileira de Mercado de Capitais

—*— *Rbmec* —*—

Ibmec

PEDIDOS PELO REEMBOLSO POSTAL: (vide última página)

Regulação do Mercado de Títulos nos Estados Unidos*

Robert H. Mundheim**

1. Introdução. 2. A SEC. 3. Auto-regulação. 4. O papel regulador dos profissionais de mercado. 5. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Existem sete leis federais de títulos básicas. A primeira, a Securities Act de 1933, regula a distribuição de títulos. A segunda, a Securities Exchange Act de 1934, regula o mercado secundário e provê a base para a regulação das atividades dos **broker-dealers***. Também dispõe, para companhias cujas ações são cotadas em bolsa ou possuem US$ 1 milhão em ativos e títulos distribuídos entre 500 ou mais pessoas, exigências periódicas de **disclosure**, autoridade para solicitação de procuração para voto e preceitos regulando as transações efetuadas pelos **insiders (insider trading)** e as ofertas públicas de aquisição **(tender offers)**. A terceira lei, a Investment Company Act de 1940, regula as compa-

* Este trabalho foi apresentado no Simpósio sobre Regulação de Mercado de Capitais, realizado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, no Rio de Janeiro, de 3 a 6 de maio de 1976.

** Professor de Direito e Instituições Financeiras da Universidade da Pensilvânia, e Diretor do Law School Center for Study of Financial Institutions da Universidade da Pensilvânia.

*** No mercado norte-americano, os **brokers** são aqueles corretores que atuam exclusivamente como intermediários, agentes na execução de ordens transmitidas pelo cliente, por cuja conta correm os riscos; já os **dealers** podem atuar também por conta própria comprando e vendendo para seu próprio inventário e assumindo os riscos do negócio. Grande parte das firmas atua como **broker-dealer**, agindo, ora por conta própria, ora na execução de ordens. (Nota do Tradutor)

nhias de investimento. Uma lei suplementar, a Investment Advisers Act de 1940, regula a conduta dos consultores de investimento profissionais. A Public Utility Holding Company Act de 1935, e a Trust Indenture Act de 1939 completam as leis reguladoras originais. Um recente e importante complemento às leis federais de títulos, a Investor Protection Act de 1970 provê proteção contra determinados prejuízos sofridos por investidores, nos casos de liquidação de uma corretora, em virtude desta Lei.

Não pretendo estender-me na regulação principal estabelecida segundo cada uma destas leis. Gostaria, ao invés disso, de abordar a forma pela qual os preceitos destas leis são traduzidos em termos de regulação na prática. Como sabemos, uma coisa é promulgar um conjunto de leis, e outra, mais difícil, é pôr em prática os objetivos reguladores subjacentes ao esquema legal. Veremos que as leis reguladoras norte-americanas foram postas em prática por meio de uma variedade de forças complementares.

As leis federais de títulos tendem a ser amplamente articuladas. Por exemplo, a Securities Exchange Act de 1934 proíbe a solicitação de procurações para voto com infração das regras que a SEC (Securities and Exchange Commission – Comissão de Títulos e de Bolsas de Valores) pode prescrever como "necessárias ou adequadas ao interesse do público ou para a proteção de investidores"[1]. É difícil conceber uma tão ampla delegação de poderes para o desenvolvimento de um programa regulador. A amplitude da ação administrativa ajuda a esclarecer porque a regulação de títulos norte-americana tem feito adaptações, com sucesso, para enfrentar novos desafios. Uma vez que, nos Estados Unidos, questões de mercado de capitais normalmente não são politicamente entusiasmantes, seria difícil conseguir que o Congresso efetuasse mudanças legislativas necessárias – mormente se a mudança proposta afetar desfavoravelmente um determinado grupo de interesse econômico.

2. A SEC

A SEC é encarregada especificamente de implementar as leis federais de títulos. É uma agência do governo norte-americano, bipartidária,

[1] Securities Exchange Act de 1934 §14 (a).

quase-judicial e independente. Compõe-se de cinco membros nomeados pelo Presidente dos Estados Unidos com a aprovação do Senado. Bipartidária significa que somente três comissários podem pertencer a um mesmo partido político. Assim, existem atualmente três Republicanos e dois Democratas. Independente significa que os comissários são nomeados para um período (cinco anos ou o período restante de um comissário que renuncie antes do fim do período fixado) e só podem ser demitidos por justa causa.

Os cinco comissários são assessorados por um **staff** de mais de 1800 pessoas. Aproximadamente, 2/3 do **staff** estão localizados em Washington, D.C., sede da Comissão. O restante do **staff** está alocado em 17 escritórios regionais e filiais distribuídos por todo os Estados Unidos. Tradicionalmente, os membros do **staff** da SEC (tanto aqueles ligados ao serviço público quanto os advogados do **staff** que não o são) têm usufruído (estes, de direito; aqueles, de fato) de proteção trabalhista. Embora muitos membros do **staff** da SEC sejam funcionários de carreira, existe um fluxo significativo de pessoas entre advocacia privada ou atividades no mercado e a SEC. Por exemplo, Alan B. Levenson, um Rhodes Scholar* e pós-graduado na Yale Law School, no início de sua carreira ingressou na Corporate Finance Division da SEC; então, tornou-se um executivo sênior da Shareholders Management Corporation, gestora de um importante grupo de companhias de investimento; subseqüentemente retornou à SEC como Diretor da Corporate Finance Division; e no início desse ano voltou à advocacia privada como sócio, em Washington, do escritório de advocacia Fulbright & Jaworski. A rotatividade existente entre advogados da SEC e aqueles que se dedicam à advocacia privada ou a atividades no mercado torna fácil para a Comissão permanecer a par dos negócios que regula e ter uma visão realista do impacto de suas atividades reguladoras.

Como uma agência independente, a SEC tem a opção de coordenar ou não seus esforços reguladores com outros programas do governo. Por exemplo, se o Federal Reserve Board estivesse interessado em estimular a atividade do mercado acionário reduzindo as exigências de margem (**margin requirements**), a SEC não se sentiria compelida a relaxar as res-

* Um bolsista do programa de Bolsas de Estudo Rhodes. Cecil J. Rhodes foi um estadista e financista na África do Sul, que fundou este programa de bolsas de estudo realizado na Universidade de Oxford, com duração de 2 ou 3 anos, e distribuídas entre candidatos da Grã-Bretanha, Estados Unidos e Alemanha. (Nota do Tradutor)

trições reguladoras sobre o entusiasmo das atividades de venda dos **brokers**. Um exemplo prático recente de autonomia da SEC é a sua insistência na publicação, por parte dos bancos, de dados relativos à qualidade de suas carteiras de empréstimo. A SEC encontrou alguma resistência inicial a este tipo de **disclosure** por parte das autoridades reguladoras dos bancos federais, que temiam que o **disclosure** dos problemas dos bancos pudesse levar o público a perder a confiança e a retirar seus depósitos. A insistência obstinada da SEC no **disclosure** não deve ser considerada, no entanto, como reflexo de um descaso total em relação à preocupação revelada por outras agências no que diz respeito à regulação. A SEC participou de um grupo de coordenação para **disclosure** entre agências bancárias, composto pelos Federal Reserve Board, Federal Deposit Insurance Corporation e Office of the Comptroller. Juntas, estas agências efetuaram mudanças nas exigências de relatório para bancos em geral e exigências suplementares para grandes bancos.

Na verdade, seria enganoso subentender que a autonomia da SEC livra-a de qualquer responsabilidade para com qualquer setor do governo. Como já foi ressaltado, os comissários são nomeados pelo Presidente com a aprovação do Senado. Mais importante ainda é o fato de a Comissão não ter fontes de recursos independentes. Embora a Comissão tenha recolhido aproximadamente US$ 22 milhões, em taxas, no exercício de 1974 (aproximadamente 60% de suas despesas), estas taxas são recolhidas ao Tesouro dos Estados Unidos, e a Comissão não tem poder para usá-las. A SEC depende, portanto, das dotações anuais feitas pelo Congresso. Uma vez que tanto o Congresso quanto o Presidente liberam o orçamento da Comissão, eles podem direcionar a atuação da Comissão. Além disso, o Subcomitê de Títulos do Comitê de Assuntos Bancários, Habitacionais e Urbanos do Senado, e o Subcomitê de Finanças e Proteção ao Consumidor do Comitê para Comércio Interestadual e Internacional da Câmara, são encarregados de supervisionar a SEC; e nestes últimos anos têm se desincumbido dessa obrigação de modo bastante eficaz.

É dada à SEC uma ampla margem de opções quanto às técnicas que lhe são disponíveis para implementar as leis federais de títulos. A Comissão tem um poder de tipo legislativo para interpretar as leis, por meio de regras ou de alguns métodos pouco formais. Pode também identificar padrões inadequados de conduta por meio de procedimentos administrativos; por exemplo, pode suspender a licença de profissionais

infratores que atuam no negócio de títulos. Pode ainda mover uma ação judicial nas Cortes contra condutas que acredite constituir violação das leis de títulos. Além disso, em casos mais graves, a Comissão pode submeter uma matéria ao Ministério Público para ser iniciado um caso criminal. Além disso, a Comissão faz uso extensivo de discursos proferidos por comissários e membros seniores do **staff**, e de participações em programas de contínua assistência de formação legal, para explicar o que a Comissão vem tentando realizar e sugerir iniciativas reguladoras.

Passaremos agora a examinar, detalhadamente, os diferentes modos pelos quais a SEC usa seus amplos poderes para atingir os objetivos da regulação.

2.1. Evolução da Regulação de Disclosure

O **disclosure** é o principal instrumento regulador das leis federais de títulos. A divulgação de informação material sobre empresas cujas ações são distribuídas ou negociadas no mercado, fornece aos investidores uma base que lhes permite fazer julgamentos fundamentados sobre os méritos comparativos do investimento. Assim, a disponibilidade de tais informações é geralmente concebida como um instrumento para melhorar a eficiência alocacional dos mercados. O **disclosure** também protege o investidor contra fraudes. Ademais, este processo tem um impacto significativo na conduta dos gerentes das empresas.

Existem vários problemas óbvios na afirmação de que informações exigidas em contextos específicos cumprirão os objetivos da regulação. Comecemos examinando as exigências de **disclosure** que devem constar dos prospectos. Embora a Securities Act de 1933 prescreva as categorias gerais de informações que devem ser divulgadas, uma orientação mais concreta é dada às companhias das quais se espera que cumpram com as exigências legais. A técnica básica para colocar em prática as exigências específicas de **disclosure** tem sido a criação de formas que definam, com riqueza de detalhes, a matéria a ser divulgada. Os formulários são inicialmente publicados pela SEC para críticas. Estas críticas são levadas em consideração quando a SEC minuta a versão final do formulário. Além disso, uma vez que certas situações — por exemplo, uma companhia de investimento ou uma nova companhia, ou uma oferta feita por uma companhia experimentada no mercado, com uma reserva de informações correntes disponíveis ao público — podem exigir diferentes tipos

de **disclosure**, a SEC pode e tem desenvolvido formulários para **disclosure** adequados a cada uma das diferentes situações.

Um problema prático mais específico surge quando uma companhia que realiza um lançamento de ações procura cumprir com as exigências de **disclosure** de forma adequada. Seria financeiramente desastroso para a companhia descobrir, uma vez iniciado o lançamento de um título, que a SEC considerava o seu **disclosure** deficiente. O começo de um procedimento de **stop order*** por parte da SEC provavelmente impediria a completação da distribuição e poderia resultar numa exigência de proposta de distrato a todos os investidores que haviam comprado a ação. Todavia, a penalidade de se ter adiantado à oferta é tão severa que o **staff** da SEC pode relutar em solicitar uma **stop order**, exceto em casos mais graves. Como conseqüência, o **staff** não teria condições de desempenhar um papel importante na elaboração de prospectos de **disclosure** individuais.

Encontrou-se uma solução prática para este aparente dilema. A Securities Act de 1933 exigia que o material dos prospectos fosse arquivado na SEC, no mínimo 20 dias antes da data efetiva (a data em que as vendas poderiam ser efetuadas). O Congresso concedeu essa flexibilidade principalmente para permitir que as informações fossem disseminadas através do público antes dos investidores se comprometerem a comprar o título. A Comissão fez uso adicional deste período para revisar os registros e fazer sugestões por meio de uma carta de comentários para correção ou suplementação das informações apresentadas. Quando o volume de declarações de registros se tornasse tão grande que o **staff** não pudesse mais revisar os prospectos de **disclosure** dentro dos 20 dias do período, os emissores voluntariamente adiariam a data efetiva até terem recebido a carta de comentários do **staff**. Os procedimentos de **disclosure** detalhados e práticos, realizados entre o **staff** e os emissores, foram finalmente generalizados e publicados em Guias para Preparação e Arquivamento de Declaração de Registro. Estes Guias são periodicamente revisados.

É interessante observar que, agora, existe uma tendência, em muitos casos, no sentido de aliviar o **staff** das revisões dos prospectos de **disclosure** antes de sua efetivação. Esta tendência permite-nos sentir

* Ordem, antes ou após a aprovação da declaração de registro, negando ou suspendendo sua aprovação. (Nota do Tradutor)

que os recursos do **staff** devem ser direcionados para outros problemas, particularmente para revisão de informações apresentadas de acordo com as exigências de relatórios periódicos.

A informação que é importante para as decisões de investimento do público investidor e acionistas não permanece sempre a mesma ao longo do tempo. Visto que a SEC nem sempre pode ser completamente sensível à conveniência de mudar o conceito de *materialidade* para levar em consideração as necessidades comuns, é importante oferecer uma oportunidade para interesses não-governamentais no sentido de instruir a Comissão sobre essas necessidades. Um exemplo de iniciativa privada para estender as exigências de **disclosure** ocorreu no início da década de 70, quando o Conselho de Defesa de Recursos Naturais e outros grupos de interesse, organizados privadamente, solicitaram à SEC regras exigindo que as empresas registrassem na SEC as informações relativas ao impacto ambiental de suas atividades, além de procedimentos estatísticos e legais quanto às suas práticas de oportunidades iguais de emprego. Os grupos solicitaram revisão pelo fato de a SEC deixar de publicar as regras que ordenavam o **disclosure** que eles solicitavam. A Corte que fizera a revisão concluiu que a SEC não havia cumprido com as exigências de procedimento da Administrative Procedure Act, considerando-se as queixas contidas na petição e ordenou que reexaminasse sua posição[2]. A Corte sugeriu, especificamente, que a Comissão buscasse informações com juristas, grupos de interesse, fundações, universidades e faculdades sobre o grau de interesse entre os investidores preocupados com aspectos éticos no **disclosure**, apresentado pelas empresas, relativo ao impacto ambiental de suas atividades e às suas práticas de oportunidades iguais de emprego. Subseqüentemente, a SEC promoveu 19 dias de audiências públicas, recebeu 54 exposições orais e 353 comentários escritos sobre estas e outras questões de **disclosure** de interesse para investidores, cujos objetivos não estão necessariamente restritos à maximização dos lucros das companhias. Depois deste debate das questões, a SEC determinou que, temporariamente, as exigências de **disclosure** das leis federais de títulos seriam interpretadas como dirigidas ao interesse do público investidor na lucratividade das empresas e não seriam propriamente usadas para o objetivo único de promover propósitos sociais ou moldar o comportamento das empresas[3].

[2] Natural Resources Defense Council, Inc. vs. SEC 389 F. Supp. 689 (DDC 1974) | Current Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶80,310.

[3] SEC Securities Act Rel. nº 5627, (14 out. 1975).

Os recentes esforços da SEC em exigir o **disclosure** de certos *pagamentos* por parte das empresas, tanto nos Estados Unidos como em outros países, levanta questões semelhantes. Deve a SEC servir somente aos interesses do investidor ou deve também incentivar objetivos sociais mais amplos?

É adequado terminar nosso exame do desenvolvimento da regulação de **disclosure** observando o encontro da SEC em fevereiro último, com um Comitê Consultivo sobre **Disclosure** das Empresas. Este Comitê é presidido por A. A. Sommer, Jr., um antigo comissário da SEC, e inclui um renomado grupo de acadêmicos, advogados, contadores, executivos financeiros e um representante de uma organização de interesse público. Os propósitos do estudo do Comitê têm sido definidos, em termos amplos, para abranger a definição da finalidade de um sistema de **disclosure** das empresas e de uma avaliação do esquema regulatório atual relativo à realização dos objetivos definidos.

2.2. Desenvolvimento das Restrições nas Transações Efetuadas pelos Insiders

Vejamos algumas outras técnicas da SEC para implementar as políticas reguladoras contidas nas leis de títulos, através de um reexame de algumas das etapas pelas quais as restrições nas transações efetuadas pelos **insiders** têm sido gradualmente desenvolvidas.

A Securities and Exchange Act de 1934 fala especificamente deste tipo de transação na Seção 16. Fica definido como **insider** o funcionário, diretor ou o detentor de mais de 10% de qualquer tipo de ações de uma empresa admitidas à cotação ou registradas, conforme a Seção 12 (g) — isto é, uma empresa com seus títulos negociados no mercado secundário. A Seção 16 somente ataca as transações realizadas dentro de um curto espaço de tempo pelos **insiders** especificados. Elimina todos os lucros resultantes de vendas e compras, ou vice-versa, de um título da empresa dentro de um período de seis meses. Entretanto, a Lei também contém um preceito geral antifraude, Seção 10 (b), tornando ilegal "usar ou empregar, na compra ou venda de qualquer título ... qualquer esquema manipulatório ou enganoso ... em infração às regras que a Comissão pode prescrever como necessárias ou adequadas ao interesse do público ou para proteção dos investidores". A Comissão utilizou os

poderes delegados por esta norma para promulgar uma regra, a conhecida Regra 10 b-5, tornando ilegal para "qualquer pessoa ... envolver-se em qualquer ato, prática ou espécie de negócio que resulte ou possa resultar em fraude para qualquer pessoa, ligado à compra ou venda de qualquer título".

A implementação da Regra 10 b-5 no que diz respeito às transações efetuadas por **insiders** provavelmente começou com a investigação da Comissão, em 1943, da recompra de ações pela Ward La France Truck Corporation[4]. (A Comissão tem poder de investigar para descobrir se uma pessoa está violando ou em vias de violar qualquer preceito da Lei de 1934.) A investigação da Comissão mostrou que a empresa tinha recomprado suas ações de investidores não-controladores, sem divulgar um aumento extraordinário nos lucros da companhia ou a existência de um plano para liquidá-la a um valor por ação muito maior do que o valor corrente de mercado. O relatório concluiu que a falha em divulgar estes fatos importantes colocará os acionistas numa nítida desvantagem nas transações com a empresa e a considerou como violação da Regra 10 b-5. A publicação das conclusões da Comissão aparentemente provocou um acordo privado, o que permitiu aos acionistas não-controladores, que haviam vendido suas ações a preços entre US$ 3 e US$ 6, receberem a diferença entre o que lhes foi pago e US$ 35,80 por ação.

Um dos desenvolvimentos seguintes mais importantes na definição das obrigações dos **insiders** nas transações ocorreu num procedimento administrativo envolvendo um **broker-dealer**, no caso Cady, Roberts[5]. (A Comissão tem poder para determinar, num procedimento administrativo, sujeito naturalmente à revisão judicial, se um **broker-dealer** deve ser disciplinado por violar propositadamente qualquer preceito das diversas leis federais de títulos.) No caso Cady, Roberts, um sócio de uma corretora vendeu ações da Curtiss-Wright Corporation na NYSE (New York Stock Exchange — Bolsa de Valores de Nova Iorque), em contas administradas em bases discricionárias (incluindo a da sua esposa) depois que ele soube pelo diretor da Curtiss-Wright (que também era funcionário da corretora) que a empresa reduziria seu dividendo trimestral. A comunicação da redução do dividendo aos jornais so-

---

4 Na questão da Ward La France Truck Corp., 13 SEC 373 (1943).

5 40 SEC 907 (1961).

freu uma demora, ou por erro ou por imprevidência. A Comissão com base nesses fatos decidiu emitir um parecer que expusesse as bases necessárias para ampliar o alcance das obrigações impostas pela Regra 10 b-5 de **disclosure** efetivo para pessoas, que não **insiders**, descritas na Seção 16. A opinião é a seguinte:

> "Já temos notado que os preceitos antifraude são estabelecidos em termos de 'qualquer pessoa', e uma obrigação especial tem sido tradicionalmente exigida de **insiders** das empresas, por exemplo, funcionários, diretores e acionistas controladores. Estes três grupos, entretanto, não esgotam as classes de pessoas com relação às quais existe tal obrigação. Analiticamente, a obrigação se baseia em dois elementos principais: o primeiro é a existência de um relacionamento dando acesso, direta ou indiretamente, a informações que devem estar disponíveis somente para objetivos das empresas e nunca para benefício pessoal de qualquer um; o segundo, é a deslealdade inerente envolvida, onde uma parte leva vantagem por conhecer uma informação, sabendo que a mesma não está disponível àqueles com quem ela está transacionando"[6].

O caso judicial mais famoso de transações efetuadas por **insiders** é o da SEC **vs.** Texas Gulf Sulphur[7], que ocorreu alguns anos depois da decisão Cady, Roberts. Uma vez que os acusados naquele caso eram companhias e seus **insiders**, e não envolviam profissionais nas atividades com títulos, um procedimento administrativo da SEC seria provavelmente considerado inadequado. Entretanto, a SEC usou seu amplo poder para levar o caso à Corte e solicitar sentença condenatória contra pessoas que afirmava terem violado as leis federais de títulos. O caso levantou muitos pontos importantes. Uma das questões críticas das transações efetuadas por **insiders** envolvia a definição de *materialidade*. A Regra 10 b-5 restringe as transações efetuadas pelos **insiders** somente quando estes têm em seu poder a informação *material*, que não é do conhecimento público. A Comissão alegou que a Texas Gulf Sulphur e vários empregados tiveram acesso a informações *materiais* em 12 de novembro de 1963, quando conseguiu, através de perfuração, numa determinada área de sua propriedade perto de Timmins, Ontário, Canadá,

[6] Op. cit. acima nota 5, até 912 (nota de rodapé original omitida).

[7] 401 F2d 833 (2d Cir. 1968), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969).

grande quantidade de cobre e zinco numa vasta área. A acusação caracterizou a perfuração como "uma das mais impressionantes realizadas nos tempos modernos". A notícia da descoberta só se tornou pública cinco meses após — em 16 de abril de 1964. Provavelmente, uma das razões para a não-divulgação da notícia da descoberta antes desta data foi permitir que a Texas Gulf Sulphur adquirisse outras terras e outros direitos para exploração de minerais próximos ao local das perfurações, sem perturbar os preços então em vigor.

Ao decidir que a informação era *material*, a Corte de Apelação deu mais ênfase às compras feitas pelos **insiders** que tinham a informação. A Corte estava particularmente influenciada pelas aquisições de opções de compra a preço prefixado, a curto prazo, por pessoas que anteriormente nunca haviam adquirido tais opções. A opinião que sustentava a acusação da SEC articulou uma ampla definição do que seria informação *material*. A Corte declarou que um fato *material* é aquele que "teria sido importante para um investidor racional e poderia ter afetado o preço da ação"[8]. Continua declarando que:

> "... os especuladores da Wall Street e da Bay Street também são investidores racionais e com direito a terem a mesma proteção legal proporcionada aos investidores conservadores. Assim, os fatos materiais incluem não só a informação divulgada sobre os lucros e dividendos de uma empresa, mas também aqueles fatos que afetam o provável futuro da companhia e ainda os que podem afetar o desejo do investidor de comprar, vender ou reter os títulos da empresa"[9].

Este teste abrangente de *materialidade* lança a base para a imposição das restrições às transações efetuadas pelos **insiders** mesmo quando a informação é sobre um evento (por exemplo, uma proposta de fusão), que está bem longe de ocorrer.

Existe somente um outro ponto sobre a decisão da Texas Gulf Sulphur que gostaria de examinar. Como pedido auxiliar à ação judicial que já havia proposto, a Comissão solicitou uma ordem judicial exi-

[8] Op. cit. acima nota 7, até 850.

[9] Op. cit. acima nota 7, até 849.

gindo uma proposta de rescisão a ser feita àqueles que venderam ações ou opções de compra a preço prefixado aos acusados ou às pessoas que tinham sido avisadas para comprar. O remédio legal requerido (que é paralelo ao pedido contra os **insiders** provido na Seção 16) foi projetado para afastar quaisquer lucros que os **insiders** houvessem obtido em conseqüência da utilização das informações previamente recebidas.

Embora a SEC tenha ocasionalmente revelado um desejo de estabelecer diretrizes para regular as transações efetuadas pelos **insiders**, nunca conseguiu. Em grande parte, a Comissão pode recear que diretrizes detalhadas somente fornecerão um *mapa rodoviário* para escapar às proibições básicas. As obrigações dos **insiders** têm sido definidas em várias opiniões administrativas e judiciais que consideram situações de fato específicas. Um número substancial dos casos relevantes apresentados não foram, entretanto, iniciados pela SEC, mas sim por particulares.

Embora a Seção 16 disponha que seus preceitos sobre a eliminação de lucros serão aplicados mediante ações judiciais privadas, a Seção 10 não dispõe sobre ações judiciais promovidas por litigantes privados no caso de violações à Seção 10 ou regras complementares. Estabelece somente que determinada conduta é ilegal. No entanto, desde uma decisão da Corte Distrital de Filadélfia em 1946[10], um direito de ação judicial por parte de particulares tem sido atribuído de modo consistente em favor de pessoas a quem as leis procuram proteger das conseqüências de condutas proibidas. O conceito jurídico tradicional de dano provê uma base para permitir a litigantes privados buscar compensação por prejuízos que lhe foram causados por pessoas que infringem a lei. Entretanto, existe uma razão mais ampla (e mais significativa) para permitir ações judiciais movidas por particulares.

A SEC é uma agência relativamente pequena. Visto que são muitas as atividades e pessoas afetadas pelas leis federais de títulos, não é racional esperarmos que possa policiar, adequadamente, o cumprimento dessas leis. Assim, a aplicação das regras antifraude por parte do setor privado (e de outros preceitos relativos às leis de títulos) têm sido considerada como um complemento necessário à atuação da Comissão[11]

---

[10] Kardon vs. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (E.D. Pa. 1947).

[11] Vide, por exemplo, J. I. Case Company vs. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

Considerando que a ação judicial por parte de particulares é uma forma altamente importante (e tipicamente norte-americana) de se fazer cumprir os preceitos das leis federais de títulos, descreveremos agora como funciona. A advocacia privada nos Estados Unidos permite que advogados particulares, atuando em benefício de um cliente determinado, sejam, na verdade, *empresários* no processo de aplicação da lei. Isto é possível por várias razões. Primeiro, cada uma das partes envolvidas no litígio normalmente paga os honorários de seu advogado mesmo que perca a ação. Segundo, a parte é livre para negociar um acordo com seu advogado para pagar os honorários em parcelas. Terceiro, e mais importante, o instrumento de *ação de classe* permite ao advogado mover uma ação não só em benefício de um determinado cliente que foi ao seu escritório, mas também em benefício de vários outros clientes em situação semelhante, os quais não conhece. (Similarmente, a ação judicial *derivativa* (**derivative suit**) permite a um só acionista iniciar uma ação em benefício de uma empresa da qual ele possui somente uma ação ordinária.) Nestas ações judiciais, os honorários do advogado bem-sucedido são decididos pela Corte, que leva em consideração o acordo de honorários feito previamente com o cliente e o montante de dinheiro recuperado para todos os Autores da ação.

Por exemplo, suponhamos que um **insider** comprou 200.000 ações no mercado a US$ 12 por ação, sem divulgar determinada informação *material* favorável, ainda não do conhecimento público. Quando a informação torna-se pública o preço de mercado das ações sobe a US$ 20. Se o cliente que foi ao escritório do advogado vendeu 300 ações ao **insider**, seu prejuízo seria no máximo de US$ 1800 — quantia que dificilmente seria suficiente para pagar os honorários do advogado. Porém, se o advogado pode acionar em benefício de todos os que venderam, existe uma recuperação potencial de US$ 1,6 milhões. Uma vez que não é raro uma decisão judicial fixar os honorários em 20% sobre a quantia recuperada, existe oportunidade para o advogado ser amplamente recompensado por seu trabalho e risco corrido.

Embora esta técnica de aplicação da lei proporcione oportunidades óbvias para abusos (e, por esta razão, recentemente sofreu um exame cuidadoso, intenso e crítico), a possibilidade de um exame judicial da conduta dos participantes nas transações com títulos tem-nos alertado com relação à responsabilidade envolvida em tais transações. Por exemplo, uma ação judicial contra a principal empresa de investimento ban-

cário da Filadélfia[12], que tinha iniciado o processo de **underwriting** das ações de uma empresa de boliche que finalmente faliu, lembrou a todos os banqueiros de investimento sobre suas obrigações relativas à cuidadosa investigação das empresas cujos títulos eles oferecessem ao público. Cremos que a ação levou a uma revisão meticulosa de suas práticas por parte das companhias de investimento bancário e demais elementos (incluindo os advogados), envolvidos na oferta pública de títulos.

3. AUTO-REGULAÇÃO

Embora a regulação governamental, nos Estados Unidos, seja a melhor proteção de que o investidor dispõe, a chamada auto-regulação realizada por grupos organizados de **broker-dealers** também tem desempenhado um importante papel. A Securities Exchange Act de 1934, com efeito, estabelece que uma bolsa de valores pode ser organizada como um mercado somente se tiver regras que disciplinem seus membros quanto a condutas inconsistentes com princípios de comércio justos e eqüânimes. Em outras palavras, a lei exige bolsas de valores que funcionem como organizações auto-reguladoras. Exigências similares se aplicam a NASD (National Association of Securities Dealers, órgão auto-regulador no Mercado de Balcão), instituição que regula as operações de mercado de balcão. Vários casos demonstram que o fracasso de uma organização auto-reguladora em policiar cuidadosamente suas regras pode resultar em uma responsabilidade civil contra ela, movida por qualquer pessoa que tenha sido prejudicada com isso[13].

A auto-regulação opera em várias áreas. As bolsas de valores e a NASD têm obrigações quanto a responsabilidades financeiras, competência e integridade de seus membros. São os primeiros veículos de **enforcement** dos padrões de responsabilidade financeira promulgados pela SEC. Também supervisionam os exames para diretores e empregados de firmas membros.

As organizações auto-reguladoras também definem e policiam a obediência às práticas adequadas de negócios. Por exemplo, a NYSE

[12] Escott vs. BarChris Construction Corp., 283 F. Supp. 643 (SDNY 1968).

[13] Por exemplo, Baird vs. Franklin, 141 F2d 238 (2d Cir. 1944); Klebanow vs. Funston, 35 FRD 518 (SDNY 1964).

cumpre um programa de controle sobre as ações negociadas para identificar movimentos não-usuais nos preços, que podem necessitar de investigação. As organizações auto-reguladoras também têm desenvolvido padrões profissionais de comportamento para seus membros. Além disso, as bolsas têm tomado a iniciativa de melhorar o **disclosure** das empresas, como um modo de acentuar a honestidade de seus mercados. Por exemplo, a NYSE e a AMEX (American Stock Exchange — Bolsa de Valores Norte-Americana) ultrapassam as obrigações legais existentes ao exigirem das empresas registradas que procedam ao **disclosure** imediato de informações materiais. As bolsas de valores têm se interessado também em policiar a qualidade das empresas cujas ações são negociadas em seus mercados. Uma empresa para se registrar na NYSE deve demonstrar capacidade em gerar lucros. Além disso, a NYSE está preparada, até certo ponto, para impor boas práticas financeiras e de negócios às empresas nela registradas. Assim, uma companhia registrada na NYSE não pode emitir ações ordinárias sem direito a voto e deve obter a aprovação dos acionistas para permitir opções de compra a diretores, funcionários e empregados.

As bolsas de valores também se têm envolvido com a auto-regulação econômica, como alguns caracterizariam este tipo de auto-regulação (proteção aos membros, interesses econômicos). Tradicionalmente, o número de membros nas principais bolsas de valores tem sido limitado e as exigências para ser membro destas bolsas são normalmente planejadas para negar o acesso direto às instalações da bolsa a determinadas classes de pessoas — por exemplo, algumas bolsas excluem os **brokers** estrangeiros. Além disso, até recentemente, as bolsas impunham comissões mínimas de corretagem para eliminar a competição de preços na venda dos serviços de corretagem.

O amplo alcance dado à auto-regulação na estrutura reguladora norte-americana reflete várias premissas:

a) a criação de uma burocracia governamental para assumir as responsabilidades de regulação das organizações auto-reguladoras seria extremamente onerosa;

b) muitos dos problemas relativos à regulação, que as agências auto-reguladoras enfrentam, exigem uma perspicácia e uma sensibilidade que seriam difíceis de atribuir a pessoas que não participam das atividades do mercado. Ademais a indústria financeira estaria mais propensa a aceitar a regulação que ajudou a formular e a pôr em prática;

c) as obrigações relativas à regulação devem ir além da imposição de exigências legais e encorajar uma atitude profissional ligada a altos padrões de ética comercial.

A experiência norte-americana indica que a auto-regulação pode ser encarada como uma contribuição efetiva para a proteção do investidor? Ou protegerá somente os interesses econômicos? O termo auto-regulação é, em si, enganoso. O conceito pretendia, segundo o Juiz Douglas, expressar uma expectativa de que as organizações auto-reguladoras assumiriam um papel principal no mercado de capitais "com o Governo desempenhando um papel secundário. O Governo estaria com a arma, atrás da porta, carregada, lubrificada, limpa e pronta para ser usada, mas com a esperança de nunca precisar usá-la"[14]. Em termos legais, as bolsas têm amplos poderes para estabelecer regras, com a SEC dando o direito de, depois dos procedimentos públicos adequados, alterar ou suplementar regras que afetem determinados assuntos. Um esquema similar, porém não idêntico, rege as relações entre a NASD e a SEC. Embora a Comissão pudesse alterar certas regras das agências auto-reguladoras, nenhuma ação específica da SEC foi exigida para qualquer das regras a serem efetivadas.

Além da supervisão da SEC no que concerne às atividades das organizações auto-reguladoras, as leis antitruste começaram a ser encaradas como um exame relevante do poder destas organizações em limitar potencialmente a atividade competitiva em nome da honestidade dos mercados ou da proteção dos investidores. A Corte Suprema dos Estados Unidos, em 1968, no caso Silver **vs.** NYSE[15], conciliou os preceitos das leis antitruste e a responsabilidade reguladora das organizações auto-reguladoras, da seguinte forma:

> "A não-aplicação [das leis antitruste] deve ser considerada como implícita somente se for necessário fazer a Securities Exchange Act funcionar e, mesmo assim, somente no menor grau necessário"[16].

As principais questões legais levantadas nos anos subseqüentes foram se a falha da SEC em ordenar a alteração ou emenda de uma regra

[14] Douglas, *Democracy in Finance*, 82 (1940).

[15] 373 U.S. 341 (1963).

[16] Op. cit. acima nota 15, até 357.

de uma organização auto-reguladora, sujeita à sua revisão, resultou num julgamento da SEC no sentido de que a regra satisfaz o padrão *Silver* e qual o peso que a Corte deveria dar a tal julgamento.

É difícil uma avaliação total do valor da auto-regulação operando dentro das restrições que descrevemos. Conforme deve-se esperar, a resposta depende do contexto no qual o processo é examinado. Por exemplo, as organizações auto-reguladoras parecem realizar um trabalho louvável ao tratar com determinados atos fraudulentos e infrações de prescrições claramente definidas. Têm sido menos bem-sucedidas em prover regulação econômica no interesse do público e em implementar a regulação que é contrária aos interesses econômicos relevantes de segmentos significativos da comunidade de corretores. Por exemplo, as autoridades auto-reguladoras fracassaram ao tentarem obrigar as corretoras a estabelecerem e manterem estrutura administrativa compatível com o rápido crescimento de suas atividades de venda. Os problemas de estrutura administrativa contribuíram significativamente para o fracasso financeiro de muitas corretoras na década de 60. Além disso, as bolsas não demonstraram muita iniciativa ao tratarem da questão da taxa de corretagem adequada ou ao policiarem as atividades de seus especialistas.

3.1. A Auto-Regulação após as Securities Acts Amendments de 1975

A fragilidade do sistema auto-regulador estimulou o Congresso a fazer importantes alterações na Securities Exchange Act de 1934. As Securities Acts Amendments de 1975 dispõem que nenhuma organização auto-reguladora pode fazer uma emenda significativa em suas regras sem a aprovação específica da SEC[17]. A organização auto-reguladora deve submeter uma proposta de alteração de regra à SEC, a qual, por sua vez, publica a mudança para apreciação. A Comissão deve, então, aprovar a emenda ou propor procedimentos para determinar se a proposta de alteração da regra não deve ser aprovada. Nenhuma regra de uma organização auto-reguladora pode se tornar efetiva sem a aprovação expressa da SEC. A Comissão tem também o poder de revogar ou emendar qualquer regra de uma organização auto-reguladora se julgar necessário ou adequado para a promoção dos objetivos da Lei[18]. Final-

[17] Securities Exchange Act de 1934 §19 (b).

[18] Securities Exchange Act de 1934 §19 (c).

mente, a Comissão também tem poderes para aplicar as regras da organização auto-reguladora[19].

Estas modificações no relacionamento entre as organizações auto-reguladoras e a SEC acentuam o desejo do Congresso de um maior envolvimento governamental nas decisões auto-reguladoras. O Congresso vê o aumento da supervisão da SEC como uma proteção contra as considerações de interesse próprio que geralmente parecem estar subjacentes à ação auto-reguladora. Uma supervisão maior, por parte da SEC, das regras das organizações auto-reguladoras também era encarada como capaz de impedir ataques antitruste sobre essas organizações por parte do Departamento de Justiça ou litigantes privados.

Por outro lado, o fato de se dar às regras das organizações auto-reguladoras a qualidade das regras governamentais pode diminuir a habilidade dos auto-reguladores em criar normas éticas que não devem ter força de lei. Dois outros desenvolvimentos na organização de agências auto-reguladoras adequam-se às premissas originais para encorajar a auto-regulação.

Uma organização auto-reguladora é administrada por um conselho diretor. Tradicionalmente, o conselho é selecionado quase exclusivamente entre representantes dos membros da organização. Entretanto, ataques à qualidade da auto-regulação, no início da década de 70, encorajaram medidas no sentido de se elegerem representantes do setor público para os conselhos diretores. Por exemplo, a NYSE e a AMEX contam agora com 10 diretores do setor público, 10 selecionados dentre os membros e um presidente, que é também o principal executivo, trabalhando em tempo integral. As emendas de 1975 dispõem sobre a representação de não-membros nos conselhos de todas as organizações auto-reguladoras.

Estas organizações possuem também grandes **staffs** profissionais. Uma vez que os diretores trabalham meio-expediente, a qualidade do **staff**, em grande parte, determina a qualidade do esforço regulador despendido pela organização. Os orçamentos para o **staff** profissional cresceu substancialmente durante a década passada. A introdução tanto de diretores do setor público como de um **staff** profissional, que não está

[19] Securities Exchange Act de 1934 §21 (d). Vide também §19 (h) (1) e (4).

engajado nas atividades com títulos, tem esvaziado bastante o conceito de que a efetiva regulação das atividades com títulos requer um envolvimento maior dos homens de negócios com o conhecimento profundo e a percepção dos negócios.

Estes desenvolvimentos recentes significam que os Estados Unidos estão em vias de abandonar sua posição tradicional quanto à inclusão da auto-regulação como uma parte importante do processo regulatório? Ainda é muito cedo para concluir com segurança. O esquema legal existente permite que as organizações auto-reguladoras tomem a iniciativa de promoverem alterações nas suas regras. O direito de tomar a iniciativa acarreta a oportunidade de planejar os resultados. A Lei parece permitir à SEC deferir às auto-reguladoras a escolha de métodos razoáveis para atingir os objetivos da regulação. Além disso, de qualquer sistema de auto-regulação sujeito à supervisão governamental, pode-se esperar um bom relacionamento em termos de comunicação entre os **staffs** das autoridades reguladoras e a barganha de soluções adequadas. Este processo caracterizou o período anterior às emendas de 1975 e continua até hoje.

De outro lado, não existe dúvida de que o campo de ação da auto-regulação é bem pequeno. Por exemplo, a NYSE recentemente fixou uma regra restringindo o acesso de **brokers** estrangeiros aos seus mercados. O **staff** da SEC apresentou sérias objeções à regra, e a Comissão instituiu os procedimentos legais prescritos para determinar se desaprovava ou não a regra proposta pela NYSE. Antes das emendas de 1975, é muito pouco provável que resultasse numa confrontação formal. A NYSE poderia ter adotado uma regra que teria sido efetiva. Em lugar de eliminar ou alterar a regra, a Comissão teria que estar preparada para iniciar um procedimento que consumiria muito tempo. Em aproximadamente 40 anos de história da Exchange Act, somente dois procedimentos deste tipo foram instituídos. Assim, durante o período anterior a 1975, as organizações auto-reguladoras podiam contar com uma passividade muito grande por parte da Comissão em relação a atitudes tomadas para ajudar interesses econômicos importantes da organização ou de seus membros.

Embora as emendas de 1975 estreitassem o campo de ação da auto-regulação, acrescentaram um novo modelo de atividade auto-reguladora. Como conseqüência de algumas fraudes mais graves na venda de títulos municipais, um padrão de regulação foi elaborado aos **brokers** e

dealers, incluindo bancos, que negociam e fazem **underwriting** com títulos municipais. O principal problema político em conseqüência da criação do novo padrão regulador consistiu em que os bancos não desejavam ser regulados diretamente pela SEC. Argumentavam que qualquer poder regulador sobre eles atuando deveria estar em mãos das autoridades bancárias reguladoras. Por outro lado, os **brokers** e **dealers** municipais sujeitos à regulação da SEC temiam que, se os bancos fossem regulados pelas autoridades bancárias, estariam sujeitos a um ambiente regulador comparativamente mais flexível.

A solução do Congresso para este problema foi a criação de uma Junta para Regulação de Títulos Municipais[20]. A Junta é composta de 15 membros indicados pela SEC. Cinco destes membros devem ser pessoas associadas ou representantes de **brokers** e **dealers** de títulos municipais que não sejam bancos; cinco membros devem ser indivíduos associados ou representantes de **dealers** de títulos municipais que sejam bancos, ou subsidiárias ou departamentos de bancos; e cinco membros devem ser pessoas que não são associadas a nenhum **broker-dealer** ou **dealer** de títulos municipais. Finalmente, um destes é representante de investidores em títulos municipais e outro, de emissores de títulos municipais. Esta Junta tem poder regulador sujeito à revisão da SEC, do mesmo modo que a SEC revê as regras das outras organizações auto-reguladoras. Embora se deixe, primeiramente, a aplicação das regras da Junta a cargo da NASD e das agências bancárias, a SEC tem o poder de iniciar, independentemente, procedimentos contra qualquer **broker** e **dealer** municipal, inlcuindo bancos, por violação de uma regra. Entretanto, a SEC é obrigada a consultar a agência reguladora bancária pertinente, no que diz respeito ao efeito de tal **enforcement** sobre um sistema bancário que tem um bom funcionamento e sobre a exeqüibilidade e a conveniência de coordenar o **enforcement** com a agência.

Além da nova experiência em auto-regulação criada pela Junta para Regulação de Títulos Municipais, a SEC em suas recentes propostas legislativas para fortalecer a regulação de *conselheiros de investimento*, recomendou um estudo a ser realizado pela SEC para determinar "em que medida a criação de uma ou mais organizações auto-reguladoras facilitaria os objetivos da Lei"[21]. Tanto a criação da Junta para Regulação de Títulos Municipais quanto à atitude da Comissão no que diz respeito à auto-regulação para *conselheiros de investimento* sugerem uma contínua confiança na auto-regulação, pelo menos enquanto sofre supervisão de uma agência governamental independente.

[20] Securities Exchange Act de 1934 §15B (b).

[21] SEC Legislative Proposals Concerning Regulation of Investment Advisers, BNA *Sec. Reg. & L. Report* nº 332, at E-1 (1975).

3.2. A Auto-Regulação Realizada pela Empresa Individual

O efeito de estimular a auto-regulação pode também ser observado ao nível de uma empresa individual dentro das atividades com títulos. Assim, a Exchange Act permite à SEC disciplinar **brokers** que fracassam razoavelmente em supervisionar seus funcionários visando evitar violações da lei[22]. Uma empresa pode se defender de uma acusação de falha na supervisão, se puder demonstrar que estabeleceu procedimentos e um sistema para aplicá-los que, na medida em que for praticável, esperava que evitasse e detectasse violações das leis de títulos, e que desempenhou os deveres e obrigações impostos por tais procedimentos e pelo sistema controlador[23]. As empresas que projetam e implementam adequadamente procedimentos de controle têm sido também, algumas vezes, capazes de evitar responsabilidades legais quanto aos atos de empregados que violam os procedimentos e as leis de títulos[24].

4. O PAPEL REGULADOR DOS PROFISSIONAIS DE MERCADO

A regulação da SEC tem sempre enfatizado o papel dos profissionais como participantes indispensáveis no policiamento de condutas adequadas no mercado de títulos. Originalmente, esta ênfase enfocava os **broker-dealers** e outros profissionais do mercado. Por exemplo, a estrutura reguladora reconheceu que distribuições públicas de títulos são realizadas normalmente pelos **brokers**. No sentido de encorajar cobertura adequada para distribuição potencial por parte da comunidade de **broker-dealer**, a Securities Act e o **enforcement** da SEC impuseram sé-

[22] Securities Exchange Act de 1934 §15 (b) (4) (E).

[23] Securities Exchange Act de 1934 §15 (b) (4) (E) (i) e (ii).

[24] Por exemplo, SEC vs. Geon Indus., Inc., |Current Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶95,441 (2d Cir. 1976).

rias responsabilidades sobre os **underwriters** para investigar convenientemente as empresas cujos títulos foram distribuídos[25].

4.1. Advogados

Mais recentemente, a atenção tem se centrado no papel dos contadores e advogados. Nos Estados Unidos, os advogados desempenham o principal papel no planejamento das transações comerciais e na elaboração dos documentos. (Sua participação parece muito mais abrangente que o papel desempenhado pelos advogados em qualquer outro país.) Os advogados são tipicamente a força coordenadora no processo de elaboração de declarações de registro. Fazem a maior parte dos julgamentos sobre inclusão ou exclusão de material informativo e esboçam o texto. Além disso, em muitas transações com títulos, a opinião de um advogado de que a transação apresenta todas as exigências legais aplicáveis é requerida como uma condição para a transação se completar. As Cortes sublinham o papel chave do advogado afirmando que "em nossa complexa sociedade o parecer do contador e a opinião de um advogado podem ser instrumentos que inflingem perdas pecuniárias maiores do que a fraude"[26].

Nestas circunstâncias, não é incomum a SEC encarar o advogado que atua no mercado de títulos como um importante instrumento para o cumprimento da lei. Muitos advogados norte-americanos concordariam que um advogado que tem conhecimento real de que um cliente violou as leis de títulos e que assiste seu cliente na violação estará exposto, como um assistente e instigador da violação, a penalidades legais e como causador de prejuízos a pessoas que não são seus clientes. Assim, um advogado não poderia participar a contento na elaboração de uma declaração de registro que ele sabe que contém declarações enganosas. Julgamos que os advogados também concordariam que o conceito de cumplicidade se aplica quando o advogado age ou aconselha, de maneira displicente, quanto às exigências das leis de títulos ou, intencionalmente, fecha os olhos aos fatos que revelariam uma violação das leis.

---

[25] Por exemplo, Richmond Corp., 41 SEC 398 (1963).

[26] U.S. vs. Benjamin, 328 F2d 854, 863 (2d Cir. 1964).

Recentemente, tem-se sugerido que as responsabilidades dos advogados devem ser maiores. Num discurso em 1974, o Comissário Sommer argumentou:

> "... que em assuntos relacionados a títulos (outros que não aqueles claramente pertinentes à advocacia) o advogado terá de agir de uma maneira mais próxima à do auditor do que à do advogado. Isto significa muitas coisas. Significa que ele terá que tomar uma medida independente ... que terá de estar muito bem informado das suas responsabilidades para com o público que está ligado às transações de títulos, que nunca teriam ocorrido não fosse pela sua presença profissional. Significa que terá de adotar o ceticismo saudável no que diz respeito às afirmações da administração que um bom auditor deve adotar"[27].

A declaração do Comissário Sommer indica que os advogados, agindo com boa fé e sem conhecimento de que estão dando assistência a violações de leis de títulos, podem ser responsabilizados como cúmplices se desempenham suas funções de maneira negligente[28]. Em outras palavras, os advogados que lidam com títulos são vistos com deveres substanciais relativos ao público investidor com o qual seu cliente lida.

Este tema também aparece na acusação da SEC contra a National Student Marketing Corp.[29]. Nesta acusação, a SEC solicitou que os advogados de uma companhia compradora numa transação de fusão, sabedores de que certas declarações financeiras na solicitação de procuração para voto da companhia estavam incorretas, violaram a lei: primeiro por não insistirem na revisão das declarações e em nova solicitação do consentimento dos acionistas; e segundo, por não terem obtido a revisão e a *re-solicitação*, tendo falhado" por deixarem de representar seus

---

[27] Sommer, *The Emerging Responsibilities of the Securities Lawyer*, reimpresso em |1973-1974 Transfer Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶79,631 a 83,689-90 (jan. 1974).

[28] O recente parecer da Suprema Corte dos Estados Unidos no Ernst & Ernst vs. Hochfelder |Current Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶95,479 (1976) tem mantido que um querelante não pode recuperar-se de prejuízos, apoiado na Regra 10b-5, às expensas de alguém que, negligentemente, ajuda ou é cúmplice de uma violação de lei de títulos. A Corte deixou em aberto a questão de se uma sentença condenatória seria adequada.

[29] Vide SEC vs. National Student Marketing Corp. |1973-1974 Transfer Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶93,820 (DDC 1973).

respectivos clientes e, em determinadas circunstâncias, de notificar a SEC no que concerne à natureza enganosa de 9 declarações financeiras mensais". Como vocês podem imaginar, a tentativa de impor à SEC o dever de relatar a possível violação da lei criou enorme consternação. Parece ter elevado a responsabilidade do advogado até o público investidor (representado pela SEC) além do seu relacionamento tradicional com o cliente. Muitos advogados teriam considerado suficiente para desistirem quando seu cliente se negasse a aceitar seu conselho de que uma determinada atitude (por exemplo, falha em divulgar certos fatos) viola claramente a lei. Além disso, os advogados ponderariam que se um advogado explicasse a seu cliente que uma determinada atitude poderia (em oposição ao provável desejo) violar a lei, sua responsabilidade cessaria aí. O cliente tem o direito de aceitar ou não o risco que seu advogado lhe apontou.

Embora possa estar claro que as Cortes não exigirão que os advogados assumam a total responsabilidade perante o público para o qual a SEC solicitou a medida, debates sobre o âmbito da responsabilidade dos advogados aumentaram sua percepção quanto à tomada de medidas que assegurarão que as transações com as quais estão envolvidos não violam as leis de títulos.

Tocamos em um dos pontos mais dramáticos e conceitualmente difíceis para assegurar a cooperação dos advogados na aplicação das leis de títulos. Na prática, é provavelmente mais significativo que os advogados que lidam com títulos, no todo, acreditem que as exigências reguladoras são adequadas e benéficas. Uma função importante do advogado que lida com títulos é instruir seus clientes no que diz respeito às exigências das leis federais de títulos e à sensatez de cumpri-las. O fluxo de ex-membros do **staff** da SEC para a advocacia privada e a constante interação entre os advogados e o **staff** da SEC e os comissários estimula simpatia, respeito e entendimento quanto aos objetivos que as leis federais de títulos procuram atingir. Além disso, os advogados trabalham juntos com a SEC, através dos Comitês da Ordem dos Advogados, para resolver problemas de regulação.

4.2. Auditores

O cerne do sistema de **disclosure** são as declarações financeiras. Constitui objetivo primeiro que estas declarações reflitam precisa e consistentemente os fatos que pretendem retratar. Foi reconhecido, nos Estados Unidos, que a apresentação destas informações importantes não deveria ser deixada a cargo somente da gerência. O certificado de declarações financeiras nas declarações de registro e relatórios anuais feitos por auditores públicos independentes é considerada como uma importante garantia da fidedignidade do sistema de **disclosure**.

Uma primeira ênfase da regulação da Comissão tem sido assegurar a independência do auditor para que ele possa funcionar em um meio que estimule o exercício de julgamentos profissionais. Até recentemente, os padrões de independência[30] da Comissão eram geralmente melhores do que os estabelecidos pelas organizações profissionais. Entretanto, nos últimos anos os padrões da profissão tornaram-se mais próximos aos da Comissão.

Segundo os padrões da Comissão, não é muito difícil eliminar a independência do auditor. Este não pode ter nenhum interesse financeiro direto ou indireto em relação ao cliente. Ele não pode ser, nem ter sido, um diretor ou funcionário do cliente durante qualquer período coberto pela declaração. Além disso, os vários relacionamentos familiares e comerciais entre o auditor e o cliente pode também ser suficientes para anular a independência.

Embora os auditores satisfaçam o objetivo de independência, seu desejo de manter um relacionamento com o cliente, assim como o relacionamento profissional próximo que mantêm com a gerência pode sujeitá-los a uma enorme pressão que os leve a concordar com o desejo da gerência em relação a um determinado tratamento contábil de uma transação. Embora um pouco desta pressão possa ser relaxada pela adoção de padrões objetivos de tratamento contábil, provavelmente é impossível diminuir o grau de subjetividade associado com o ato de relatar decisões.

A SEC, a NYSE e o American Institute of Certified Public Accountants, todos recomendaram que as companhias criassem comitês de auditores de seus conselhos diretores. A tendência dominante nas principais empresas norte-americanas consiste em que estes comitês devem se compor exclusivamente de diretores não-profissionais. Ao menos

[30] Regulation S-X, 17 CFR §210.2-01 (b) (1975).

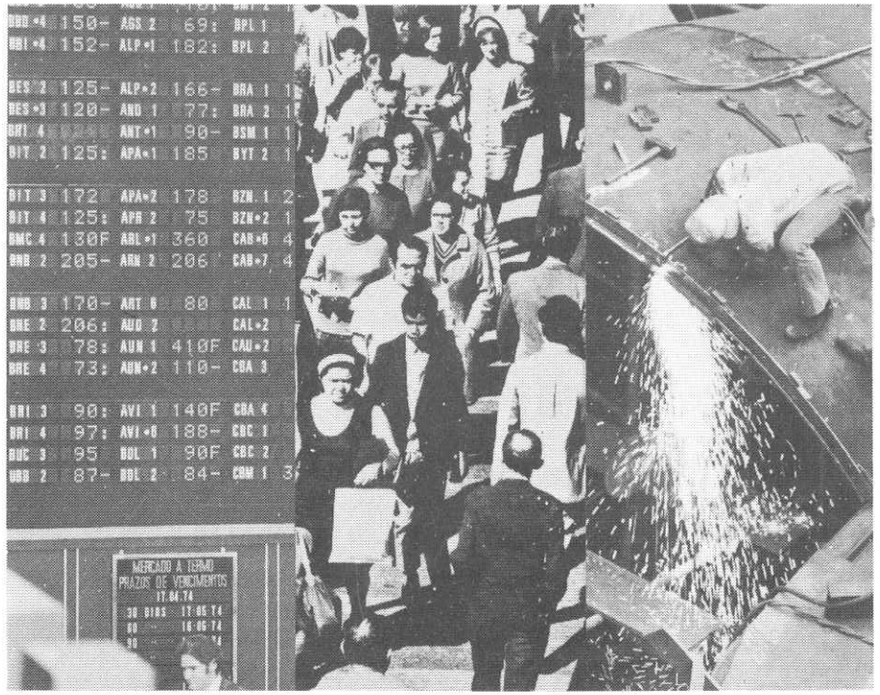
uma vez por ano, e freqüentemente mais vezes, o comitê de auditores trata sozinho com os contadores. Nestes encontros os contadores são estimulados não só a expor ao comitê as áreas com problemas nas declarações financeiras, mas também a informar ao comitê sobre quaisquer divergências que eles tiveram com a gerência. Este canal privado de comunicação com um grupo responsável e não pertencente à gerência, numa empresa, serve como válvula de escape para os contadores. Além disso, a disponibilidade do canal de comunicação impõe restrições benéficas quanto à vontade da gerência de impor seus desejos sobre os contadores.

A Comissão tem exigido recentemente também que uma empresa revele certas informações quando conta com novos contadores. O relatório mensal registrado publicamente do Formulário 8-K exige **disclosure** da data em que o contador-chefe da empresa renunciou, declinou uma reeleição ou foi demitido, e a data em que o novo contador-chefe foi admitido. Além disso, a empresa deve descrever, em conjunto com as auditorias dos dois anos mais recentes e qualquer período subseqüente, quaisquer desacordos a nível de tomada de decisão em qualquer assunto referente à contabilidade, ao **disclosure** de declarações financeiras, ou ao campo de ação da auditoria que, caso não tenha sido resolvido de maneira satisfatória para o contador, teria levado-o a citá-lo em seu relatório. Estes desacordos devem ser relatados mesmo que sejam resolvidos de acordo com o ponto de vista do contador. A empresa também deve pedir ao contador-chefe anterior que forneça estes dados através de uma carta para a SEC onde indique estar de acordo com a declaração da empresa ou especifique os pontos em que não concorda com a declaração da empresa. Esta exigência de **disclosure** público é planejada para desencorajar as empresas de procurar contadores maleáveis.

5. CONCLUSÃO

As leis governamentais podem constituir o coração do sistema regulador. Porém, os instrumentos institucionais que o implementam são os braços e pernas que fazem com que funcione. A força especial do sistema norte-americano de regulação de títulos pode perfeitamente estar em seus membros bem desenvolvidos e resistentes.

O mercado de ações é uma indústria vital
para a Nação.
Sua matéria-prima é a poupança.
Sua mão-de-obra, os agentes do mercado.
Seu produto final: capitais para custear
o desenvolvimento econômico.
Sua finalidade: multiplicar e distribuir
a riqueza nacional.



Bolsa de Valores de São Paulo

A Evolução do Sistema de Mercado Central nos Estados Unidos*

Robert H. Mundheim

1. Introdução. 2. O modelo de mercado central da NYSE e os mercados secundários competidores. 3. Forças de mudança. 4. Eliminação da comissão mínima de corretagem. 5. O sistema de mercado central e seus níveis crescentes de integração (**building blocks**).

1. INTRODUÇÃO

Examinaremos, neste artigo, a experiência norte-americana relativa ao desenvolvimento de mercados secundários eficientes e justos em relação às negociações com títulos.

Se a tarefa fosse esboçar um mercado modelo para títulos negociáveis em um país que não tivesse instituições de mercado secundário profundamente enraizadas, provavelmente acharíamos fácil chegar a um consenso sobre certas características do modelo. Por exemplo, gostaríamos que todas as ordens para um dado título fluíssem para um só ponto. Por meio da concentração de todas as indicações de compra e venda em um único lugar, nosso modelo de mercado permitiria combinar as melhores ofertas de compra com as melhores ofertas de venda e assim asseguraria a execução de cada ordem, sujeita à prioridade das regras de execução, ao melhor preço possível. A centralização do fluxo de ordens

* Este trabalho foi apresentado no Simpósio sobre Regulação de Mercado de Capitais, realizado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, no Rio de Janeiro, de 3 a 6 de maio de 1976.

também proporcionaria liquidez máxima ao título; em outras palavras, as ordens poderiam ser executadas com a mínima alteração do preço. Um mercado com um foco central também maximizaria a oportunidade de se transferirem títulos diretamente do comprador final para o vendedor final. Assim, este mercado minimizaria a necessidade de se compensar um intermediário financeiro para assumir os riscos de compra ou venda de títulos, neste caso por conta própria, antes do fechamento de uma transação posterior, quando um outro cliente aparecer. Esta centralização do fluxo de ordens teria várias outras vantagens. Concentraria as informações sobre transações de títulos e facilitaria o registro e a divulgação de informações sobre todas as transações realizadas. Também facilitaria a compensação eficiente de transações que incluem a transferência do direito de propriedade do título que está sendo negociado.

Reconhecemos imediatamente que esta é a descrição das características essenciais de um sistema de mercado central. Reconhecemos também que esta descrição não toca em vários pontos importantes com que nosso modelo de mercado (na verdade, qualquer mercado) deve se defrontar. Por exemplo, as ordens deixadas para execução fora do mercado corrente (ordens a preço-limite) poderiam ser registradas por ordem de entrada (cronológica), ou, primeiro as menores e depois as maiores (ou vice-versa), ou em uma base que favorecesse uma classe de investidor em relação a outra (o investidor individual em relação ao investidor institucional, ou ambas as classes em relação ao *fazedor* de mercado (**market maker**) atuando por sua conta)? Suponhamos que uma grande transação não possa ser prontamente executada pelo mercado e os termos da mesma sejam negociados em particular entre o comprador e o vendedor. Embora um mercado centralizado provavelmente exigisse a exposição da transação no mercado, todas as ordens ao melhor preço (e as ordens anteriores ao mesmo preço) seriam satisfeitas em primeiro lugar? Além do mais, uma vez que existirão disparidades temporárias entre demandas para compra e para venda, é necessário (conveniente) para o mercado exigir que certos profissionais preencham estes hiatos por meio da compra ou venda de ações realizadas por conta própria? Se é conveniente exigir de determinados profissionais o desempenho desta tarefa, como suas obrigações seriam definidas? Como seriam recompensados por assumir tais responsabilidades? Devemos notar também que nada foi dito sobre a estrutura adequada para regular este mercado.

Nos Estados Unidos não há, na verdade, um sistema de mercado central. Entretanto, pelo menos a partir de 1971, quando a SEC encerrou o seu **Institutional Investor Study**, a Comissão apresentou como um dos objetivos relativos à regulação "a criação de um forte sistema de mercado central, ao qual todos os investidores têm acesso, do qual podem participar todos os **broker-dealers** qualificados e as instituições de mercado existentes, de acordo com suas capacidades, e que é controlado não só por uma regulação adequada, mas também pelas forças da competição"[1]. O Congresso seguiu este objetivo nas emendas de 1975 à Securities Exchange Act. A Seção 11A da presente lei orienta a SEC no sentido de "facilitar o estabelecimento de um sistema de mercado nacional para títulos". A lei identifica certas características que tal sistema de mercado deveria englobar:

a) execução economicamente eficiente de transações com títulos;

b) competição justa entre **brokers** e **dealers**, entre mercados de bolsas, e entre mercados de bolsas e outros mercados de títulos;

c) disponibilidade para todos os participantes do mercado no que concerne a cotações e relatórios de transações de títulos;

d) possibilidade dos **brokers** de executarem as ordens do investidor no melhor mercado; e

e) oportunidade para que as ordens dos investidores sejam executadas, na medida do possível, sem a intermediação de um **dealer**.

O ponto que examinaremos em primeiro lugar, é o porquê da SEC e do Congresso, na década de 70, decidirem articular o desenvolvimento de um sistema de mercado central como um importante foco da responsabilidade governamental na regulação dos mercados secundários norte-americanos. Devemos considerar, então, alguns dos problemas especiais que devem ser encarados na criação do sistema de mercado central adequado ao contexto norte-americano.

2. O MODELO DE MERCADO CENTRAL DA NYSE E OS MERCADOS SECUNDÁRIOS COMPETIDORES

A NYSE geralmente é apontada como um exemplo de mercado central e, em larga escala, como uma ilustração adequada se encarada em um contexto de mercado de bolsas, ou seja, no período 1935-62.

[1] Letter of Transmittal from Securities and Exchange Commission to the Congress, 10 mar. 1971, *SEC, Institutional Investor Study Report, H. R. Doc. nº* 64, 92d Cong., 1st Sess. pt. 1, at XXV (1971).

Embora os títulos registrados na NYSE (como será descrito posteriormente) fossem negociados em outros mercados, substancialmente mais de 90% do volume de dinheiro destes títulos eram nela negociados.

A NYSE opera como um contínuo mercado de leilão onde a oferta de compra mais alta se combina com a oferta de venda mais alta. É proibida a intervenção do **dealer**, exceto onde sua participação se faça necessária em conseqüência de uma ausência temporária de ordens. As ordens do público geralmente só podem entrar no mercado através de membros que atuam como agentes na execução de ordens para seus clientes.

A função do **dealer** na NYSE é atribuída aos especialistas. Embora, freqüentemente, existissem diversos especialistas para uma única ação, a competição na bolsa desapareceu gradualmente, e a função do especialista tornou-se um direito exclusivo. O especialista atua tanto como **dealer** quanto como agente. Como **dealer**, o especialista tem a obrigação de comprar e vender títulos, quando não existem ordens do público, a um preço razoavelmente comparável à última transação. Em retribuição pelo fato de sua função ter se tornado direito exclusivo, espera-se que ele mantenha, na medida do possível, a continuidade do preço das ações nas quais se especializou e que minimize os efeitos de disparidades temporárias na oferta e demanda. A habilidade do especialista em fazer um bom mercado como o **dealer** o faz é uma função baseada em seu conhecimento do grau de interesse em negociações com a ação que lhe é designada. Como agente, o especialista detém ordens a preço-limite entregues a ele por outros **brokers**, registra-as em seu livro (cujo conhecimento só ele pode ter) e é responsável por sua execução quando o preço de mercado atinge o preço fixado na ordem. O desempenho da função de agente possibilita ao especialista receber uma comissão e assegura uma fonte de renda que poderia dar-lhe suporte pelo risco que, supõe-se, assume, quando em seu papel de **dealer**.

Todas as negociações na bolsa são públicas, e os relatórios das negociações usuais são divulgados ao público através de fitas gravadas.

Numa era de primitiva tecnologia das comunicações, um mercado de bolsa localizado fisicamente em um só lugar, que englobasse as funções de **dealer** e de agente, teria vantagens óbvias em comparação com os sistemas alternativos que existiam quando o mercado consistia, primeiramente, em um grande número de investidores negociando relativamente pequenas quantidades de títulos. Uma vez que a habilidade dos *fazedores* de mercado em *colocar* ações e, conseqüentemente, fazer bons mercados depende substancialmente do fluxo de ordens a que eles estão expostos, o mercado que inicialmente desenvolveu um volume maior de negociações que os mercados competidores cria uma base a partir da qual podem-se colher vantagens adicionais. Por ter crescido rapidamente no início, a NYSE obteve uma vantagem auto-perpetuante sobre outros mercados secundários.

Embora a NYSE estimulasse, naturalmente, a execução no seu recinto de todas as transações com ações nela registradas, o acesso a este mesmo mercado somente podia ser assegurado por intermédio de um membro. Além disso, havia um número limitado de membros. Quem quisesse tornar-se membro da NYSE tinha que não só passar em testes relativos à responsabilidade financeira, competência e caráter, mas também descobrir um membro que estivesse desejando vender seu assento.

O acesso limitado à NYSE estava baseado num fato insignificante: exigia-se que os membros cobrassem dos não-membros uma comissão mínima prescrita sobre as transações nela realizadas.

A NYSE era considerada, em alto grau, como um mercado secundário. Entretanto, o modelo de mercado central que representava era o de um sistema fechado (tanto em termos de acesso restrito quanto de direito exclusivo de *fazer* mercado) onde os particulares, monopolisticamente, exerciam o poder e de onde extraíam lucros. É claro que a grande vantagem para um **broker** em ser membro do sistema tornou possível para a NYSE impor altos padrões auto-reguladores a seus membros. O **Special Study on Securities Markets** da SEC fez uma apreciação sobre a única oportunidade e responsabilidade da NYSE como uma organização auto-reguladora e concluiu que "é a primeira dentre as auto-reguladoras a ampliar suas atividades, proporcionando forte liderança em muitas áreas e produzindo excelentes resultados"[2]. Entretanto, o estudo lamenta a inconstância de sua auto-regulação. Afirma que a NYSE "não conseguiu de modo considerável, atingir seus melhores graus de realização, em muitas áreas específicas, afetando o público de maneira crítica

[2] SEC, *Report of the Special Study of Securities Markets, H. R. Doc. nº* 95, 88th Cong., 1st Sess. pt. 4, at 576 (1963).

tanto na formulação das regras e padrões para satisfazer às necessidades e circunstâncias mutáveis, quanto na tomada de providências para a aplicação de suas regras e padrões"[3].

Outros mercados secundários coexistiram com a NYSE. A AMEX foi organizada de forma bastante similar à NYSE, mas não negociava títulos registrados nesta.

2.1. Bolsas de Valores Regionais

Mercados de bolsa também existiram nas principais cidades dos Estados Unidos. Havia 35 bolsas de valores regionais em 1928, 14 em 1962, e atualmente as bolsas de valores regionais mais importantes são as de Chicago, Los Angeles, São Francisco, Filadélfia, Boston e Cincinnati. Embora as bolsas de valores regionais tenham, originalmente, desempenhado um papel importante como o primeiro mercado secundário para ações, que não estimularam o interesse nacional, um aumento da atividade destas bolsas foi conseqüência do fato de negociarem com ações registradas na NYSE. Por volta de 1972 as negociações com ações registradas em duas bolsas (isto é, negociadas na NYSE e em uma ou mais bolsas de valores regionais) constituíam quase 90% do volume regional de ações.

Um fator importante para que as bolsas de valores regionais negociassem títulos registrados em duas bolsas era o alto custo do assento na NYSE. Por exemplo, em 1970, o preço do assento na NYSE era US$ 320.000, e o preço do assento em uma bolsa de valores regional era muito mais baixo (em muitos casos menos de 10% de um assento na NYSE). Assim, um **broker** em Chicago que não tivesse um volume suficiente de negócios que justificasse a compra de assento na NYSE, tinha condições de pertencer à Midwest Stock Exchange. Ademais, mesmo um **broker** estabelecido em Chicago e também membro da NYSE, descobriria que, em virtude de os custos de comunicação e de estrutura administrativa serem menores, a realização de transações na Midwest Stock Exchange poderia ser financeiramente bem mais vantajosa do que se realizada em Nova Iorque.

---

[3] SEC, op. cit. acima nota 2.

Uma vez que as bolsas de valores regionais têm volume menor de transações que a NYSE, uma firma membro de uma bolsa de valores regional freqüentemente via-se obrigada a mandar uma ordem de um cliente para ser executada na NYSE.

Isto apresentava um problema. A taxa mínima de comissão exigia que o **broker** de Chicago, não-membro da NYSE pagasse uma comissão (em 1972, um desconto de até 40% era permitido). Assim, o **broker** de Chicago perderia dinheiro nas transações, a menos que cobrasse de seu cliente uma taxa acima da comissão da NYSE. Não era possível, do ponto de vista competitivo, cobrar tal taxa. Providências foram tomadas, então, para que uma firma membro da NYSE pudesse compensar a firma membro de Chicago por ter enviado a ordem. A técnica mais popular era a da reciprocidade: uma firma membro da NYSE mandaria para a firma membro de Chicago algumas ordens de seus clientes para serem executadas na Midwest Stock Exchange. Este fluxo de negócios recíprocos contribuiu substancialmente para o volume de negociações das bolsas de valores regionais.

De modo geral, as regras das bolsas de valores regionais foram padronizadas após as regras da NYSE, e, o mais importante, estas bolsas adotaram a taxa mínima de comissão de corretagem, nos níveis da NYSE. Operacionalmente, as bolsas de valores regionais também foram estruturadas segundo o modelo NYSE. Entretanto, a participação do especialista nas transações destas bolsas era muito maior que na NYSE.

2.2. O Mercado de Balcão

O organizado mercado de balcão é um grupo de **dealers** que anunciam, em uma base contínua, sua disposição para comprar ou vender determinados títulos. O investidor, no mercado de balcão, tem suas transações executadas com um *fazedor* de mercado e não com outro investidor. Uma vez que não existe foco central para a ordem fluir no mercado de balcão, não é possível para os investidores fixar ordens a preço-limite que seriam registradas quando um **dealer** fizesse uma oferta de compra ou de venda ao preço nelas fixado.

De modo diverso daquele das bolsas, onde as negociações são conduzidas sob regras minuciosas, o mercado de balcão tende a ser regulado

por códigos informais de práticas e conduta que crescem em conseqüência das próprias operações de mercado. Uma vez que a entrada nas atividades de *fazer* mercado é relativamente irrestrita, a competição, mais que a regulação, proporcionou as primeiras disciplinas para práticas de responsabilidades.

Uma grande variedade de ações — desde ações bancárias de alta qualidade até ações altamente especulativas — é negociada no mercado de balcão. Um número crescente das ações registradas na NYSE (aquelas nas quais as instituições financeiras têm interesse em negociar) é transacionado no que ficou conhecido como terceiro mercado. O terceiro mercado era dominado por uma dúzia de firmas, aproximadamente, responsáveis por mais de 90% do seu volume. Estas firmas lidavam diretamente com instituições tais como: bancos, companhias de seguro, de investimento e com **brokers**. Algumas firmas do terceiro mercado faziam contínuas transações com determinadas ações. Um grupo menos importante especializou-se em grandes lotes de ações que tentavam vender a outras instituições, porém *colocando* uma quantidade para posteriores vendas.

Uma mudança importante nas negociações de mercado de balcão ocorreu em 8 de fevereiro de 1971. Antes desta data, os únicos meios formalizados para fazer a comunicação das cotações eram as *folhas* diárias, registrando os preços oferecidos para compra e para venda de cada **dealer** em cada ação no fechamento do dia anterior. Em 8 de fevereiro de 1971, a NASD começou a utilizar um sistema automático de cotação — NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System — Sistema Automático de Cotações da NASD) — por meio do qual as cotações atualizadas dos preços são continuamente exibidas em base de tempo real nos terminais do catodo, localizados nos escritórios dos subscritores.

3. FORÇAS DE MUDANÇA

Embora os mercados secundários norte-americanos sejam ainda dominados pela NYSE, várias forças convergiram nos anos 60 para a criação de um movimento contrário à existência de um mercado geograficamente delimitado a um só lugar.

3.1. A Crescente Importância dos Investidores Institucionais

À medida que a economia norte-americana crescia após a Segunda Guerra Mundial e os indivíduos acumulavam mais capital, tornavam-se muito interessados no mercado de ações, e uma quantidade substancial de suas economias era investida através de instituições. Este período marcou o grande crescimento das companhias de investimento. Mais expressivo ainda é o fato de convergirem grandes fluxos de dinheiro nos fundos de pensão que investiam frações substanciais de seus ativos no mercado acionário. Ademais, uma crescente ênfase na realização de investimentos a curto prazo levou os administradores de carteiras de investidores institucionais a negociarem seus títulos mais ativamente.

Algumas estatísticas revelam, historicamente, a crescente importância do investidor institucional. Antes de 1949, as instituições possuíam menos de 8,5% do valor de mercado de ações já emitidas, registradas na NYSE. Por volta de 1960, a participação dos investidores institucionais no mercado de tais ações subiu 17%; por volta de 1970 havia atingido 25%; e em 1974 era de 33%. Estes percentuais das ações de investidores institucionais não incluem várias de suas categorias, particularmente **trust funds** administrados por bancos. Estimativas que incluem ações de **trust funds** administrados por bancos fixam as ações de investidores institucionais em aproximadamente 50% do valor das ações registradas na NYSE.

A participação de investimentos institucionais no volume de negociações da NYSE tem sido cada vez mais alta. Em 1960 as instituições eram responsáveis por aproximadamente 1/4 do volume de ações da NYSE; em 1969 o volume de ações de investidores institucionais subiu para 1/2; e por volta de 1974 atingiu aproximadamente 70%. Uma vez que o preço médio das ações negociadas por investidores institucionais é geralmente mais alto do que o das ações negociadas por indivíduos, os investidores institucionais são responsáveis por uma fração cada vez maior do volume de dinheiro negociado.

A demanda dos investidores institucionais no mercado secundário é diferente da demanda dos investidores individuais. Assim, o caráter mutável dos usuários do mercado de ações prevê a necessidade de mudanças substanciais em sua estrutura. Qualquer que seja a justificativa no contexto de pequenas transações, a taxa mínima de comissão não

faz sentido quando aplicada a transações de investidores institucionais. Em virtude da taxa vigente das bolsas, as comissões cobradas numa transação de 10.000 ações seriam 100 vezes maiores que as cobradas numa transação de 100 ações. Assim, mesmo que a taxa mínima de comissão fosse estabelecida precisamente para cobrir custos e proporcionar um lucro razoável para uma firma eficiente, a comissão referente a um lote de 10.000 ações não leva em consideração as economias de escala, as quais, espera-se, sejam geradas por uma maior transação. Uma vez que a NYSE não se esforça para alterar sua taxa (até 1968, quando o desconto do volume foi introduzido pela primeira vez), foram desenvolvidos instrumentos para criar uma modificação **de facto**.

Uma vez que a taxa de comissão proibia a competição de preço, os **brokers** buscavam o investimento lucrativo dos investidores institucionais, oferecendo uma grande variedade de serviços. A florescente indústria de levantamento de dados de mercado era financiada em grande parte pelos grandes lucros, obtidos em conseqüência da execução de ordens de investidores institucionais. Uma vez que os serviços de levantamento de dados eram grátis para o cliente, no sentido de que a comissão teria de ser paga se o levantamento fosse utilizado ou não, exercia-se pouca disciplina quanto ao volume e qualidade de tais serviços. Os outros serviços oferecidos pelos **brokers** não se relacionavam diretamente com tomadas de decisões sobre o investimento. Na indústria de fundos mútuos, os **brokers** prometiam vender as cotas daqueles fundos que executavam transações de carteiras por seu intermédio. Alguns **brokers** se ofereciam para pagar o aluguel do gerente de investimento, comprar ingressos para partidas de futebol ou satisfazer outros desejos daqueles que administravam carteiras institucionais significativas. Uma conseqüência não-esperada de um ambiente onde os **brokers** competiam pelos favores de administradores institucionais consistiu no fato de que muitos dos serviços oferecidos beneficiavam mais o administrador do que a carteira.

Uma vez que alguns **brokers** que realizavam estes serviços não eram membros da NYSE, as instituições só podiam recompensá-los com negócios de carteira caso as transações pudessem ser efetuadas fora dela. A possibilidade de negociar ações registradas na NYSE em bolsas de valores regionais tornou-se uma solução. Nesse sentido, as bolsas de valores regionais tomaram providências para facilitar a seus membros a captação destes negócios. Por exemplo, algumas bolsas de valores regionais

se esforçaram para manter baixo o preço de seus assentos (por meio da entrada de novos membros) a fim de que alguns **brokers**, a quem as instituições desejavam recompensar, pudessem entrar facilmente para a bolsa. Algumas corretoras não desejavam entrar para nenhuma bolsa de valores, e, assim, determinadas bolsas de valores regionais passaram a permitir a seus membros descontar uma parte da comissão cobrada por qualquer corretora, uma vez que fosse membro da NASD. Por último, algumas bolsas de valores regionais permitiam a entrada de uma subsidiária totalmente controlada por uma instituição e, assim, a transação era executada a taxas (entre membros) muito baixas. Como conseqüência destes e de outros esforços, o volume de negócios nas bolsas de valores regionais cresceu gradativamente, de modo que, por volta de 1972, era responsável por mais de 11% do volume de negociações das ações registradas na NYSE.

As instituições também exploraram de maneira crescente o terceiro mercado para executar as transações com ações registradas em bolsa. Uma vez que as firmas do terceiro mercado não se achavam ligadas a uma taxa mínima de comissão, encontravam-se geralmente aptas a oferecer execuções de ordens mais baratas do que aquelas disponíveis em bolsa. Além disso, as transações com as firmas do terceiro mercado não constavam das fitas gravadas e não tinham que estar de acordo com nenhuma norma de prioridade. Por volta de 1972, o terceiro mercado era responsável por mais de 7% do volume de negociações das ações registradas na NYSE.

O desvio de uma quantidade substancial do volume de ações registradas na NYSE para outros mercados era acompanhado pela necessidade de se descobrir novos mecanismos para lidar com as grandes ordens dos investidores institucionais. Se um investidor institucional desejava vender 50.000 ações da Coca-Cola, as ordens do público no pregão e no livro do especialista possivelmente não absorveriam esta ordem. Muitos especialistas não possuíam capital e certamente não estavam acostumados a assumir o risco da compra de um lote de ações tão grande. Certos **brokers**, tais como Goldman, Sachs e Salomon Brothers, desenvolveram um mecanismo especial de negociar estes grandes lotes de ordens. Este mecanismo consistia no seguinte:

a) uma rede de comunicações que colocá-los-ia em contato com outros investidores institucionais que deveriam estar interessados em

comprar ou vender lotes substanciais de ações; e

b) um suporte financeiro, e disposição de arriscar a *colocação* de uma quantidade significativa de ordens.

O percentual do volume da NYSE responsável pelos lotes de 10.000 ou mais ações cresceu vertiginosamente. Em 1965 era 3%; em 1970, 15%; e, por volta de 1972, atingiu 18,5%.

Embora a maior parte das transações executadas por aqueles que mantêm grandes lotes fosse levada no final para o pregão da bolsa, a importância do crescimento de negociações em lotes constituiu um impacto contrário sobre a habilidade do especialista em desempenhar sua função de *fazer* mercado. Como as transações saíam do pregão da bolsa, o especialista perdia sua percepção do mercado e, conseqüentemente, diminuía sua disposição de arriscar na *colocação* de expressivas quantidades de ações.

3.2. Mudança Tecnológica

Na época em que as transações eram desviadas da NYSE, e que o especialista encontrava mais dificuldades em *fazer* mercado adequado, melhorias tecnológicas estavam eliminando as vantagens inerentes à dominante localização geográfica do mercado. Como previamente foi apontado, o NASDAQ começou reunindo os *fazedores* de mercado no mercado de balcão. Embora tenha revelado falhas e não tenha sido planejado para permitir que ordens do público fossem combinadas umas com as outras, parecia não existir obstáculos tecnológicos ao desenvolvimento de um sistema sob o qual isto fosse possível. Na verdade, existem sistemas, e começam a ser desenvolvidos os que permitem execução automática de combinações de ordens segundo regras específicas. A possibilidade de o computador armazenar e tornar disponíveis ordens do público aparece para tornar obsoleta a necessidade de uma confluência geográfica de ordens, bem como a necessidade de limitações físicas dos vários **brokers** e *fazedores* de mercado que podem dele participar.

3.3. A Aplicação de Princípios Antitruste

As forças competitivas descritas se desenvolveram na época em que as Cortes e a SEC demonstravam uma disposição para aplicar conceitos antitruste às atividades com títulos. Durante muito tempo a indústria financeira argumentou com sucesso que a Securities Exchange Act e as responsabilidades auto-reguladoras por ela impostas às bolsas imunizavam as atividades reguladoras da bolsa contra as leis antitruste. No caso Silver **vs.** NYSE, a Suprema Corte dos Estados Unidos teve sua primeira oportunidade para considerar o relacionamento dos princípios antitruste em relação às responsabilidades reguladoras das bolsas. A Corte concluiu que:

> "A não-aplicação [das leis antitruste] deve ser considerada como implícita somente se for necessário fazer a Securities Act funcionar, e, mesmo assim, somente no menor grau necessário. Este é o princípio orientador da conciliação dos dois esquemas legais"[4].

O teste anunciado pela Suprema Corte estimulou o questionamento de muitas restrições, aceitas previamente, relativas à conduta de participantes das atividades com títulos. Entre outras coisas, várias ações judiciais atacavam a comissão mínima de corretagem como um instrumento ilegal e anticompetitivo. Embora a Suprema Corte, em última análise, sustentasse a comissão contra o ataque antitruste[5], a conseqüência prática mais importante da decisão Silver foi a crescente ênfase dada, na revisão da SEC e do Congresso das práticas específicas da indústria, à necessidade de se estimular a competição.

4. ELIMINAÇÃO DA COMISSÃO MÍNIMA DE CORRETAGEM

A crise financeira norte-americana dos últimos anos da década de 60, que quase resultou no colapso da indústria de títulos, incentivou os estudos da SEC e do Congresso sobre a indústria de títulos, sobre o mercado secundário e o impacto da mudança sobre os mesmos. A principal descoberta desses estudos consistiu no fato de que a evolução dos mercados de títulos, em resposta às exigências de mudança, foi contrariamente afetada pelas barreiras da competição. A taxa mínima de comissão foi identificada como um obstáculo particular. Na Regra 19b-3, que no final ordenou a eliminação da comissão mínima, a SEC resumiu suas conclusões:

---

4 *Silver* **vs.** *New York Stock Exch.*, 373 U. S. 341, 357 (1968).

5 *Gordon* **vs.** *New York Stock Exch.*, 422 U. S. 659 (1975).

"A taxa de comissão existente não funcionou bem durante esse período. Levou a distorções, evasões, conflitos de interesse e ineficiências, e obstruiu completamente a capacidade dos mercados de títulos de se adaptarem às exigências do nosso tempo. Impediu a evolução do sistema de mercado central e fragmentou os mercados, prejudicando sua capacidade de concentrar o fluxo de ordens e imobilizar os recursos das atividades de *fazer* mercado, necessários para prover profundidade e liquidez a um mercado afetado cada vez mais pela participação do investidor institucional."[6]

Embora a eliminação da taxa mínima de comissão de corretagem marcasse uma saída revolucionária da operação tradicional das bolsas nos Estados Unidos — e no mundo todo — a solução apresentou-se atraente para a SEC. Caso esta taxa não fosse eliminada, seria exigido da SEC que apontasse a razão de uma taxa particular. A SEC reconheceu que seu **staff** não estava qualificado para realizar esta tarefa. Além disso, a experiência de outras agências, das quais se exigiu que assumissem responsabilidades em relação à regulação de taxas, não fornecia dados de confiança para julgarmos que tal tarefa pudesse ser realizada de maneira satisfatória. De qualquer forma, a decisão da SEC em confiar nas forças competitivas coincidiu com a solução insistentemente solicitada pelo Departamento de Justiça (que estava encarregado de fazer cumprir as leis antitruste) e com as conclusões dos economistas contidas no **Institutional Investor Study** da Comissão.

O abandono dessa taxa pressagiou conseqüências significativas. Uma vez que a estrutura produzia vantagens econômicas relevantes aos membros das bolsas, eles estavam preparados para se submeterem à regulação destas. Na verdade, a Securities Exchange Act ligou a taxa à regulação de maneira fundamental. Um membro de uma bolsa era definido como uma pessoa à qual é permitido executar transações na bolsa sem pagar uma comissão, ou pagando uma comissão ou taxa menores que as cobradas ao público em geral. Assim, ser membro resultava em um relacionamento econômico definido em termos de taxas. A Seção 6 da Securities Exchange Act exige que uma bolsa exerça responsabilidade reguladora sobre seus membros.

---

6 SEC Securities Exchange Act Release nº 11203, |1974-1975 Transfer Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶80,067, a 84,951 (23 jan. 1975).

A abolição da taxa mínima de comissão diminuiria a capacidade das bolsas de regular efetivamente seus membros? Se a regulação por parte das bolsas se tornasse onerosa, o que os membros perderiam com a desistência de seus assentos? Com uma taxa competitiva, qualquer **broker** parecia estar apto a negociar acesso ao mercado de bolsa em bases tão favoráveis quanto qualquer outro usuário, incluindo os membros da bolsa.

A redução das vantagens econômicas geradas pelo fato de pertencer ao quadro de sócios tem uma importância particular, visto que se aplica à capacidade das bolsas para impor regras de negociações que contribuem para que o mercado secundário opere eficientemente. Por exemplo, a Regra 394 da NYSE exigia dos membros que realizassem todas as transações no pregão da bolsa. (A Regra, entretanto, não impedia que uma firma membro de duas bolsas transacionasse em qualquer uma das bolsas da qual fosse membro.) Suponhamos que uma grande firma de vendas achasse mais eficiente combinar ordens na firma do que executá-las na bolsa. Por que continuariam com seus assentos na NYSE, se regras tais como a Regra 394 teriam impactos negativos em seus negócios?

Uma preocupação muito diferente surgida da imposição de um ambiente de taxa competitiva se relacionava com a contínua viabilidade de mercados competidores. Por exemplo, o terceiro mercado cresceu através da competição contra a estrutura de preço irreal da taxa mínima de comissão. Grande parte do crescimento dos negócios das bolsas de valores regionais podia também ser atribuída à rigidez da taxa mínima de comissão conforme posta em vigor pela NYSE. Se a NYSE competisse em preços, estaria apta a capitalizar suas vantagens como mercado mais importante e a adquirir uma posição monopolista? Muitos observadores se preocuparam com a transferência de mercados competidores, porque os encaravam como um impacto maior no que diz respeito a inovações que tornaram os mercados secundários mais eficientes.

5. O SISTEMA DE MERCADO CENTRAL E SEUS NÍVEIS CRESCENTES DE INTEGRAÇÃO (BUILDING BLOCKS)

Estes problemas pareciam exigir a combinação da eliminação da taxa mínima de comissão com o desenvolvimento de um novo sistema de mercado que respondesse a estas necessidades emergentes. A SEC

deu as linhas gerais de sua concepção deste novo sistema no **Institutional Investor Study**, em seu **Statement on the Future Structure of the Securities Markets**, em 2 de fevereiro de 1972, e em seu **Policy Statement on the Structure of a Central Market System**, em 29 de março de 1973. A SEC definiu o sistema de mercado central como "um sistema de comunicações através do qual os vários elementos do mercado, seja mercado de bolsa ou de balcão, são unidos"[7]. Assim, este sistema busca capitalizar o desenvolvimento tecnológico para uni-lo aos mercados já existentes e permitir a concentração das negociações num único ponto definido pela rede de comunicações. Segundo o conceito da Comissão de um sistema de mercado central, também era necessário um amplo sistema de **disclosure** das informações de mercado. Ademais, o sistema pretendia eliminar os obstáculos que impediam negociações no *melhor mercado* disponível e acesso ao sistema para todos os **broker-dealers** qualificados. A Comissão também determinava que as regras para o sistema deveriam preservar um mercado de leilão e impedir um mercado puramente **dealer**.

Além das linhas gerais do seu amplo conceito de sistema de mercado central, a Comissão identificou vários níveis de integração a serem implementados, um por um, até o sistema estar completo. O primeiro destes níveis substitui a fita gravada com transações de um mercado em particular por uma fita gravada com todas as transações consolidadas, numa base de tempo real, de uma ação em qualquer um dos mercados pertencentes ao sistema. Este nível já está funcionando hoje em dia. Assim, a fita consolidada divulga, com identificação adequada, as transações da AT&T, por exemplo, na ordem em que ocorrem na NYSE, numa bolsa de valores regional ou no terceiro mercado.

O segundo nível crescente de integração constitui um mecanismo que permite a um **broker** ver, simultaneamente, todas as ofertas de compra e venda de uma ação nos vários mercados do sistema. Esta informação objetiva encorajar o **broker** a executar sua ordem no mercado que apresenta o melhor preço para o seu cliente. Este mecanismo está sendo implantado lentamente.

O terceiro nível é um livro consolidado de ordens a preço-limite. O objetivo deste elemento do sistema de mercado central é permitir que as

[7] *SEC, Statement on the Future Structure of the Securities Markets,* in |Special Studies| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶74,811, a 65,612, 65,614 (2 fev. 1972).

ordens dos investidores entrem por qualquer ponto do sistema e sejam executadas no mercado que melhor satisfaça à ordem. Este nível, mais que qualquer outro, cria um sistema nacional e estimula os mercados dentro do sistema a competir, no que diz respeito à qualidade de suas atividades de *fazer* mercado. Em 2 de março de 1976, a SEC publicou um parecer[8] solicitando comentários do público sobre grande variedade de questões políticas e técnicas que deviam ser resolvidas em conjunto com a implementação do livro consolidado de ordens a preço-limite. O parecer reconhece que a implementação do livro pode ser onerosa e de execução demorada. Na verdade, algumas estimativas de custo abrangem de US$ 500 milhões a US$ 1 bilhão, e tal gasto suscita considerações sobre custo-benefício. Ademais, ainda foram dadas respostas à questão sobre quem iniciará a implementação do livro e os incentivos apropriados para encorajá-la. A conotação do parecer da SEC e de algumas das respostas dadas ao mesmo revelam, de maneira acentuada, a possibilidade de ocorrer uma considerável defasagem de tempo antes de o livro consolidado se tornar uma realidade operacional.

É razoável esperarmos que a descrição da SEC de um sistema de mercado central inclua planos para estabelecer uma autoridade reguladora para o sistema. Presumivelmente, esta autoridade estaria encarregada de fazer funcionar o sistema. Avaliaria as propostas de fabricantes competidores, ordenaria o equipamento adequado e supervisionaria seu funcionamento. Além disso, esta autoridade fixaria regras regulando o acesso ao sistema, estabelecendo padrões para determinar quem poderia *fazer* mercado e quais as responsabilidades com que teria de arcar e definindo procedimentos referentes às negociações, incluindo alocação de prioridades entre os vários tipos de ordens. É de se supor que tal autoridade teria poder para aplicar as regras por ela fixadas. Esta autoridade poderia ser ou uma organização auto-reguladora, cujas atitudes estariam sujeitas à revisão da SEC, ou uma agência governamental, talvez até a própria SEC.

Embora esta descrição da autoridade reguladora possa parecer um adendo ao conceito da SEC de um sistema de mercado central, não era isso o que o Congresso tinha em mente quando decretou as Securities

[8] SEC Securities Exchange Act Release nº 12159 |Current Binder| CCH *Fed. Sec. L. Rep.* ¶80,399, a 86,061 (2 mar. 1976).

Acts Amendments de 1975. As emendas pretendiam que o sistema de mercado central assegurasse a competição entre mercados de bolsa, e, entre mercados de bolsa e outros que não-bursáteis. Estas emendas têm como base um enfoque cujo objetivo é permitir que o sistema de mercado central "evolua através da interação de forças competitivas conforme as restrições reguladoras desnecessárias sejam eliminadas"[9].

O Congresso acentuou à preservação dos centros de mercado competidores porque no passado estes demonstraram grande engenhosidade em responder às necessidades de mudanças dos investidores. A Philadelphia Stock Exchange abriu seu pregão aos *fazedores* do terceiro mercado, para que a capacidade de *fazer* capital e mercado destas firmas pudesse ser usado como suplemento aos esforços dos especialistas em bolsa, a fim de proporcionar melhores mercados. A Pacific Stock Exchange desenvolveu sistemas de comunicações ligando seus dois pregões, separados fisicamente em Los Angeles e São Francisco. Também criou sistemas para execução automática de transações de lotes fracionários e de pequenos lotes redondos. A NASD criou o NASDAQ. A Midwest Stock Exchange iniciou um tipo de serviço que pretendia facilitar a solução dos problemas administrativos de seus membros. Uma vez que as necessidades dos investidores não permanecerão estáticas, parece válido a existência de mercados separados dentro de um sistema que tem um incentivo e pode arcar com as despesas de novos métodos de negociações.

Ademais, a existência de mercados identificáveis cria um foco em volta do qual as comunidades financeiras locais podem ser constituídas e mantidas. As comunidades financeiras locais provavelmente são importantes no que concerne à capacidade em financiar indústrias locais, particularmente empreendimentos que ainda não foram reconhecidos no mercado nacional. Além disso, várias comunidades financeiras locais fortes são encaradas como um importante contrapeso para a formação do pensamento financeiro norte-americano pelo prisma da Wall Street. Outrossim, o contato físico resultante de um mercado localizado geograficamente contribui para um espírito de equipe que pode ser um instrumento valioso em períodos de crise financeira.

Embora exista um forte sentimento de preservação dos mercados competidores (além de proporcionar grandes oportunidades para outras

---

9 *House Conference Report, Securities Acts Amendments of 1975, H. R. Doc. nº* 229, 94th Cong., 1st Sess. 92 (1975).

formas de competição dentro do sistema de mercado central), é difícil entender que papel tais mercados desempenharão no sistema de mercado central quando este, finalmente, for implantado. No momento, o objetivo primeiro será provavelmente manter os mercados existentes viáveis até o sistema de mercado central começar a funcionar.

Tomemos a recente história da emenda da Regra 394 da NYSE. O Congresso incumbiu à SEC nas emendas de 1975 de revisar a Regra 394, particularmente quanto ao fato de limitar a capacidade de suas firmas-membros de realizar transações no terceiro mercado quando aí se encontram as melhores ofertas. Depois de realizadas as audiências, a SEC proibiu qualquer regra que impedisse um membro de transacionar, como agente, com um membro do terceiro mercado ou com um que não mantivesse lotes de ações. No entanto, permitiu às bolsas exigirem que os membros satisfaçam qualquer oferta pública de compra ou venda do livro do especialista a um preço melhor ou idêntico àquele da transação efetuada fora da bolsa. A NYSE, então, propôs uma regra que imporia restrições similares a qualquer membro que procurasse executar uma transação numa bolsa de valores regional da qual fizesse parte. Atualmente, sujeitos ao seu dever de conseguir a melhor execução para seus clientes, membros de duas bolsas podem efetuar transações em qualquer uma delas. A regra proposta implica em uma exigência de verificação do mercado da NYSE por parte de seus membros. A verificação de vários mercados, entretanto, não é exeqüível em conjunto com ordens de lote fracionário ou redondo. Conseqüentemente, todas as firmas membros da NYSE teriam que executar as ordens pequenas na própria NYSE. Não seria muito realístico para as bolsas de valores regionais adotarem regras semelhantes, porque entre permanecer como membro da NYSE ou de uma bolsa de valores regional, a maioria dos membros pertencentes às duas bolsas desistiriam de pertencer ao quadro de membros da bolsa regional.

O **staff** da SEC reagiu fortemente contra a regra proposta, e a Comissão estabeleceu procedimentos para determinar se aprovava ou não esta regra. A atitude hostil do **staff** em relação à regra pode provavelmente ser explicada, em primeiro lugar, pelo desejo de não permitir que a NYSE destruísse as bolsas de valores regionais mais fracas.

A manutenção de centros separados de poder, pelo menos durante o período de transição, é importante para a abordagem visada pelo Con-

gresso em relação à forma do sistema de mercado central. A legislação adotada pelo Congresso não orientava a Comissão para a criação de um sistema de mercado central. "Ao contrário, orientava a Comissão no sentido de facilitar o estabelecimento do sistema, de acordo com os instrumentos e objetivos enumerados pelo Congresso"[10]. Esta abordagem visava "proporcionar o máximo de flexibilidade à Comissão e à indústria de títulos dando conteúdo específico ao conceito geral do sistema de mercado nacional"[11].

O Congresso suplementou o desejado esforço cooperativo da SEC e da indústria de títulos por meio da criação do Conselho Consultivo de Mercado Nacional. Este Conselho objetivava orientar a Comissão sobre o desenvolvimento do sistema de mercado central, expor sua opinião à Comissão sobre propostas regulatórias importantes, feitas pelas organizações auto-reguladoras, e, ainda, considerar os meios de adaptar a estrutura auto-reguladora às necessidades do sistema de mercado central. O Conselho visava informar o Congresso sobre a última destas tarefas. O Conselho Consultivo de Mercado Nacional é composto de 15 membros nomeados pela Comissão, a maior parte dos quais deve ser associada aos **broker-dealers**. A legislação provê especificamente que também existirão representantes públicos no Conselho e obriga a dispersão geográfica de seus membros. Embora os membros da NYSE estejam representados no Conselho, estes não o dominam. Na verdade, representantes eloqüentes para as bolsas de valores regionais e para o terceiro mercado têm sido apontados para o Conselho e parecem desempenhar importante papel nas suas deliberações.

Assim, neste ínterim, a indústria de títulos, sob o estímulo da SEC, tem a oportunidade de elaborar os detalhes do sistema de mercado central. Uma vez que os interesses e as atitudes dentro da indústria são diferentes, este processo é de execução demorada e, geralmente, frustrante. A manutenção de mercados separados, cada um dos quais tentando manter uma posição no sistema de mercado central, complica sobremodo a barganha de soluções para problemas específicos. Foram necessários três anos para a Consolidated Tape Association implementar a fita consolidada. Existem previsões de que outros elementos do sistema de mercado central não serão implantados de modo mais rápido.

---

[10] Op. cit. acima nota 9.

[11] Op. cit. acima nota 9.

Entretanto, quando o sistema de mercado central estiver funcionando, será difícil imaginar se ele ligará os mercados do modo que imaginamos hoje em dia. Que papel seria indicado para os mercados particulares? É possível ter um sistema de mercado central para uma ação em particular no qual existam diferentes regras de negociações em diferentes segmentos do sistema? Vendas a descoberto, sob certas circunstâncias, poderiam ser proibidas em Nova Iorque e permitidas na Filadélfia? Os *fazedores* de mercado de Nova Iorque poderiam ter responsabilidades diferentes daqueles da Filadélfia? As regras que regem a prioridade de execução poderiam diferir em diferentes locais geográficos do sistema? Se as regras devem ser as mesmas, faria sentido a existência de organizações separadas para a sua aplicação? Não seria necessário, no mínimo, um mecanismo que resolvesse disparidades de abordagem quanto à aplicação das normas?

A criação de um mercado central possivelmente resultará no surgimento final de um sistema único, exclusivo e auto-suficiente para as ações, dentro do sistema. Embora o sistema pareça compatibilizar-se com o modelo esboçado no início deste trabalho, o grande desafio consiste em saber como sua capacidade de mudança pode ser assegurada. Uma resposta popular consiste em que, facilitando o acesso ao sistema e incentivando a competição entre os *fazedores* de mercado, a atual competição entre os mercados será estendida a todos os participantes do mercado. Outra resposta pode ser que nem todas as ações devem ser incluídas no sistema de mercado central. É possível que sejam criados subsistemas, e na verdade é o que a legislação pretende, para diferentes ações. Presumivelmente, os subsistemas abrangerão diferentes procedimentos e mecanismos de mercado secundário. Se as empresas pudessem escolher o sistema dentro do qual gostariam de ter suas ações negociadas, poderiam surgir incentivos para manter os sistemas receptíveis às necessidades do investidor. Se estas respostas na prática serão bem empregadas ou não, é uma pergunta fascinante a ser respondida ao longo do tempo.

Implicações da Crescente Participação dos Investidores Institucionais no Mercado Acionário*

Irwin Friend**

1. Introdução. 2. Tendências da participação acionária do investidor institucional no mercado de ações. 3. A participação dos investidores institucionais nas negociações e a eficiência do mercado. 4. Outros ativos financeiros. 5. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Examinaremos neste artigo a crescente participação dos investidores institucionais no mercado acionário norte-americano, a possibilidade de continuação dessa participação, suas conseqüências em relação ao mercado e à economia, e suas implicações no que diz respeito a novas políticas de regulação. A participação do investidor institucional no mercado acionário, aliada à crescente predominância no mercado de um número comparativamente pequeno de instituições financeiras e à diminuição da importância relativa de milhões de investidores individuais, é geralmente considerada pela comunidade financeira norte-americana e pelos agentes reguladores e legisladores como um dos problemas mais sérios que o mercado acionário enfrenta atualmente.

* Este trabalho foi apresentado no Simpósio sobre Regulação de Mercado de Capitais, realizado pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, no Rio de Janeiro, de 3 a 6 de maio de 1976.

** Irwin Friend é Professor de Finanças e Economia, na Wharton School, Universidade da Pensilvânia, e Diretor do Rodney L. White Center for Financial Research.

O papel desempenhado pelas instituições financeiras no mercado difere, naturalmente, de país para país; entretanto, de um modo geral, é bastante relevante nas nações desenvolvidas, onde já existam mercados acionários representativos. Mesmo no caso de países menos desenvolvidos, com mercados acionários ainda em processo inicial de evolução, há provavelmente um interesse bastante acentuado no impacto da participação e das negociações dos investidores institucionais (em comparação com os investidores individuais) sobre a liquidez e a eficiência econômica do mercado.

O conteúdo analítico deste trabalho baseia-se parcialmente em estudos por mim desenvolvidos e publicados, em suas atualizações e, parcialmente, numa investigação mais abrangente sobre a mudança do papel do investidor individual no mercado acionário, que estou elaborando em colaboração com o Professor Marshall Blume. Uma vez que os resultados dessa pesquisa ainda são confidenciais, e, em alguns casos, provisórios, deverei usá-los basicamente em testes qualitativos sobre a validade das conclusões obtidas através de análises anteriores (e menos satisfatórias).

2. TENDÊNCIAS DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DO INVESTIDOR INSTITUCIONAL NO MERCADO DE AÇÕES

Antes de considerar as implicações da participação acionária do investidor institucional no mercado de ações, é conveniente apresentar um rápido esboço do curso histórico e perspectivas da importância dos investidores institucionais no mercado acionário norte-americano — o único mercado para o qual os dados são prontamente disponíveis. A NYSE estima que a proporção do volume de ações nela negociado por investidores institucionais (incluindo **trust funds*** individuais e intermediários financeiros) foi de 45% em 1974, quase a mesma participação percentual verificada em 1971. Esta cifra elevar-se-á a mais de 50% se a relação entre o volume de negociações dos investidores institucionais e dos intermediários financeiros sobre o total de negócios da NYSE for expressa em valor, ao invés de em quantidade de ações. O volume de negociações da NYSE para a primeira metade da década de 50 — correspondendo aos 45% do início dos anos 70 — atingiu cerca de 20%. A participação acionária dos investidores institucionais e dos intermediários financeiros — em proporção ao volume de ações negociadas pelo público na NYSE (i. e., excluindo os negócios efetuados por membros da NYSE) — aproximou-se dos 60% no início da década de 70, contrastando com um percentual inferior à metade dessa cifra registrado na primeira metade da década de 50.

* Os **trust funds** são fundos encarregados de administrar fundos ou propriedades, dirigidos por pessoa física ou jurídica, em benefício de outra pessoa física ou jurídica. (Nota do Tradutor)

Todos esses percentuais encontram-se superestimados por incluirem no total a participação dos investidores institucionais, além das negociações realizadas por **broker-dealers** não-membros, por instituições não-financeiras e talvez, ainda contas de custódia de bancos comerciais. Entretanto, a correção dessas deficiências provavelmente reduziria muito pouco os percentuais e não afetaria de modo significativo a acentuada tendência ascendente indicada na importância relativa das negociações efetuadas por investidores institucionais. É importante observar que o volume absoluto das transações efetuadas por investidores individuais na NYSE elevou-se bastante durante a maior parte desse período, mas não tão rapidamente quanto o volume dos investidores institucionais.

O crescimento expressivo da importância relativa das negociações efetuadas pelos investidores institucionais numa década e meia, que terminou em 1965, constituiu, principalmente, um reflexo do rápido aumento nas carteiras de ações destes investidores. Isto, por sua vez, refletiu o acelerado influxo de fundos para essas instituições e um aumento substancial na proporção dos valores acionários em suas carteiras. Após 1965, embora esses fatores ainda estivessem agindo, surgiu um novo elemento responsável pela crescente importância das negociações com ações realizadas por investidores institucionais: uma intensificação acentuada na rotatividade de suas carteiras. Até 1965, essa rotatividade havia revelado uma tendência muito semelhante à do mercado como um todo. Certos grupos institucionais, notadamente os fundos mútuos, tinham uma taxa de rotatividade mais elevada que o mercado em geral, enquanto outros grupos institucionais apresentavam taxas muito mais baixas. A rotatividade total das carteiras de todas as instituições era inferior à do mercado como um todo. Já no final de 1965, verificou-se uma acentuada divergência entre as tendências na política de formação de carteira das instituições e na do resto do mercado. Desta época até 1969, enquanto a taxa de rotatividade para o mercado aumentou menos de 50%, os investidores institucionais — incluindo fundos mútuos, fun-

dos de pensão e companhias de seguro — dobraram ou triplicaram a rotatividade de suas carteiras de ações ordinárias. Em 1969, a taxa de rotatividade para todos os grupos institucionais, à exceção dos **trust funds** privados, foi mais alta que a média de, aproximadamente 21%, apresentada pela NYSE, e a taxa para os fundos mútuos elevou-se a mais de 50%. Depois de um **peak** em 1969, que quase ocorreu novamente em 1971, o movimento ascendente na rotatividade na carteira dos investidores institucionais foi substituído em 1974 por um declínio constante, mas, em 1975, devido a uma melhora do mercado, recuperou-se pelo menos a metade da rotatividade perdida desde o final do **peak** de 1969, de modo que, mais uma vez, a rotatividade na carteira dos investidores institucionais encontrava-se bem acima da média do mercado.

Mesmo os **trust funds** individuais, que ainda são os grupos menos ativos entre os investidores institucionais, aumentaram sua taxa de rotatividade de 1,6% em 1965, para 5% em 1969 — o último ano para o qual há dados disponíveis sobre as negociações efetuadas por tais fundos. Pode-se observar que os **trust funds** privados, embora retivessem o maior número de carteiras entre os investidores institucionais, no início da década de 50, perderam essa liderança em termos de valor das carteiras de ações para os fundos de pensão privados, no início dos anos 70. No final desse período, respondiam por uma pequena parcela das negociações realizadas por investidores institucionais, que também correspondiam a uma parcela mínima das transações efetuadas apenas pelos fundos de pensão privados.

Vários acontecimentos recentes — incluindo a reversão drástica nas perspectivas de crescimento para os fundos mútuos nos Estados Unidos (principalmente aqueles especializados em ações); os índices relativamente elevados de participação já atingidos pelos fundos de pensão e os possíveis efeitos negativos sobre os investimentos em títulos por parte dos fundos de pensão, causados pelas novas obrigações impostas às suas diretorias pela legislação ERISA de 1975. Tais fatores podem levar a uma redução no crescimento da importância relativa das instituições na retenção de ações e, portanto, **ceteris paribus**, nas negociações com ações. Outros fatores — como, por exemplo, o acelerado crescimento dos investimentos em títulos por parte dos fundos de aposentadoria estaduais e municipais e companhias de seguro de vida, além do **vesting***

* Consiste no direito dos empregados levarem, integralmente, ou em parte, os benefícios acumulados em seu nome até o momento da sua desvinculação da empresa, seja por iniciativa própria, seja por iniciativa dos empregadores. (Nota do Tradutor)

potencial e de uma maior participação dos fundos de pensão de empresas — tenderiam a manter a taxa de crescimento do capital acionário dos investidores institucionais e sua participação no mercado acionário.

Na determinação da importância relativa das instituições na formação do capital acionário agregado nos Estados Unidos, há fatores cuja importância é equivalente aos verificados entre os investidores institucionais: são os que afetam a demanda agregada por ações por parte de indivíduos, e os que afetam não só a propensão dos indivíduos a poupar, mas também a investir essa poupança em ações. Infelizmente, não se sabe muita coisa a respeito do possível impacto desses fatores nos Estados Unidos; pode-se observar, apenas, que não há razão aparente para se esperar que causem, no futuro, um impacto substancialmente diferente do que no passado. O que parece mais provável, com base nos diferentes fatores que afetam a demanda por ações por parte de investidores institucionais e individuais, e as recentes tendências quanto à formação do capital acionário, é que a importância relativa da participação acionária dos investidores institucionais continuará a crescer a uma taxa bastante modesta. Vale observar, também, que o índice de preço de mercado de todas as ações listadas na NYSE em poder dos investidores institucionais, não aumentou muito mais que 1% entre 1972 e 1975. Em conseqüência disso, o fator que mais influirá na importância relativa das transações efetuadas por investidores institucionais no futuro próximo será, provavelmente, a tendência da rotatividade de suas carteiras.

É pertinente, portanto, examinar as razões dessa intensificação da rotatividade de carteiras de investidores institucionais, verificada logo após 1965. Essa intensificação pode ser atribuída, pelo menos parcialmente, a dois fatores: o primeiro foi o culto à **performance**, aparentemente instituído pelos fundos mútuos — embora seguido pela maioria de outros investidores institucionais — que visava não só o investimento a curto prazo em títulos supostamente subavaliados temporariamente, mas também o aproveitamento dos efeitos positivos de curto prazo. O segundo foi a capacidade dos administradores institucionais de utilizarem lucrativamente negociações recíprocas que se desenvolveram sob um sistema de comissões fixas.

Um certo enfraquecimento na rotatividade de carteiras seria provável, como conseqüência tanto da constatação empírica de que, em média, uma elevada rotatividade de carteiras não estaria associada a uma

performance de investimento excepcional, quanto da diminuição, sob condições de taxas de juros competitivas, dos serviços gratuitos associados a negociações recíprocas. Por outro lado, o estímulo direto às negociações efetuadas por investidores institucionais, resultantes de baixos custos de transação, associados à decretação de taxas competitivas, tenderia a incentivar sua participação no mercado de ações. A redução das comissões foi substancial, principalmente no que se refere às transações institucionais de grande porte, com a taxa anual relativa à poupança feita pelos investidores, devida a esta redução nas comissões, sendo atualmente estimada em US$ 400 milhões. Em minha opinião, essas forças contrárias, que interferem na rotatividade de carteiras de investidores institucionais, poderão ser um fator de equilíbrio, permitindo que essa rotatividade continue a ser mais elevada que a do mercado acionário em geral, embora não seja provável que continuem a crescer tão rapidamente em relação ao mercado, como foi observado na segunda metade da década de 60.

Antes de encerrar este assunto das tendências da institucionalização da formação de capital acionário e transação com títulos nos Estados Unidos, faz-se necessário esclarecer dois pontos básicos, geralmente esquecidos. Ambos são importantes para qualquer avaliação do mercado e das implicações econômicas da participação dos investidores institucionais no mercado acionário. Em primeiro lugar, em termos de propriedade de ações ou de volume de negócios, as instituições ocupam um lugar importante principalmente na NYSE, e particularmente nos papéis mais representativos. As pessoas físicas, por sua vez, continuam a ser mais importantes para a AMEX e para o mercado de balcão. As instituições mostram-se mais avessas ao risco do que os indivíduos, e muito menos dispostas a comprar, sejam as emissões sazonais de menor liquidez, sejam as novas emissões não-sazonais.

O segundo ponto é que, embora se tenha dado muita ênfase à comunidade financeira e à crescente importância dos investidores institucionais no mercado acionário e ao declínio relativo de sua participação, o número de investidores individuais em ações nos Estados Unidos continuou crescendo até há pouco tempo, e o volume absoluto das negociações com ações, efetuadas por indivíduos, tem se revelado, ultimamente, tão elevado quanto nas décadas de 50 ou 60, com o aumento no volume total de negociações compensando a redução da participação de indivíduos.

Assim, o receio, comum nos meios financeiros, de que o volume de negociações e os preços de mercado sejam determinados no futuro por um grupo de instituições, reduzindo bastante a influência dos investidores individuais, não parece ter fundamentos sólidos. Por outro lado, ainda é de vital importância analisar-se as implicações que a crescente participação dos investidores institucionais no mercado acionário acarreta para o mercado e para a economia.

3. A PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NAS NEGOCIAÇÕES E A EFICIÊNCIA DO MERCADO

Poderá um aumento nas negociações com títulos, efetuadas por investidores institucionais, prejudicar, de certa forma, a qualidade do mercado acionário? Tomando-se como base a experiência americana, a resposta será negativa.

Não existe qualquer embasamento teórico ou empírico que leve a acreditar que a eficiência do mercado, e, portanto a qualidade dos preços pagos ou recebidos, seja por investidores institucionais ou individuais, têm sido — ou será — prejudicada pelas negociações institucionais. Análises diversas do impacto das negociações com ações efetuadas por investidores individuais **versus** institucionais, sobre a volatilidade dos preços das ações, ou sobre avaliações mais sofisticadas da eficiência alocacional do mercado, não revelaram efeito significativo. Assim, se a eficiência alocacional do mercado, nos Estados Unidos, é medida pela capacidade da estrutura de preço das ações em prever, a qualquer momento, o fluxo de lucros por ação (mantendo o risco constante e a política de distribuição de dividendos) confesso não ter conseguido detectar mudanças significativas na eficiência do mercado durante todo o período posterior à Segunda Guerra Mundial, apesar da intensificação da atividade dos investidores institucionais ocorrida durante o período. Procedendo, agora, a uma análise mais aprofundada, se relacionarmos a importância relativa das compras líquidas de vários tipos de ação, por investidores institucionais, à capacidade dos preços dessas ações, de prever o fluxo subseqüente de lucros, mais uma vez não há evidências de que as instituições exerçam alguma influência, positiva ou negativa, sobre a eficiência alocacional do mercado. Acreditar que essa situação possa mudar no futuro é sugerir que as decisões de compra e venda de ações, tomadas pelos investidores institucionais, são menos bem fundamentadas do que as tomadas por pequenos investidores individuais.

Tal suposição significaria que as instituições têm menos percepção do valor intrínseco de um título que o resto do mercado — o que parece pouco provável. Se isto fosse verdade, uma conseqüência que poderia ser esperada é que os investidores institucionais teriam uma **performance** pior do que a dos individuais; no entanto, em média, tal comportamento parece o mesmo.

Conquanto não haja motivos para se acreditar que a eficiência alocacional básica do mercado seja prejudicada pela intensificação das transações efetuadas por investidores institucionais, existe alguma evidência de que as vendas de grandes lotes possam causar um efeito adverso sobre o preço de mercado, no sentido de que os preços registrados no **ticker*** poderão sofrer uma queda temporária[1]. Compras de um grande volume de ações não funcionam, necessariamente, como um estímulo temporário para o mercado. O efeito desfavorável nos preços, causado pelas vendas de grandes lotes em 1968 e 69, segundo essa análise, chegou a pouco mais de 0,7%. Mas, uma vez que somente lotes associados com **down ticks**** estavam incluídos, e as vendas totais do papel não eram constantes, até mesmo essa cifra, relativamente modesta, exagera o efeito do lote.

Além disso, o pequeno desconto considerado necessário para atrair os compradores parece, no fim do dia de negociações com o lote, ter sido amplamente dissipado.

Até mesmo este efeito aparente, temporário e de curta duração sobre o preço pode, todavia, ser o reflexo de uma análise incompleta. Numa análise recente e mais completa, ainda não publicada, considera-se que a volatilidade a curto prazo dos preços das várias ações não está relacionada, de forma significativa, à relação entre a carteira dos investidores institucionais e o total dessas ações, uma vez que os movimentos dos preços a prazo mais longo (e outras variáveis relevantes) são constantes; e não há indicação de qualquer efeito desfavorável causado pelos investidores institucionais sobre o mercado, mesmo a curto prazo. Portanto, os exemplos freqüentemente citados de grandes compras e vendas por investidores institucionais, associados a movimentos substanciais de curto prazo no preço das ações, podem simplesmente refletir que os investidores em questão estão agindo com base em novas informações significativas que, num mercado eficiente, poder-se-ia esperar que afetassem consideravelmente o preço das ações.

Se as negociações realizadas pelos investidores institucionais causam, a curto prazo, algum impacto desfavorável sobre o preço (embora não haja indícios claros) o efeito é bastante pequeno e pode ser encarado como um aumento nos custos de negociação para os vendedores institucionais desses lotes, necessário para diminuir o desequilíbrio a curto prazo da oferta e procura. No entanto, embora a instituição possa ter que arcar com um pequeno custo para a execução rápida de um grande lote, não há prejuízo significativo em base líquida para os outros investidores. Investidores que compram ações de vendedores institucionais, num dia em que seja negociado um lote (**block trade**) (quando os investidores institucionais e outros não-institucionais são supostamente compradores líquidos de ações) beneficiam-se de preços temporariamente baixos.

Se as atenções se voltarem para o diferencial normal entre a oferta de compra e a de venda das ações mais negociadas pelos investidores institucionais, ao invés de para o efeito a curto prazo das negociações em **block trades**, há indicações de que as instituições, através de sua presença no mercado, podem reduzir os custos de negociação para o investidor médio, em lugar de elevá-los. Portanto, uma análise anterior sugere que, quanto maior o número de investidores institucionais detentores de uma determinada ação (para determinados volumes de negócios e outras variáveis relevantes), menor a diferença entre a oferta de compra e a de venda[2]. Uma análise mais recente e abrangente, ainda não publicada, também indica que, mantendo-se as variáveis relevantes constantes, quanto maior for a relação entre a carteira dos investidores institucio-

---

* Lista de cotações no terminal. (Nota do Tradutor)

1 [a] KRAUS, Alan & STOLL, Hans R. *Price impacts of block trading on the NYSE.* Philadelphia, Penn., Univ. of Pennsylvania [s.d.] (Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper, 3-71)

Vide também:

[b] SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Institutional investor study report.* Washington, 1971.

** Quando o terminal indica o mercado em baixa. (Nota do Tradutor)

2 TINIC, Seha M. The economics of liquidity services. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, Mass., Harvard Univ. Press, *86*(342), Feb. 1972.

nais e o total da carteira dos demais detentores de um determinado papel, menor será a diferença entre a oferta de compra e a de venda.

Conquanto não haja evidências indicando queda na eficiência do mercado acionário, associada à participação anterior dos investidores institucionais em negociações, tem-se procurado apontar os perigos desta tendência, relacionando-a a supostas deficiências dos mercados de obrigações nos quais predominam as instituições, as transações de grande porte e os **dealers**. Tem-se argumentado que os mercados de obrigações — principalmente as emitidas pelo Governo dos Estados Unidos e pelas empresas — são, basicamente, mercados institucionais e de **dealers**; que os indivíduos têm relativamente pouca importância nesses mercados desde a década de 1920, possivelmente devido a fatores relacionados com a crescente participação dos investidores institucionais; e que, como resultado, esses mercados são inferiores aos mercados de leilão que estão associados com um grande número de negociações individuais.

Não está claro em que sentido o mercado de títulos do Governo norte-americano pode ser considerado inferior aos mercados mais tipicamente de leilão. O mercado de obrigações opera com um volume de negociações superior ao de qualquer mercado de títulos, provavelmente a custos mínimos de transação, refletindo a habilidade dos **dealers**, que contam com capital substancial para contornar com sucesso os problemas inerentes aos grandes lotes. O mercado de obrigações de empresas é caracterizado por custos de negociação muito mais elevados, com diferenciais entre a oferta de compra e a de venda relativamente grandes. Entretanto, mesmo neste caso, não se apresentam indícios de que os custos comparáveis sejam em média mais altos do que os das ações de empresas.

Além do mais, parece que não há motivos para atribuir o enfraquecimento do papel dos indivíduos neste mercado a fatores associados com a crescente participação dos investidores institucionais. Provavelmente, os indivíduos julgaram as obrigações de empresas e do governo norte-americano menos atrativas, em parte talvez porque os lucros das obrigações permaneceram muito baixos durante muitas décadas, em relação a outros rendimentos, e os aumentos nas taxas do imposto de renda das pessoas físicas diminuíram ainda mais o lucro efetivo das obrigações em relação às ações. Por outro lado, grande parte das instituições nos Estados Unidos era regulada fora do mercado de ações, até 1950, e não estava sujeita às imposições do imposto de renda. Com o rápido crescimento dos lucros das obrigações nos últimos anos, as pessoas físicas tornaram-se a parte mais importante do mercado de obrigações; sua participação elevou-se de 10%, em 1965, para 20% no início da década de 70.

Qualquer inferência de que a ausência relativa dos indivíduos do mercado de obrigações privadas tenha prejudicado sua capacidade de levantar capital para as empresas é contestada pelo aumento histórico na participação das obrigações no financiamento das referidas empresas. O aumento, a partir da década de 20, foi substancial. No entanto, mais uma vez, fatores não-institucionais — tais como o aumento no imposto de renda das empresas (o que torna o endividamento relativamente menos dispendioso) — provavelmente respondem por este desenvolvimento.

Um outro ponto que tem sido argumentado é que a institucionalização das negociações em parte deve prejudicar o investimento em ações ordinárias nos Estados Unidos devido, aparentemente, ao seu suposto efeito adverso no mercado de ações em circulação. Já indiquei que não há razões para se acreditar que esse mercado seja adversamente afetado e, de fato, o crescimento da participação dos investidores institucionais no mercado acionário, nos anos 50 e 60, pode ter contribuído para o marcante aumento nos preços das ações durante este período e ao aparente declínio no custo relativo do financiamento através de ações ordinárias. As instituições devem ter provocado dois tipos de efeitos: aumentando a demanda global por ações e reduzindo os custos de negociação, pelo menos se comparado com os pequenos investidores individuais, na aquisição de uma carteira de ações diversificada.

Retornando ao mercado de novas emissões, o declínio na importância relativa de novos financiamentos através de ações, nos Estados Unidos, imediatamente após a década de 1920, obviamente não tem relação alguma com a participação dos investidores institucionais nos mercados de ações, o que só ocorreu depois de 1950. Somente em 1970, numa época em que a participação desses investidores no mercado atingia o clímax, foi que ocorreu um ressurgimento marcante de novos financiamentos através de ações, apresentando apenas uma baixa temporária durante a depressão ocorrida com o mercado em 1974. A participação desses investidores no mercado não impediu, aparentemente, esse ressurgimento, de maneira efetiva.

Embora a oferta total de novos financiamentos através de ações ordinárias não tenha sido provavelmente reduzida pela crescente participação desses investidores no mercado, a oferta de novas ações não-sazonais e ações com risco poderia ter sido negativamente afetada. É bem verdade que as instituições são mais avessas ao risco que os indivíduos, logo, **ceteris paribus**, uma transferência da participação acionária para as instituições poderia gerar um aumento no custo do capital em relação a empresas sazonais com alto nível de risco, e em relação a novas empresas não-sazonais. No entanto, não há motivos para se acreditar que este efeito teve repercussão significativa; talvez o resultado principal tenha sido reduzir ou eliminar uma ineficiência histórica aparente no mercado primário americano, onde as taxas de retorno realizadas em novas emissões não-sazonais têm sido geralmente mais baixas do que as das ações sazonais.

Finalmente, alguns estudiosos em finanças sugerem que o crescimento rápido do investimento em ações ordinárias por parte dos investidores institucionais levará, na ausência de um aumento substancial nas flutuações de novas ações, a uma alta excessiva do preço de ações, principalmente para um grande número de ações sazonais, e poderá exigir a imposição de restrições a tal investimento[3]. Nem a nossa análise, nem qualquer outra com a qual esteja familiarizado compartilha desta preocupação, embora haja motivos para se acreditar que os fundos de pensão e os fundos mútuos podem ter contribuído para o aumento no pós-guerra do preço das ações nas décadas de 50 e 60. Até o momento, parece que o crescimento dos investimentos realizados por investidores institucionais pode ter ajudado a reduzir as primeiras disparidades substanciais entre o retorno das ações e de outros investimentos, ao invés de inflacionar os preços das ações em relação aos retornos esperados. Não há motivos para se esperar que, no futuro, mesmo que a taxa de flutuação das novas ações não aumente excepcionalmente, os investidores institucionais venham a ser como um todo um pouco mais irracionais do que os outros investidores, elevando os preços da oferta de compra de ações acima de seus valores intrínsecos.

---

[3] Por exemplo ver:

GOLDSMITH, Raymond W. *Financial institutions.* New York, Random House, 1968.

Dr. Goldsmith sugere que pode ser preciso elevar os limites relativos ao capital mínimo que pelo menos alguns investidores institucionais poderão aplicar em ações.

A crescente taxa relativa ao investimento em ações por parte dos investidores institucionais poderia, sem dúvida, ser prejudicial à economia, totalmente à parte dos perigos de um nível excessivamente alto nos preços das ações, se, devido à preferência passageira, especulação excessiva, ou qualquer outro motivo, a estrutura dos preços das ações fosse distorcida de modo a diminuir a eficiência do mercado e a afetar a estabilidade dos preços das ações. Todavia, as evidências apresentadas neste trabalho sugerem que as instituições agiam de modo tão eficiente em seus investimentos em ações quanto o mercado como um todo, e não afetavam negativamente a estabilidade do mercado. Como resultado, as considerações quanto à eficiência do mercado não parecem oferecer qualquer justificativa para a regulamentação referente a novos títulos limitando o papel do investidor institucional.

4. OUTROS ATIVOS FINANCEIROS

O item anterior sugere que não há provas irrefutáveis, até o momento, de que o rápido crescimento dos investimentos em ações por parte dos investidores institucionais tenha provocado efeito indesejável sobre a eficiência do mercado acionário nos Estados Unidos. É naturalmente concebível que esta conclusão possa ser alterada, caso os investidores individuais desaparecessem virtualmente do mercado; no entanto, esta perspectiva não parece viável mesmo num futuro distante. Entretanto, há outros títulos importantes que também se desenvolveram para apoiar a necessidade de controlar o nível ou taxa de crescimento do investimento em ações por parte dos investidores institucionais e as práticas e políticas que utilizam[4].

A concentração de poder sobre as companhias cujas ações participam das carteiras dos investidores institucionais, implícita no crescimento de várias organizações de grande porte orientadas para o investimento em ações, tem sido motivo de preocupação totalmente distinta das outras implicações econômicas do crescimento dos investimentos em ações por parte dos investidores institucionais. A concentração excessiva de poder não só provoca conseqüências econômicas adversas,

---

[4] Esta discussão de política de ações é amplamente baseada em:

FRIEND, Irwin et alii. *Mutual funds and other institutional investors;* a new perspective. New York, McGraw-Hill Book, 1970.

mas também é freqüentemente encarada como prejudicial por motivos não-econômicos. No entanto, é sabido que as instituições nos Estados Unidos não têm sido acionistas particularmente ativos, e têm geralmente demonstrado sua reação em relação à administração das empresas, comprando ou vendendo suas ações, ao invés de tentarem exercer influência na política da empresa. De certa forma, mostram-se mais ativas do que os pequenos acionistas individuais, e consideravelmente menos ativas do que os grandes acionistas individuais. No entanto, há sempre o perigo de que, à medida que aumenta a participação dos investidores institucionais no mercado acionário, e torna-se mais difícil dispor de grandes lotes, eles possam desempenhar um papel predominante nos negócios das empresas de que detenham ações. Este perigo não parece ser suficientemente grande para justificar restrições à participação dos investidores institucionais num futuro próximo.

Se, para evitar o que é considerado como concentração indevida de poder, for necessário impor algumas limitações aos investimentos realizados por investidores institucionais, talvez a melhor solução seja restringir o número de ações de cada empresa que pode ficar a cargo de uma única instituição. Nos Estados Unidos, os fundos mútuos (e outras companhias de investimento que administram carteiras diversificadas) só podem aplicar em ações 75% de seus recursos. Além disso, em cada empresa não podem investir mais de 5% de seus ativos ou deter mais de 10% de seu poder de voto. Além do mais, se um fundo mútuo possui mais de 5% das ações da carteira de uma empresa, grande parte das negociações feitas entre o fundo e a companhia requerem prévia aprovação da SEC. Tipos de restrições semelhantes devem ser estabelecidos para outros investidores institucionais, mas, na falta de dados sobre a política de investimento de tais investidores, principalmente quanto aos fundos de pensão, temos pouco conhecimento para avaliar a necessidade de tal mudança legislativa ou os efeitos que poderá acarretar. Ademais, essas restrições não podem ser justificadas, como acontece com os fundos mútuos, através de argumentos que dizem respeito à liquidez. O que parece ser mais premente é coletar, periodicamente, informações não só sobre carteiras administradas por fundos de pensão, mas também sobre outros grupos importantes de investidores institucionais particularmente interessados em ações. Felizmente, tais dados deverão estar disponíveis dentro de pouco tempo, resultando da recente promulgação da **Securities Act Amendments** de 1975. O que se pretende, atualmente, é que os relatórios periódicos divulgados, conforme as determinações

dessas leis, forneçam as informações necessárias para fiduciários individuais. Se os investidores institucionais continuarem a crescer em importância relativa, além de participarem mais ativamente nos negócios das empresas de que sejam acionistas, será necessário determinar novas restrições ao papel que desempenham nestas empresas. Mesmo sob tais circunstâncias, no entanto, não está claro que haja razões adequadas para limitar o porte do investidor institucional. Os fundos mútuos e outros investidores institucionais, para os quais temos dados disponíveis, mostram economias de escala significativas nos seus custos operacionais; fundos de maior porte parecem ter uma **performance** tão boa quanto os de menor porte. Os custos operacionais reduzidos das organizações de maior porte podem ser compensados, até certo ponto, pela crescente inflexibilidade dos investimentos. Nos Estados Unidos a melhor maneira de evitar os perigos do controle monopolista, por parte dos grandes investidores institucionais talvez seja reforçar, quando necessário, as limitações vigentes quanto ao percentual das ações com direito a voto, que podem estar em mãos de determinados investidores institucionais, e ampliar tais restrições a outros investidores institucionais.

Um mecanismo alternativo seria limitar o volume de ações retidas pelos investidores institucionais, a ações sem direito a voto (i. e., ações que não dariam direito a voto enquanto em poder de investidores institucionais). Embora essa última solução ofereça a vantagem de evitar restrições arbitrárias aos percentuais de participação acionária, apresenta quatro pontos negativos: primeiro, se o investidor institucional estiver realmente destituído de poder — uma vez que suas ações não dão direito a voto — será mais fácil para outros acionistas (mesmo que não estejam relacionados com a administração) obterem o controle das empresas com ações amplamente possuídas pelos investidores institucionais mediante um investimento relativamente pequeno. O voto por procuração seria provavelmente incentivado de maneira expressiva.

Em segundo lugar, é questionável que investidores institucionais possuidores de grande quantidade de ações se vejam destituídos de poder, simplesmente porque suas ações não dão direito a voto, uma vez que as ações poderiam ser liquidadas. Terceiro, para os fundos mútuos, assim como para outros investidores institucionais, há necessidade de assegurar a liquidez de carteira. Quarto, os investidores institucionais podem perfeitamente ser acionistas mais bem informados do que a maioria dos que têm direito a voto.

A participação de investidores institucionais nas empresas das quais detêm grandes quantidades de ações, também acarreta uma série de perguntas sobre a necessidade de proteger outros acionistas contra as conseqüências das atividades desses investidores. As instituições, devido a seus recursos, podem ter acesso mais fácil e mais rápido às informações relativas aos negócios da empresa. Isto traria desvantagens para grande parte dos demais acionistas, que são, de maneira geral, menos representativos. Há muitas estórias sugerindo que, apesar da proteção oferecida pela atual regulação de títulos, as instituições, assim como outros grandes investidores, podem ter uma vantagem significativa sobre os pequenos investidores quanto à divulgação de informações da empresa. Parece bastante claro que a regulação de títulos deve procurar assegurar que nenhum acionista, não importa se majoritário, tenha acesso a informações importantes que não estejam ao alcance de qualquer outro acionista, independentemente do fato de ser minoritário.

Aparentemente, o problema principal é saber se a administração da empresa deve fornecer a qualquer acionista informações significativas que os demais desconhecem, simplesmente porque não a solicitaram. Apesar dos custos adicionais que esse fluxo de informação acarretaria, os direitos de eqüidade dos acionistas exigem que, na medida do possível, as informações que não tenham sido divulgadas a todos os acionistas conjuntamente, não podem ser fornecidas a um determinado grupo (ou quando são dadas, por exemplo, a acionistas também **insiders**, deveriam ser impostas restrições à sua capacidade de obter lucros através deles). Obviamente, um dos modos de minimizar os custos desta política, visando a eficiência do mercado, seria assegurar que toda informação importante fosse divulgada aos acionistas o mais rápido possível.

Objetivamente, a divulgação de informações aos acionistas numa empresa de capital aberto equivale ao **disclosure** para o público em geral. Um problema emerge, e as exceções à regra geral do **disclosure** imediato poderiam, em certos casos, ser garantidas, quando a direção da empresa desejasse reter informações por um determinado período limitado, visando ao bem-estar da empresa como distinto do bem-estar de um grupo específico de acionistas. No entanto, uma vez que a eqüidade e a filosofia da regulamentação de títulos exigem que os acionistas em potencial e os acionistas em geral recebam um tratamento justo, poderá haver um conflito entre a responsabilidade da administração em relação aos acionistas em potencial (fornecer **disclosure** relevante de fatos materiais) e sua responsabilidade em relação aos acionistas em geral (maximizar seus retornos ajustados ao risco). Presumivelmente, o fundamento legal para resolver este conflito deverá levar em consideração os perigos e benefícios em perspectiva para os dois grupos. A solução ótima do conflito depende, em grande parte, da responsabilidade relativa que a administração deve ter em relação a seus acionistas em geral e em potencial.

Uma solução convincente — baseada na premissa de que a responsabilidade básica da administração é maximizar o retorno ajustado do risco (ou valor de mercado) para a empresa como um todo — permitiria a retenção temporária de informações concretas, enquanto haja uma razão válida para agir deste modo do ponto de vista do bem-estar da empresa, e que não seja permitida a nenhum grupo a possibilidade de lucrar com o conhecimento antecipado dos fatos. Esta premissa não se encontra muito afastada da legislação vigente nos Estados Unidos. O fundamento lógico para esta posição, de acordo com o ponto de vista dos acionistas em potencial que poderiam ser prejudicados, seria que a retenção temporária de informações visando ao bem-estar da empresa pode ser encarada como um risco comum de mercado (que entra na cotação da ação), e não se pode esperar que a administração proteja acionistas em potencial de tais riscos, em detrimento dos acionistas em geral. Uma maneira de diminuir o prejuízo futuro de acionistas em potencial é estabelecer uma interpretação mais rigorosa da legitimidade das razões comerciais em relação à retenção de informações materiais, e o prolongamento dessa retenção.

Uma segunda solução — bem diferente, mas teoricamente convincente — deste conflito de interesses entre os atuais acionistas e acionistas em potencial, caberia mais uma vez à administração. Ela deveria conduzir seus negócios de modo a maximizar o retorno ajustado ao risco da empresa como um todo. Tal como aconteceu antes isto poderia exigir a retenção de informações materiais, compensando assim qualquer comprador (ou vendedor) de ações que tenha sofrido perdas substanciais advindas desta medida. No entanto, esta segunda posição seria extremamente difícil de ser aplicada na prática, além de ter a desvantagem de poder inibir a administração na maximização de retorno ajustado ao risco, acarretando um custo social à economia.

A participação dos investidores institucionais através da formação de grandes carteiras acionárias é, às vezes, considerada prejudicial aos

interesses dos demais acionistas e investidores em potencial. Em vista da grande quantidade de ações que possuem de empresas individuais, os investidores institucionais foram altamente responsáveis pelo rápido crescimento das **block transactions**. A compra ou venda de grandes lotes de ações pode, pelo menos teoricamente, gerar uma descontinuidade significativa no mercado. As vendas, às vezes, provocam acentuadas reduções nos preços para outros acionistas (com vantagem para os investidores em potencial), ao passo que as compras poderão elevar bastante os preços para outros investidores em potencial (com vantagem para os acionistas). No entanto, enquanto os investidores institucionais movimentarem suas carteiras baseados em decisões tão informadas quanto as dos demais investidores (sem maior acesso a **inside information**[5]), quase não há motivos para considerarmos os preços pelos quais efetuam suas negociações como sendo menos justos ou menos desejáveis do que os alcançados por um número maior de negociações, supondo que as instituições tentam usar as melhores oportunidades de mercado. De qualquer forma, é bom recordar que as evidências, examinadas anteriormente, do impacto das negociações efetuadas por investidores institucionais sobre a eficiência operacional ou alocacional do mercado não indicam custos significativos da tendência em realizar operações de **block trade**.

Uma última série de questões diz respeito ao problema de determinar se a existência de instituições orientadas para a aplicação em ações gera ou não conflitos de interesse entre os investidores e a administração dessas instituições, e se, conseqüentemente, restrições visando à regulação das atividades da administração institucional, além das que são aplicadas à administração das próprias empresas, seriam necessárias ou convenientes. O fato de os investidores institucionais agirem eventualmente como intermediários financeiros entre as pessoas físicas e jurídicas (que ofertam e demandam fundos) gera, realmente, vários conflitos de interesses potenciais que não existiriam na ausência de tais instituições.

Nos Estados Unidos, os conflitos no período posterior à Segunda Guerra Mundial eram particularmente problemáticos nos fundos mútuos, por motivos debatidos exaustivamente em inúmeros estudos[6]. Talvez o mais destacado desses motivos tenha sido o controle freqüente da administração de fundos, exercido por consultores de investimento externo cujos interesses na maximização do porte do fundo e da taxa administrativa ao estabelecer o custo das vendas, na determinação da rotatividade da carteira, e na avaliação dos títulos da carteira geralmente são bastante diferentes dos interesses dos acionistas do fundo. Ultimamente, as emendas feitas à legislação das companhias de investimento nos Estados Unidos e a determinação, pelo governo, de taxas de comissão competitivas para negociação de ações, têm diminuído significativamente o perigo potencial para os acionistas, causado pelos conflitos de interesse na administração dos fundos mútuos. Já discuti, num estudo anterior, desenvolvido com a colaboração de dois colegas, novas medidas a serem tomadas, principalmente no campo da divulgação do **disclosure**, medidas essas que podem reduzir os conflitos de interesse e enfatizar uma competição válida no sistema operacional dos fundos mútuos[7].

No que concerne aos fundos de pensão — atualmente o mais importante dos investidores institucionais — a empresa patrocinadora do fundo é bem independente do consultor externo para investimentos (geralmente um banco comercial), e a administração da empresa, assim como os beneficiários do fundo, tem interesses similares de maximizar o retorno do fundo e minimizar os custos operacionais. Os conflitos de interesse nas companhias seguradoras não são, provavelmente, muito diferentes dos conflitos verificados em grande parte das demais empresas de porte semelhante.

Presume-se que os problemas de conflito para as organizações de seguros em grupo, são, embora não de forma específica, de natureza semelhante àqueles verificados nos fundos mútuos internamente e não externamente administrados. Os bancos que administram tanto fundos individuais quanto fundos de pensão possuem uma carteira de ações muito maior do que os fundos mútuos e apresentam os mesmos conflitos de interesse potenciais que os fundos mútuos externamente administrados. Como conseqüência passou-se a atribuir grande importância a alterações legislativas no sentido de exigir o afastamento dos bancos comerciais das atividades de administração de fundos através da criação de organizações separadas e independentes. Todavia, embora tal exigência certa-

---

5 **Inside Information** deve abranger informação restrita de mercado sobre o capital da companhia assim como informação restrita sobre seus negócios.

6 Por exemplo, ver:
FRIEND, op. cit. acima nota 4.

7 FRIEND, op. cit. acima nota 4.

mente diminuísse de maneira considerável o potencial de conflitos de interesse no investimento institucional em ações, é perfeitamente possível que os prejuízos associados à eficiência econômica venham a compensar, e até mesmo exceder, os ganhos provenientes do tratamento justo aos beneficiários dos fundos. Infelizmente, não dispomos de informações suficientes sobre a extensão do prejuízo para os beneficiários e sobre a possível eficiência econômica associada à atuação dos bancos comerciais, também como agentes fiduciários.

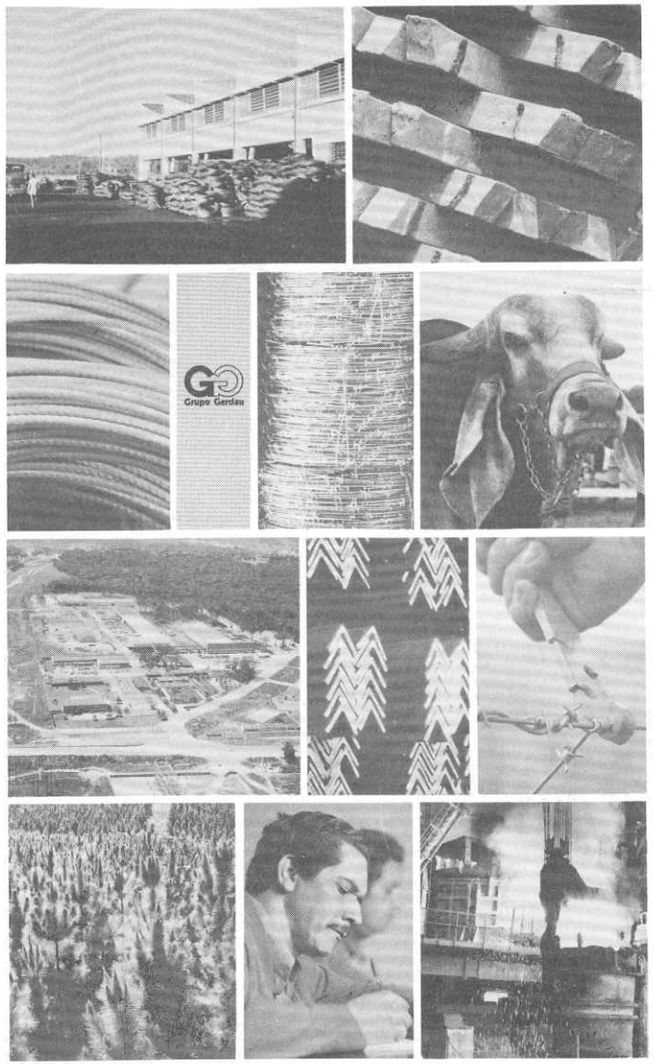
5. CONCLUSÃO

No que diz respeito aos investidores institucionais, excluindo os fundos mútuos e **bank trust departments**, já assinalei que a ausência de consultores externos evita muitos problemas de conflito encontrados nas instituições administradas externamente. No entanto, há um problema importante caracterizando outros tipos de instituições mutuárias. De maneira diferente dos fundos mútuos elas podem acumular quantidades substanciais de recursos excedentes, sem distribuí-los aos proprietários (por exemplo, os segurados, no caso de companhias de seguro de vida, ou os depositantes, no caso de Associações de Poupança e Empréstimo e **mutual saving banks***). A situação nesses tipos de organização difere acentuadamente das demais, já que seus proprietários não podem transferir seus direitos sobre os recursos excedentes. Não se trata, no entanto, do problema do acionista minoritário, tão amplamente difundido. É, antes de mais nada, o problema — relativamente negligenciado — de propriedade nominal sem qualquer participação real no patrimônio líquido. Entre os ativos dessas organizações estão os bilhões de dólares correspondentes aos recursos excedentes que provavelmente fortalecerão a posição da administração ou dos futuros proprietários, muito mais que a dos atuais proprietários. Isto é verdade, já que os grupos controladores dos grandes investidores institucionais permanecem muito mais tempo nesse tipo de instituição, do que acontece nas empresas de larga participação do público. Nos últimos anos, o problema tem recebido alguma atenção nos Estados Unidos juntamente com a conversão dessas organizações em empresas de capital aberto. O conflito merece uma maior atenção do que costuma receber, mas não é obviamente um problema crucial dos investidores institucionais interessados em ações.

---

* Banco de poupança, cujos proprietários são os depositantes. Seu lucro líquido é distribuído entre os próprios depositantes. (Nota do Tradutor)

Acreditar no país é semear riquezas em todo o seu território.



Para o Grupo Gerdau, a força do País está na soma das forças de todas as suas regiões. Por isso, do norte ao sul, distribui suas unidades geradoras de produtos, salários, impostos e riquezas em seis pontos estratégicos do território nacional, para produzir 950 mil toneladas de aço por ano, e atender a setores importantes da economia brasileira, como o da indústria mecânica e da construção civil.

No Rio Grande do Sul, a Siderúrgica Riograndense, com Usinas em Porto Alegre e Sapucaia do Sul, tem hoje uma capacidade de produção de 250 mil toneladas anuais de aço. É a principal fornecedora de produtos siderúrgicos do Sul do País.

A Siderúrgica Guaíra, no Paraná, planeja construir nova Usina em Curitiba e expandir sua produção.

No Rio de Janeiro, a Companhia Siderúrgica da Guanabara - COSIGUA - mais do que duplicou sua capacidade de produção de aço: de 250 mil para 545 mil toneladas anuais, contando agora com uma unidade pioneira de redução direta de ferro.

Duas siderúrgicas no Nordeste. A Açonorte, no Recife, que expande sua capacidade atual de produção de aço para 200 mil toneladas de laminados, e a COMESA, em Maceió, que aprimora seu parque industrial e amplia sua produção.

Novamente no extremo sul, em Porto Alegre, a Metalúrgica Gerdau S. A., a maior fábrica de pregos da América Latina.

Para comercializar os produtos de todas estas unidades industriais, uma empresa com sede em São Paulo e filiais em seis importantes cidades brasileiras: Comercial Gerdau Ltda.

Para o empresário, acreditar no País é gerar pólos de desenvolvimento em toda a sua extensão para dar novas oportunidades de progresso à sociedade. Enfim, descentralizar o crescimento para integrar a Nação e, assim, prover melhores condições de vida às gerações futuras.

Grupo Gerdau

Metalúrgica Gerdau S. A. - Porto Alegre
Siderúrgica Riograndense S. A. - Porto Alegre
Comercial Gerdau Ltda. - São Paulo
Siderúrgica Açonorte S. A. - Recife
Cia. Siderúrgica da Guanabara - COSIGUA - Rio de Janeiro
Siderúrgica Guaíra S. A. - Curitiba
Cia. Siderúrgica de Alagoas - COMESA - Maceió

O Encilhamento*

Eulalia Maria Lahmeyer Lobo**

1. Introdução. 2. A crise de 1888 e o Encilhamento. 3. A atividade manufatureira e industrial durante o Encilhamento.

1. INTRODUÇÃO

A visão tradicional do Encilhamento como um período de especulação desenfreada seguido de falências e crise da Bolsa e da indústria, merece ser revista.

A análise dos títulos da Bolsa e dos dados sobre a produção secundária revelam que, ao menos no Rio de Janeiro, o Encilhamento propiciou a transição da manufatura para a indústria, em alguns setores estratégicos, sendo esta transformação irreversível.

A economia brasileira, baseada na exportação de produtos tropicais, estava sujeita a crises cíclicas decorrentes das flutuações dos preços desses gêneros no mercado internacional. O declínio dos preços do açúcar e do algodão no século XIX era uma conseqüência das restrições impostas pela França, Inglaterra e Estados Unidos à importação desses artigos, a fim de proteger o comércio com as colônias e domínios nos dois primeiros casos, e a produção interna no último. Outro fator que

---

* Este artigo é parte da pesquisa História do Rio de Janeiro (do Capital Comercial ao Capital Industrial e Financeiro) a ser publicada ainda este ano pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais — IBMEC.

** Eulalia Maria Lahmeyer Lobo é Professora de História do Brasil do Centro Unificado Profissional (CUP)

contribuiu para a queda dos preços foi a tendência à superprodução e à substituição do açúcar de cana pelo de beterraba, na Europa. Finalmente, o custo da produção do açúcar no Nordeste era elevado em relação ao dos concorrentes em virtude do atraso tecnológico da região e, o custo do algodão, em conseqüência do alto preço do transporte interno das zonas produtoras aos portos de embarque. Ainda devemos considerar que o Brasil não apresentava condições de influir no mercado internacional, dada a sua pequena participação (menos de 10% das exportações globais de açúcar e cerca de 10% das de algodão no início do século XIX; e menos de 2% do primeiro produto e de 6% do segundo, na década de 1880).

NATHANIEL LEFF[1] salientou que na medida em que o câmbio ficou na dependência do café, passou a prejudicar a produção do açúcar que seria rentável com outro câmbio.

Os preços do café elevaram-se a partir de 1840 em função da crescente demanda do mercado consumidor dos Estados Unidos, decorrente da expansão territorial e econômica daquele país na segunda metade do século.

O café já representava, em 1871-73, 50,2% do total das exportações brasileiras, enquanto o açúcar baixava para 12,6% e o algodão para 16,6%.

O capital inicial para a plantação da cana-de-açúcar e do tabaco proviera em larga medida da burguesia comercial metropolitana holandesa. Os lucros elevados do açúcar permitiram um reinvestimento rápido, tornando a empresa autofinanciável. Na crise do século XVII a monarquia defendera os fazendeiros, proibindo a execução dos engenhos de açúcar por dívidas, concedendo isenções de impostos e empreendendo a reconquista das zonas abastecedoras de escravos na África.

O capital inicial para a cafeicultura era principalmente de origem local. Havia abundância de terras férteis, próprias para esse cultivo, cuja maioria o Governo havia doado aos fazendeiros. A mão-de-obra preexistente — subempregada no Nordeste, em conseqüência da fase de depressão da economia açucareira e, em Minas Gerais, após o declínio da mineração — estava disponível, a custo relativamente baixo, para a nova

1 LEFF, Nathaniel. Tropical trade and development in the nineteenth century: the Brazilian case. *The Journal of Political Economy,* Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, *81*(3):678-94, May/June, 1973.

atividade. A abolição do tráfico negreiro liberou capital que, em parte, foi aplicado na cafeicultura.

O menor investimento em máquinas, em energia e o caráter perene do arbusto do café reduziam as necessidades de capital para investir neste tipo de lavoura, em comparação com o requerido pela plantação de cana-de-açúcar associada à instalação de engenhos.

A cafeicultura e o beneficiamento do grão exigiam menor número de escravos ladinos de preço alto, e os feitores podiam ser alugados, enquanto que o fabrico do açúcar obrigava a investir em instalações dispendiosas, equipamentos, compra de feitores e de escravos ladinos em maior número, aquisição de animais de tração, caso não houvesse energia hidráulica disponível[2].

As crises de 1857, 1864-68, 1873-78 se originaram do declínio transitório dos preços dos principais produtos de exportação, sobretudo do café, no mercado internacional, e se aprofundaram em virtude da precariedade do sistema de crédito que decorria das próprias características do escravismo[3]. Este reduzia o número de assalariados, o nível do consumo do mercado interno, dificultava o desenvolvimento das atividades artesanais, manufatureiras e industriais, limitando o número de transações e a circulação monetária.

As casas comissárias nacionais e estrangeiras desempenhavam o papel de agentes financeiros concedendo empréstimos aos fazendeiros, mediante garantia da colheita e dos escravos, e se incumbiam também da venda do produto. Os comerciantes atacadistas e varejistas também negociavam usualmente a crédito. No período anterior a 1888 os bancos tinham um caráter marcadamente comercial; raramente ofereciam crédito à produção e quando o faziam era, na maioria das vezes, através das casas comissárias.

Nas crises de 1864 e de 1873-78, a desvalorização do escravo, decorrente de medidas abolicionistas graduais e do envelhecimento do estoque de mão-de-obra, reduziram a oferta de crédito à cafeicultura, agravando a depressão.

2 WEECH, J. Friedrich von. *Brasiliens gegenwärtiger zustand und Colonialsystem besonders in bezug auf Landbau und Handel zunächst für auswanderer.* Hamburg, Bei Hoffman und Campe, 1828. Livro 1.

Contém estudo detalhado dos investimentos na agricultura do café e da cana-de-açúcar.

3 [BORGES, Thomaz Pompeu Accioly] A conjuntura no Brasil desde 1822; estudos especiais. *Conjuntura Econômica,* Rio de Janeiro, FGV, *2*(4):19-27, abr. 1948.

O Governo procurava aliviar as crises por meio de empréstimos externos e de emissões. No entanto, essas medidas só eram geralmente tomadas quando os comerciantes, as casas bancárias, comissárias e os bancos já estavam sem capacidade de atender aos saques. Em 1857, o Governo Imperial utilizou um empréstimo externo para resolver a crise, quando as casas bancárias já estavam falindo. Em 1875, sacou £ 3.900 do saldo do empréstimo contraído em Londres, para o mesmo fim. Os bancos deveriam reunir os fundos indispensáveis em moeda nacional para comprar os saques sobre Londres, porém o encaixe desses estabelecimentos era tão baixo que eles se viram forçados a pressionar seus devedores para obter o retorno de fundos, provocando falências e o agravamento da crise.

Vemos, então, que o sistema de crédito era incapaz não só de desempenhar a função de instrumento de política anti-cíclica, como também de servir de meio de transformação da economia. Era dominado por uma burguesia comercial com uma visão muito estreita dos seus interesses, e que se satisfazia com o financiamento das colheitas e a venda dos produtos, suficientemente rentáveis, desestimulando outros tipos de investimento. O Banco do Brasil servia os interesses do Estado, cujos ministérios eram dominados pelos grandes proprietários de terra, desinteressados em qualquer transformação do sistema produtivo.

2. A CRISE DE 1888 E O ENCILHAMENTO

A crise de 1888 teve um caráter diverso das anteriores porque ocorreu paralelamente ao nível da circulação e da produção. A abolição da escravatura e a seca do Nordeste provocaram um declínio na produção em geral e de 50% na colheita do café, sendo que nos anos de 1892, 1893 e 1894 o preço deste produto foi bastante desfavorável.

A política do governo republicano foi muito diferente das medidas tradicionais adotadas pelo Império nas crises anteriores.

A pesquisa empírica de JOSÉ MURILO DE CARVALHO[4] revela que tanto os Ministérios do Partido Liberal quanto os do Conservador, que dividiram o poder, eram constituídos por uma maioria de proprietários de terra (47,83% e 47,54%, respectivamente). A diferença entre eles consistia apenas no predomínio dos proprietários rurais da região tipicamente

4 CARVALHO, José Murilo de. A composição social dos partidos políticos imperiais. *Cadernos do Departamento de Ciência Política*, Belo Horizonte, Universidade Federal de Minas Gerais, (2):1-34, dez. 1974.

escravocrata, dos burocratas e dos comerciantes nos Ministérios do Partido Conservador. Entre os Ministros do Partido Liberal havia maior percentual de profissionais liberais, sobretudo advogados.

Os membros do Partido Republicano do Rio de Janeiro (1870) apresentavam uma maioria de profissionais liberais (63,15%), de comerciantes (14,04%) e apenas 1,76% de proprietários rurais. Os oficiais do Exército que lideraram o movimento de 1889 provinham na sua quase totalidade de famílias de militares.

A crise do café abriu uma brecha permitindo a ascensão temporária ao poder de elementos não oriundos da classe dos grandes proprietários de terra. É verdade que os cafeicultores e o complexo financeiro exportador do café nunca perderam totalmente a força e logo reconquistaram o poder. A lavoura se desenvolveu rapidamente na região de São Paulo, e as colheitas superaram as anteriores a 1888, atingindo novos recordes. Na crise bancária de 1900 eles ainda se achavam abalados, mas na de 1906 — caracterizada por uma superprodução — estavam de novo com pleno controle da situação.

A nova composição de forças em 1889 permitiu uma transformação radical na política de crédito, alfandegária e de investimento. Essa reorientação do Estado se fez sentir na integração do mercado interno dependente do Rio de Janeiro, por meio da expansão dos meios de transporte (ferrovias, linhas de navegação), na integração do mercado de mão-de-obra, em decorrência da abolição da escravatura e do estímulo à imigração[5]. A oferta de mão-de-obra foi aumentada também em virtude das medidas de saneamento e da redução da mortalidade epidêmica e de doenças pulmonares, além da melhoria do abastecimento alimentar urbano, como conseqüência da substituição das plantações

5 Entre 1866 e 1870 foram construídos 1.056 Kms de linhas férreas novas, sendo o total construído no final do quadriênio de 1.801 Kms; entre 1876 e 1880 1.597 Kms; entre 1881 e 1885 3.532 Kms; entre 1886 e 1890 3.007 Kms; entre 1891 e 1895 3.030 Kms; entre 1896 e 1900 2.349 Kms; entre 1901 e 1905 1.465 Kms. O período do Encilhamento corresponde a uma fase de alta taxa de construção de ferrovias e de unificação de bitolas das ferrovias do estado de São Paulo e do Rio pelo governo federal, ligando os 456 Kms de São Paulo a Estrada de Ferro Central e através de São Paulo, os 4.404 Kms que irradiavam dessa cidade além dos 1.740 Kms da rede do sul.

GRAHAM, Richard. *Britain and the onset of modernization in Brazil 1850-1914.* Cambridge, Gt. Brit., Cambridge Univ. Press, 1968.

A população do Distrito Federal aumentou de 274.972 em 1872 para 522.651 em 1890 e 746.749 em 1900 e a de São Paulo de 27.557, para 64.939 e 239.820, respectivamente.

pelas hortas e granjas nos subúrbios e da reforma das tarifas ferroviárias. Finalmente, a migração da zona rural para a urbana aumentava a disponibilidade de mão-de-obra para a indústria.

O aumento de papel-moeda de 3,5 vezes entre 1889 e 1894 ocorreu num período de declínio da produção agrária, porém os banqueiros da praça do Rio de Janeiro julgavam que o desenvolvimento das indústrias disseminadas por uma enorme extensão do país "(. . .) obrigando o pagamento de salário a todos os trabalhadores ruraes e a operários de toda a espécie empregados na construção de estradas de ferro, melhoramento de portos, exploração de minas, fábricas e usinas, *exige hoje muito maior somma de meio circulante da qual grande parte permanece por muito tempo inactiva no interior do paíz*, retida não só pelos *próprios operários como principalmente pelos industriais e lavradores, que são forçados a ter sommas avultadas em depósito*, para acudir as suas necessidades em virtude do difficil e moroso transporte de dinheiro a tão longínquas paragens; provinha d'ahi que a *somma effectivamente em circulação é muito menor do que a totalidade da emissão*"[6].

A desvalorização da moeda e a tarifa ouro dificultavam a importação de manufaturas competitivas com a indústria nacional, mas não impediram a de equipamentos requeridos pela renovação tecnológica, sobretudo pela expansão da produção de energia elétrica. A tarifa de maio de 1890 estabelecia que 20% dos direitos alfandegários de importação seriam cobrados em ouro, e a de outubro, 100% em ouro. Em janeiro de 1891 foi revogada a taxa ouro, substituída por uma sobretaxa de 25% e, em 1892, por tarifas de 50 a 60% **ad valorem**, cobradas em papel-moeda.

Apesar dessa política alfandegária visar o aumento das rendas do Estado para fazer face às despesas públicas (acrescidas com o estabelecimento da República e expansão dos transportes) resultava de modo positivo para a indústria, cujos representantes não dispunham de poder para impor uma política favorável aos seus interesses. Por outro lado, a produção secundária era favorecida pela Lei Bancária de 1888, que ampliava o crédito para essa atividade econômica.

A política de emissões bancárias aumentou consideravelmente o nível dos meios de pagamento. Este acréscimo teve imediato efeito sobre o custo do crédito, expresso pela taxa de juros, tornando-o mais barato e estimulando as aplicações em ativos reais, produtivos, em princípio. Estas aplicações ficam evidenciadas, senão pelo Produto Interno Bruto, que se apresenta no período com taxas negativas ou levemente positivas, pela potência energética instalada, que demonstra uma mudança na fisionomia da economia no sentido de um processo de industrialização[7]. Esse processo determinou, por sua vez, a afluência ao mercado de uma série de haveres financeiros, uns de generalização recente, outros de receptividade já tradicional. No primeiro caso se enquadravam as ações e debêntures que passavam a atrair o interesse do público após as alterações na Lei das Sociedades Anônimas. No segundo, as cambiais, direitos de saque no exterior, papel corriqueiro em uma economia de exportação, e as notas promissórias, muito comuns em função do papel desempenhado pelo comércio, assim como as Letras Hipotecárias que ressurgiram com vigor em função da crise da lavoura escravista e da preocupação do Estado em minorar suas conseqüências. Apenas os Títulos da Dívida Pública diminuíram em termos de quantidade ofertada depois de haverem se tornado lastro para as emissões bancárias. A recessão na oferta destes títulos contribuiu, sem dúvida alguma, para abrir mercado para os demais ativos, porque, conforme tivemos oportunidade de ressaltar, o conservadorismo nas preferências de poupança dos grandes latifundiários levava-os sempre a investir em títulos do Governo. Retraída esta oferta, natural seria que estes investimentos se dirigissem para outras das diversas novas alternativas que se ofereciam no mercado. É evidente que esses ativos surgiram em decorrência da apropriação de ativos reais, e seu volume pode indicar o endividamento admitido pela economia.

A aceleração do processo inflacionário nesse período foi de uma taxa negativa de -16,1% a.a., em 1887 — ano que marcou o início das especulações com títulos bancários — para 84,9% a.a., em 1891, quando fervilhava o Encilhamento. Inicialmente o processo inflacionário intenso tendeu a provocar uma substituição de ativos líquidos em favor dos menos líquidos, e de ativos financeiros em geral em favor de ativos tangíveis.

Os preços do café, que se mantiveram baixos até 1908, com ligeira recuperação em 1892, 1893 e 1904, acarretavam uma redução das rendas governamentais, decorrentes na sua maioria dos impostos sobre a importação, provocando déficits orçamentários agravados pelas despesas militares com as revoltas da Armada e com as obras públicas.

---

6 GAZETILHA. *Jornal do Commercio*, Rio de Janeiro, 7 abr. 1891.

7 Em 1889, a energia elétrica em cavalos-vapor usada na indústria, no Brasil, era de 65.000 e em 1907 de 109.676.

CARONE, Edgar. *A república velha (Instituições e classes sociais)* São Paulo, DIFEL, 1970. p. 73-6.

A especulação havia deixado a Bolsa de Valores em baixa, concentrando-se em campo mais profícuo, qual seja o das operações cambiais[8]. O Relatório da Fazenda do ano anterior já denunciava esse fato e procurava buscar soluções: *"Contra as anomalias da instabilidade do câmbio, cujas oscilações em nosso paíz obedecem mais ao capricho da usura sem escrúpulos do que aos effeitos das leis economicas, o remedio decisivo é a cobrança em ouro dos direitos de consumo... até que tenhamos preparado a circulação metálica e poupado o "thesouro" ás surprezas e absurdos das fluctuações da praça, quando tem necessidade de concorrer na compra de cambiaes para as despezas no exterior. Mediante a adopção desta exigência fiscal, amenisada para o contribuinte pela suppressão dos direitos addicionaes, teremos iniciada a corrente do ouro para o nosso mercado, de modo a evitar a enormidade dos sacrifícios, que custam ao Estado as differenças de cambio"*[9].

A desorganização financeira propiciava todo tipo de operações cambiais. A mecânica deste jogo era simples: vendiam-se ou compravam-se saques no exterior sem cobertura e esperava-se a chegada das mercadorias exportáveis que forneciam os recursos necessários para as liquidações, nas datas do vencimento. Esta era uma típica especulação altista, consistindo em ganhar ou perder em direrenças de câmbio. Os primeiros sucessos dessas operações foram obtidos em setembro de 1894.

Examinando detidamente os livros de Registro Oficial de Cotações de Títulos e Valores da Bolsa, nota-se que, desde 1886, delineava-se um movimento de intensa especulação que mais tarde desembocou no Encilhamento. No período 1876-86 houve um acréscimo de 1,067% nas transações bursáteis, e de 231% no número de companhias com títulos cotados no pregão. Estes totalizavam 53, setorizados da seguinte forma: 16 bancos; 11 companhias de seguro; duas de fiação e tecidos; 21 de transportes e três de serviços públicos. Esta divisão se manteve em 1887 com alterações inexpressivas, ao contrário do número de transações, que sofreram um aumento de 33%.

---

8 CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio; annexo ao apresentado pelo Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1894.

9 FREIRE, Felisberto Firmino de Oliveira. *Relatorio, apresentado ao Vice-Presidente da Republica dos Estados Unidos do Brasil pelo Ministro dos Negocios da Fazenda.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1894. p. 29.

A partir de 1889 o Encilhamento eclode diretamente na Bolsa de Valores. Os três anos que se seguem são marcados por **booms** permanentes. O aumento das transações bursáteis é de 84% em 1889, de 98% em 1890, e de 45% em 1891.

No entanto, é apenas em 1890 que aumenta de fato o número de companhias com papéis negociados. Nesse ano, 114 empresas participam do movimento de títulos, assim setorizadas: 43 bancos, sete companhias de seguros, 10 de fiação e tecidos, três de alimentos e bebidas, 22 de transportes, oito de serviços públicos, duas de extração mineral, três de comércio, cinco de construção civil, uma de construção naval, três de recreação e esportes, duas de colonização, e cinco cujos setores não foram identificados.

A partir de 1892 inicia-se um acentuado declínio no movimento da Bolsa de Valores que tem seu desfecho em 1893, coincidindo com a organização da Câmara Sindical dos Corretores de Fundos Públicos. Mesmo com as medidas de saneamento no mercado de títulos promovidas pela corporação dos corretores, a Bolsa de Valores conseguiu manter um movimento de 47 transações durante o ano, o que corresponde a um aumento de 132% em relação a 1886. (Tabelas 1, 2 e 3 e Figuras 1, 2 e 3).

Se levarmos nossa preocupação no sentido de definir, até as últimas conseqüências, o real significado do Encilhamento, podemos verificar no arquivo de registro das Sociedades Anônimas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro as companhias que operavam no ano de 1891 e o seu capital realizado.

Destas empresas, grande maioria se manteve com cotação na Bolsa de Valores por muitos anos, e, até que o processo de industrialização por substituição de importações se afirmasse depois da II Guerra, eram elas que respondiam essencialmente pelo parque industrial do Brasil. Pela Figura 3, pode-se facilmente acompanhar esta afirmação, verificando que as empresas criadas entre 1890 e 1900 dominaram, durante 40 anos, a demanda por títulos.

As incorporações no início da República foram usadas inúmeras vezes para encobrir a especulação e a má fé. Entretanto, o legado da política financeira destes primeiros anos republicanos foi o de iniciar a ruptura entre a manufatura e a indústria como processos produtivos distintos. Na verdade há uma reavaliação do mercado interno a partir do momento em que as precondições — quer relativas à oferta de mão-de-obra, quer relativas ao capital — já existiam. As crises periódicas de

TABELA 1 — Movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — 1890/1893

(em quantidades)

Ano* \ Títulos	Ações	Debêntures	Letras Hipotecárias
1890	4.587	63	20
1891	4.047	2.506	17
1892	3.095	235	95
1893	1.507	180	50

* Os dados se referem a um semestre de cada ano, não tendo sido uniformes os meses levantados.

Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Livro de cotações oficiais de títulos e valores.* Rio de Janeiro, 1890-3.

TABELA 2 — Número de Companhias e Freqüência de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — 1886-93

Anos	Número de Companhias	Freqüência
1886	53	747
1887	50	995
1888	53	1.252
1889	58	2.310
1890	114	4.587
1891	61	6.670
1892	42	3.415
1893	43	1.747

Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Livro de cotações oficiais de títulos e valores.* Rio de Janeiro, 1886-93.

TABELA 3 — Freqüência de Negociações e Volume por Setor de Atividade — 1890-93

SETOR	1890				1891				1892				1893			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
Bancos	43	37,7	2.350	51,3	25	41,0	2.230	33,4	14	35,0	2.740	80,2	16	35,6	1.147	65,6
Seguros	7	6,1	50	1,1	2	3,3	10	0,1	3	7,5	15	0,5	5	11,1	30	1,7
Tecidos	10	8,9	115	2,5	5	8,2	25	0,4	3	7,5	25	0,7	5	11,1	45	2,6
Alimentos e Bebidas	3	2,6	45	0,9	2	3,3	5	0,1								
Construção Civil	5	4,3	35	0,7	5	8,2	155	2,3	2	5,0	20	0,6	3	6,7	20	1,1
Transportes	22	19,2	1.601	34,9	7	11,5	3.585	54,0	9	22,5	405	11,9	8	17,6	400	22,9
Serviços Públicos	8	7,0	100	2,2	6	9,9	585	8,7	3	7,5	155	4,5	5	11,1	80	4,5
Construção Naval	1	1,0	1	0,0	1	1,6	20	0,3	1	2,5	15	0,5				
Recreação e Esporte	3	2,6	25	0,5	1	1,6	5	0,1	1	2,5	10	0,3				
Colonização	2	1,8	85	2,0	1	1,6	10	0,1	1	2,5	5	0,1				
Extração Mineral	2	1,8	55	2,0					2	5,0	20	0,6	1	2,2	15	0,9
Agro-pecuária					3	5,0	25	0,4	1	2,5	5	0,2				
Comércio	3	2,6	10	0,2									2	4,4	10	0,6
Madeiras					1	1,6	5	0,1								
Vestuário					1	1,6	5	0,1								
Gráficas					1	1,6	5	0,1								
Setores não Identificados	5	4,4	115	2,5												
TOTAL	114	100,0	4.587	100,0	61	100,0	6.670	100,0	40	100,0	3.415	100,0	45	100,0	1.747	100,0

Nota: A = Número de negociações com títulos do setor durante um período.

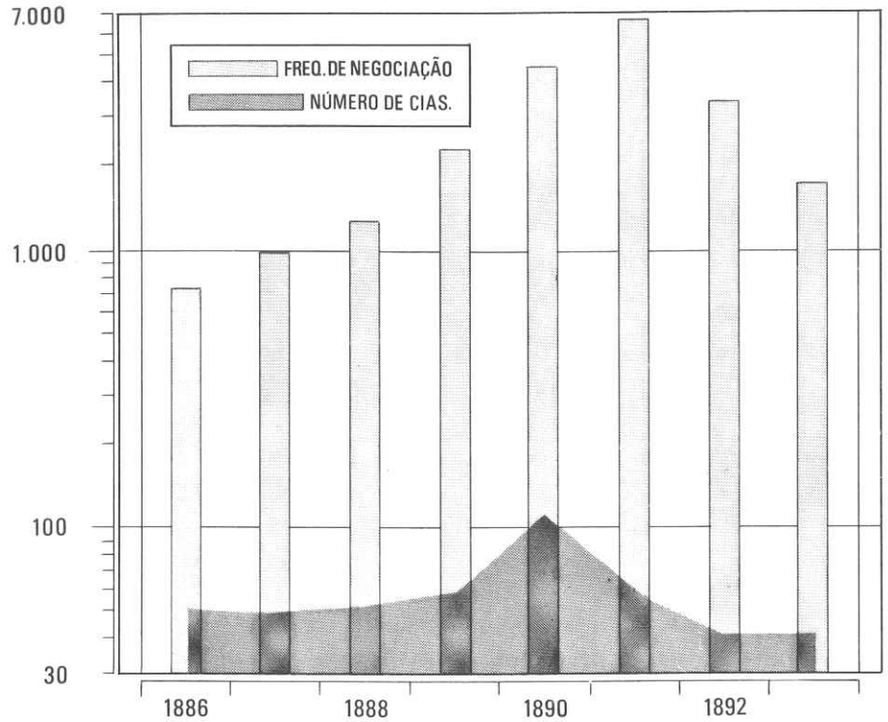
B = Participação relativa das negociações com os títulos do setor sobre o total em percentual.

C = Volume das negociações com títulos do setor em mil réis.

D = Participação relativa do volume do setor sobre o total em percentual.

Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Livro de cotações oficiais de títulos e valores.* Rio de Janeiro, 1890-3.

FIGURA 1 — Número de Companhias e Freqüência de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — 1886-93

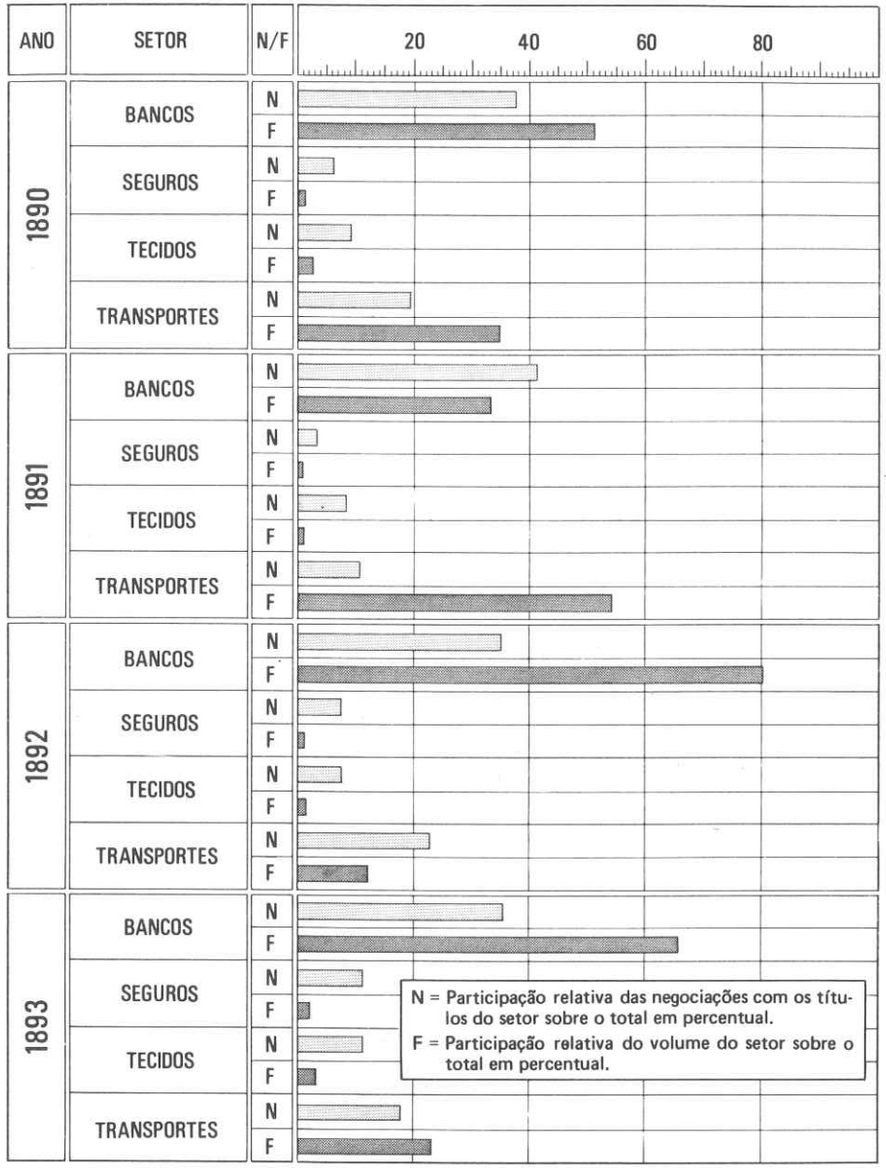


Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Livro de cotações oficiais de títulos e valores.* Rio de Janeiro, 1886-93.

1857, 1864 e 1875 e posteriormente a de 1900 provocaram sistemáticos movimentos de expansão e desapropriação através de falências das manufaturas existentes, criando as condições para uma centralização industrial às custas da conquista dos mercados servidos pelas empresas incapazes de vencer as contínuas flutuações da política financeira.

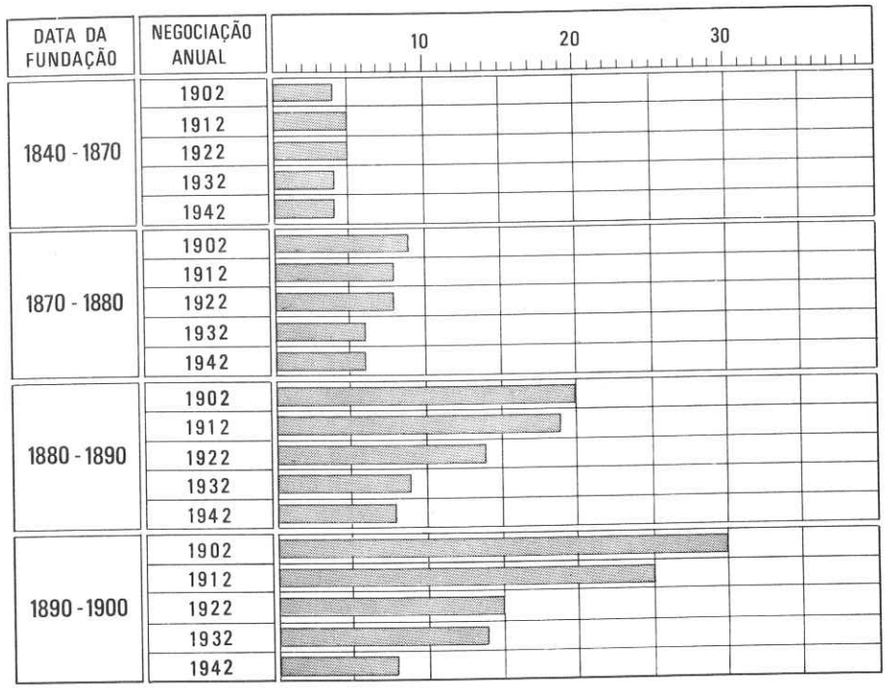
A localização industrial obedecia, em princípio, aos seguintes critérios: proximidade do mercado consumidor, da fonte de matérias-primas e dos mercados de capital. Entre 1890 e 1900 o Rio preenchia estas condições melhor que qualquer outro lugar do País.

FIGURA 2 — Freqüência de Volume e Negociação com Títulos nos Setores de Atividades, 1890-93



Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Livro de cotações oficiais de títulos e valores.* Rio de Janeiro, 1890-3.

FIGURA 3 — Número de Empresas Negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro Segundo a Data da Fundação



Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1840-1900.

A capital federal era um mercado consumidor de primeira grandeza, em decorrência da presença do aparelho administrativo, atraindo, portanto, o estabelecimento de indústrias. Para os distintos setores industriais, o acesso às matérias-primas e às máquinas necessárias à produção ocorreu através do comércio de cabotagem ou transatlântico. Em ambos os casos o Rio de Janeiro, como cidade portuária, apresentava vantagens indiscutíveis. Finalmente, o Rio tornava-se o maior centro financeiro do País, como sede do Banco do Brasil e da maior parte dos grandes bancos e da maior Bolsa de Valores[10].

[10] LEVY, Maria Bárbara. Formação de mão-de-obra no Brasil. In: SEMINÁRIO DE RECURSOS HUMANOS E DESENVOLVIMENTO, Rio de Janeiro, 1972. *Ciclo de preleções — Forum sobre recursos humanos e desenvolvimento.* Rio de Janeiro, CTP, 1972.

TABELA 4 — Alguns Indicadores Selecionados da Economia Brasileira — 1888-96

Anos	Meio de Pagamento: Total (em Cr$ mil a preços correntes)	Meio de Pagamento: Δ%	Taxa de Inflação (% ao ano)[a]	PIB (Cr$ milhões) (a preços de 1949)[a]: Total	PIB (Cr$ milhões) (a preços de 1949)[a]: Δ%	PIB *per capita* (a preços de 1970)[a]	Potência Instal. (em MW)[b]: Térmica: Total	Térmica: Δ%	Hidráulica: Total	Hidráulica: Δ%	Apólices e Obrigações Federais em Circulação[c] (em 1.000.000,00)	Saldo do Balanço Comercial (em 1:000$000)
1888	205,29	—	— 5,7	21,27	—	65,85	0,400	—		—	0,437	
1889	211,01	2,8	1,1	22,05	3,7	66,99	0,500	25,0	0,250	—	0,435	41.295
1890	297,73	41,1	27,8	22,17	0,5	66,09	1,017	103,4	0,250	—	0,539	25.145
1891	448,45	50,6	84,9	21,51	—3,0	62,77	1,017	—	0,250	—	0,537	25.411
1892	523,93	16,8	28,1	21,05	—2,1	59,98	3,034	198,3	0,375	50,0	0,542	91.215
1893	631,86	20,6	14,6	21,56	2,4	59,99	3,034	—	0,636	69,6	0,537	120.657
1894	712,36	12,7	17,1	21,02	—2,5	56,13	3,293	8,5	1,285	102,0	0,535	80.053
1895	678,07	— 4,8	10,4	20,24	—3,7	53,68	3,843	16,7	1,991	54,9	0,535	81.908
1896	712,35	5,1	12,7	18,68	—7,7	48,37	4,083	6,2	3,592	80,4	0,534	12.088

Fontes: [a]LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CONTADOR, Claudio Roberto. *Mercado de ativos financeiros no Brasil (perspectiva histórica e comportamento recente)* Rio de Janeiro, IBMEC, |s.d.|

[b]———. ———. *Apud.* VILLELA, Annibal Villanova & SUZIGAN, Wilson. *Política do governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945.* Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973.

[c]———. ———. *Apud.* FERREIRA, Edésio Fernandes. Administração da dívida pública e a política monetária no Brasil. In: SEMINARIO INTERAMERICANO DE POLÍTICA MONETÁRIA E ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA, 1., Rio de Janeiro. *Política monetária e dívida pública.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

Do ponto de vista do mercado de consumo e do trabalho, o Rio de Janeiro era incontestavelmente a maior cidade brasileira. Entre 1890 e 1900 a população aumentou 33%, passando de 522.651 para 691.565 habitantes. O então Distrito Federal era uma cidade quase três vezes maior que São Paulo, o que significa — dada a hipótese do poder aquisitivo **per capita** ser semelhante nas duas cidades — um mercado de consumo também quase três vezes mais amplo[11].

De tudo isso concluímos que coexistiam, no início do novo regime político, condições muito concretas, objetivas e capazes de alicerçar o movimento industrialista que muitos pretendem desconhecer, considerando-o fictício, especulativo e demagógico.

O Encilhamento — a especulação com títulos — foi seguido pela especulação cambial. Bem menos conhecida que a *febre de Bolsa*, suce-

[11] SINGER, Paul. *Desenvolvimento econômico e evolução urbana.* São Paulo, Ed. Nacional/USP, 1968.

deu-a quase automaticamente. Logo após o mercado haver se retraído, entre 1892 e 1893, passou a atividade especulativa a agir no mercado de câmbio. O vulto das transações era bem maior que o do Encilhamento, apesar desta atividade não ter jamais envolvido a população menos informada. Era um jogo de especialistas, especuladores que de fato conheciam o mercado no qual atuavam. A especulação cambial foi, por esta razão, muito mais sofisticada que o Encilhamento e mais desconhecida para o historiador (vide Tabela 5).

TABELA 5 – Volume de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – 1894/1911

Anos	Títulos Cambiais	Títulos da Dívida Pública	Ações, Debêntures e Letras Hipotecárias
1894	621.430	38.325	57.793
1895	423.300	54.989	30.732
1896	28.809	48.797	31.266
1897	88.121	39.910	30.762
1898	185.297	50.303	32.078
1899	247.741	48.489	35.086
1900	615.036	31.887	20.434
1901	527.102	60.744	24.012
1902	381.018	62.347	31.202
1903	174.692	77.700	30.326
1904	102.907	74.462	27.027
1905	286.444	86.001	31.715
1906	192.781	59.581	26.291
1907	99.567	56.618	34.334
1908	79.130	60.576	32.948
1909	71.802	43.570	36.355
1910	70.928	49.589	59.626
1911	7.447	76.883	70.361

Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* |no prelo| *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1894-1911.

Para se ter uma idéia do volume de especulações, basta lembrar que nas épocas normais de safra, em que havia letras sobre as praças estrangeiras em abundância, tempo em que o comércio se abastecia de cambiais para cobrir seus compromissos no estrangeiro, a soma mensal de saques regulava entre £ 1.500.000, que, distribuídos por 25 dias úteis, dariam uma média de £ 60.000. Porém, quando a especulação

começou a assumir proporções consideráveis, só no período de 3 a 7 de abril de 1893 foram negociadas £ 250.000 em cambiais por dia. Esta atividade provocou imediata queda na cotação da moeda nacional. A relação de causa e efeito entre esses dois elementos – circulação e cotação – nem sempre foi percebida, levantando-se uma série de argumentos que contribuíram para desviar a discussão do ponto central, que era a inflação – decorrente do aumento de velocidade da circulação dos meios de pagamento, em virtude da especulação e da conseqüente desvalorização da moeda.

Mesmo que se avente que esta quantia desmesurada de libras transacionadas poderia originar-se do registro duplo de operações, por deficiência ou obscuridade das notas dos corretores, ainda assim a diferença era surpreendente.

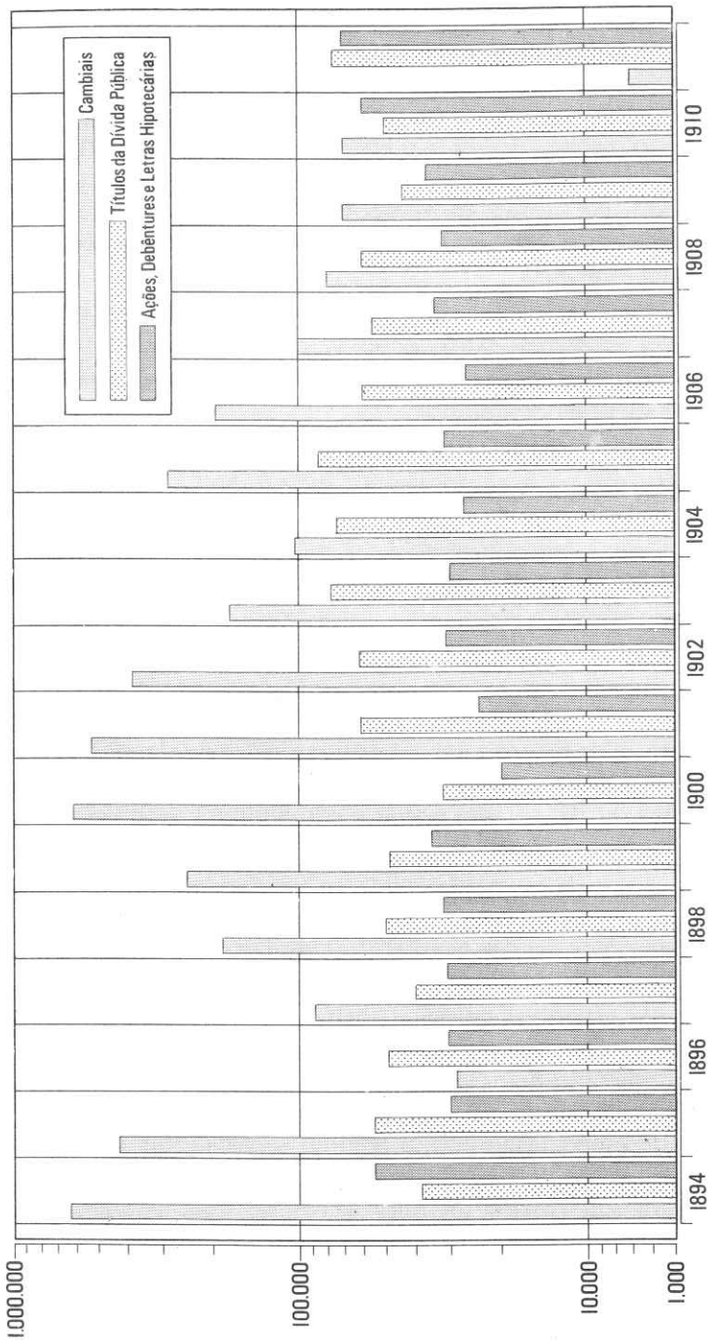
Procurar a justificativa na insuficiência de venda de café nesta época choca-se com o fato de que, tendo a Baía de Guanabara passado seis meses fechada, em função da Revolta da Armada, a importação também sofreu idêntica retração por intercepção dos transportes, ficando também reduzidas as necessidades do comércio de demanda de cambiais[1 2].

Outra alegação plausível seria pensar que o Governo, para satisfazer seus compromissos com o exterior, tivesse entrado como concorrente tomador de cambiais. No entanto, o Governo, para atender às despesas com a sufocação da revolta no Rio de Janeiro e no Sul, procurou cambiais, e a praça não se ressentiu, mantendo-se o câmbio superior à taxa de 10½d., sem gravar o comércio.

A origem da baixa cambial só pode residir no fato de terem sido realizadas vendas de cambiais a descoberto, em volume considerável, antes da safra. Os tomadores desses papéis passaram a atuar no sentido de forçar a baixa do câmbio. No momento da liquidação dos compromissos, aqueles que haviam vendido cambiais sem de fato possuí-las, foram forçados a comprá-las no mercado a preços mais elevados do que aqueles aos quais haviam fechado as operações. A procura ostensiva de cambiais no mercado pelos vendedores a descoberto concorreu substancialmente para a baixa do câmbio, promovendo um encadeamento progressivo de especulação com a gradual elevação das somas em jogo.

[1 2] Durante a Revolta da Armada, a Camara Syndical dos Corretores viu-se na contingência de procurar local mais garantido contra os projéteis que eram lançados sobre a parte comercial da cidade. Para continuar operando regularmente, a Bolsa de Valores aceitou funcionar no salão do Banco Paris e Rio. Como resultado do manifesto dos revoltosos, o prazo do crédito se retraiu. O câmbio, que fechara no dia 5 de setembro de 1893 à taxa de 12 1/8, abriu frouxo a 11 1/2 no dia 6, baixando a 10 3/4 no dia 9, primeiro dia útil após aquele.

FIGURA 4 — Volume de Negociações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — 1894-1911



Fonte: LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* [no prelo] *Apud.* CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1894-1911.

A especulação se baseava nas possíveis variações no curso do câmbio, cujo ganho incerto resultava de contingências que o impulsionasse quer para alta quer para baixa. Alguns especuladores manobravam no sentido de provocar a variação para alta, dando um crédito fictício aos valores, outros, interessados na baixa, provocavam o descrédito, numa luta acirrada no mercado de câmbio.

A conversibilidade continuava sendo o objetivo cada vez mais distante dos Ministros da Fazenda do Brasil. Joaquim Murtinho faria da conversibilidade o centro de sua política econômica. Torna-se por isso importante esclarecer os argumentos em que se baseava essa ortodoxia monetária para compreendermos seu reflexo no sistema bancário.

3. A ATIVIDADE MANUFATUREIRA E INDUSTRIAL DURANTE O ENCILHAMENTO

Podemos concluir, com base no que já foi dito, que as condições de crédito, de câmbio, de política alfandegária, de transportes, de crescimento da população e de abastecimento da cidade favoreceram a expansão do setor secundário da economia urbana e a transição da manufatura para a indústria. Aproximadamente metade das empresas que figuram no primeiro censo industrial moderno do Brasil — o de 1907 — se estabeleceram entre 1889 e 1907 e sobreviveram, em 1891, à crise do Encilhamento.

O crédito dirigido à indústria serviu de preferência à fundação de novas fábricas, sendo que a maioria das já instaladas em 1889 se descapitalizou. Nesses anos de acentuada inflação houve um desequilíbrio entre o aumento de capital investido e o da produção, possivelmente por falta de capital de giro.

Apesar das dificuldades de importação, muitas fábricas obtiveram créditos e compraram no exterior a maquinaria e equipamento necessários, mesmo no período de maior inflação (1888-94).

As principais fontes relativas à produção secundária do Rio de Janeiro nesse período são os relatórios da exposição realizada em 11 de dezembro de 1888, no Campo de Marte, (preparatória da Exposição Universal de Paris realizada em 1889); da Exposição de 1895; da Segunda Feira Anual de 1919; o Censo Industrial de 1907, promovido pelo Distrito Federal com o apoio do Centro Industrial do Brasil; as estatísticas de 1909 e de 1911, elaboradas pelo Centro Industrial do Brasil e a de 1920, realizada pelo Governo Federal. Finalmente, os relatórios da Camara Syndical dos Corretores, os livros de atas das Assembléias de Acionistas, da Diretoria, e do Conselho Fiscal de várias

empresas também foram consultados para a análise da indústria nesse período[13].

13

a RIO DE JANEIRO, Exposição Nacional, 1908. *Noticia sobre o desenvolvimento da industria fabril no Districto Federal e sua situação actual.* Milano, Typ. de Treves, 1908.

Contém o Relatório da Exposição de 1888.

b BRASIL. Ministerio da Industria, Viação e Obras Publicas. *Relatorio do Ministerio da Industria, Viação e Obras Publicas.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1896.

Contém o Relatório da Exposição de 1895.

c BOLETIM COMEMORATIVO DA EXPOSIÇÃO NACIONAL DE 1908. Rio de Janeiro, Directoria Geral de Estatística, 1908.

Contém a estatística de 1907.

d CENTRO INDUSTRIAL DO BRASIL. *O Brasil e suas riquezas naturais e suas industrias;* industria de transportes e fabril. Rio de Janeiro, Officinas Graphicas M. Orosco, 1909.

Contém a estatística de 1909.

Centro Industrial do Brasil, antiga Sociedade Auxiliadora da Industria Nacional, Grêmio fundado em 1820.

e ———. *Estatística da industria fabril nacional em 1911;* cálculos baseados na arrecadação do imposto de consumo. Rio de Janeiro, Officinas Graphicas da Sociedade Anonima Progresso, 1913.

f FEIRA ANUAL DO DISTRITO FEDERAL, 2ª, Rio de Janeiro, 1919. *Livro da Feira.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1922.

g BRASIL. Ministerio da Agricultura e Industria. Directoria Geral de Estatística. *Recenseamento do Rio de Janeiro realizado em 1 de setembro de 1920.* Rio de Janeiro, Typ. da Estatística, 1927. v. 5, part. 1.

Contém o Censo Industrial de 1907.

h CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio, annexo ao apresentado pelo Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1899.

i ———. *Relatorio, apresentado ao Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1905.

j COMPANHIA CERVEJARIA BRAHMA. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Cervejaria Brahma.* |mss.|

k ———. *Livros de Actas das Reuniões da Directoria com o Conselho Fiscal da Companhia Cervejaria Brahma.* |mss.|

l COMPANHIA PROGRESSO INDUSTRIAL DO BRASIL. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Progresso Industrial do Brasil.* |mss.|

m COMPANHIA FIAÇÃO E TECIDOS PAU GRANDE. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Fiação e Tecidos Pau Grande.* |mss.|

Atual América Fabril.

n COMPANHIA INDUSTRIAL DE SABÃO E VELAS. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Industrial de Sabão e Velas.* |mss.|

Antiga Luz Stearica, atual Moinho da Luz.

A participação da indústria na Exposição de 11 de dezembro de 1888 no Rio de Janeiro foi muito inexpressiva, tendo comparecido apenas 51 fábricas. Os ramos mais numerosos eram: o de bebidas e alimentos (11 unidades), o de produtos de fumo (7 unidades), o de móveis de madeira (6 unidades), o de produtos químicos (5 unidades), o de artefatos de couro (4 unidades), o de tintas de escrever (3 unidades), o de fundições e máquinas (2 unidades) e o de louça de barro (2 unidades). Essa Exposição não refletia uma retração real da indústria, como se pode observar pelos dados do Almanack, mas apenas uma perturbação da vida do País, decorrente da Abolição da Escravatura, que dificultou o uso dos transportes, criou incerteza e prejudicou a participação das indústrias.

O Relatório da Camara Syndical dos Corretores de Fundos Públicos da Capital Federal inclui um levantamento das companhias e sociedades anônimas no auge da crise do Encilhamento, em 1891. Das 1.395 companhias e sociedades anônimas existentes no Rio de Janeiro, a Camara Syndical conseguiu apurar o capital de 717 delas, no valor de 2.031.933:756$000, correspondente ao capital social de 3.984.663:456$000. Não obteve informações sobre a parte realizada do capital social de 222 companhias, que atingia a quantia de 646.959:500$000.

As companhias de fiação e tecidos correspondiam a 10 empresas com 40.308:500$000 de capital social realizado, sendo 36 o número total do Brasil com um capital de 48.158:000$000. O capital realizado destas 10 empresas representava 1,09% do total das 717 companhias estudadas pela Camara Syndical. (Não havia fábricas de fiação e tecidos entre as 222 companhias de capital realizado desconhecido.) As fábricas eram as seguintes: Fiação e Tecidos Aliança; América Fabril; Carioca; Fiação e Tecidos Confiança Industrial; Fiação e Tecidos Corcovado; Jardim Botânico; Companhia Progresso Industrial do Brasil; Rink; Fiação e Tecidos Rio de Janeiro; União Industrial São Sebastião, compreendendo as fábricas São Cristovão e São João Bonfim; São Lazaro e São Felix. A Jardim Botânico não foi considerada (vide Apêndice) porque não chegou a realizar capital, e a São Felix era de camisas de meia.

Os 134 bancos e casas bancárias, absorviam 43% do capital realizado das 717 companhias apresentadas na Tabela 6.

Essa extraordinária expansão estava vinculada às políticas de crédito e emissões mais amplas. Em maio de 1888 o capital das

sociedades anônimas da cidade do Rio de Janeiro era de 411.000:000$000, dos quais 118.500:000$000 pertenciam aos bancos, o equivalente a 28% do total. De maio de 1888 a novembro de 1889 o capital das novas empresas elevava-se a 403.000:000$000, dos quais 324.000:000$000 pertenciam aos bancos. Em 1890 o capital total dos bancos era de 828.150:000$000, 42% do total das sociedades anônimas e em 1891 representava 43%.

TABELA 6 – Sociedades Anônimas e Companhias da Capital Federal em 1891

Designação	Número de Companhias	Valor do Capital Social	Valor do Capital Realizado	Número de Companhias	Valor do Capital Social	Companhias que falta Conhecer o Capital Social	Número de Filiais e Agências de Bancos e Companhias Estrangeiras	Número total de Bancos e Companhias no Quadro
Bancos e casas Bancárias	134	1.593.200:000$	875.285:000$	34	115.586:000$	51	8	227
Companhias de Navegação	23	92.051:356$	68.191:656$	1	5.000:000$	15	16	55
Companhias de Seguros	26	50.600:000$	8.610:000$	3	4.900:000$	10	32	71
Companhias de Engenhos Centrais	16	17.350:000$	11.851:000$	4	2.800:000$	17	–	37
Companhias de Carris	39	91.390:000$	65.175:000$	6	8.050:000$	6	–	51
Companhias de Estradas de Ferro	43	771.743:600$	294.167:100$	4	66.000:000$	13	4	64
Companhias de Fiação e Tecidos	10	40.308:500$	40.308:500$	–	–	16	–	26
Companhias diversas	426	1.328.020:000$	668.345:500$	168	444.023:500$	270	–	864
Soma	717	3.984.663:456$	2.031.933:756$	220	646.959:500$	398	60	1.395

Fonte: CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio, apresentado ao Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1905.

A partir de 1894 foram adotadas medidas de contenção para reduzir os déficits orçamentários decorrentes dos gastos excepcionais com as forças militares, da queda da receita dos impostos sobre a importação, agravada pelo declínio do preço do café em 1896. Em fins desse ano, o Governo tirou dos bancos o direito de emissão, que passou a ser monopólio do Estado; o Tesouro encampou as notas bancárias em circulação e determinou a conversibilidade total.

Em 1898 o Governo se encontrava com um déficit orçamentário elevado, em conseqüência do preço do café continuar desfavorável no mercado internacional, do aumento de despesa militar e do crescente serviço da dívida externa, que se elevou de 53% nos 10 primeiros anos da República, atingindo 53,2% das despesas do Governo Federal nesse ano. Como a renda dos cafeicultores era alta, estimulava a extensão da

lavoura e a superprodução, agravando o círculo vicioso dos preços baixos externos e da queda da principal renda do Governo, a dos Impostos de Importação[14].

As fábricas de tecidos usavam em larga escala matéria-prima nacional, enquanto que as de móveis usavam-na exclusivamente. As últimas mandavam vir madeira de São João da Barra, no Estado do Rio. As fábricas de chapéus e de calçados continuavam importando do estrangeiro lã cardada, pêlos, peles, carneiras, fitas, cordéis, elásticos, drogas de tinturaria e couros curtidos, o que as colocava em situação de inferioridade face à concorrência de produtos britânicos congêneres.

O Relatório da Exposição continha um levantamento mais detalhado da indústria de tecidos e fiação no Estado do Rio de Janeiro e no Distrito Federal.

As empresas Fiação Tecelagem e Tinturaria Aliança, Companhia Progresso Industrial do Brasil, América Fabril (Fábrica Cruzeiro), Companhia de Fiação e Tecidos Corcovado, Companhia União Industrial (Seção Meias), Fábrica São Felix, Fábrica São Lázaro, Fábrica de Tecidos Rink, Companhia de Tecidos de Seda Brasileira, Companhia União Industrial São Sebastião (Seção Rendas), Companhia União Industrial São Sebastião (Fábrica São João), Companhia União Industrial São Sebastião (Fábrica Bonfim), Companhia União Industrial São Sebastião (Fábrica São Cristovão), Companhia de Fiação e Tecidos Confiança Industrial estavam localizadas na cidade do Rio de Janeiro.

A capital federal possuía 14 indústrias de tecidos, enquanto o resto do País 55, das quais 10 ficavam no Estado do Rio de Janeiro e serviam ao mercado de capital. O Nordeste contava com apenas 20 indústrias, tendo perdido o predomínio que antes desfrutava.

Somente dados relativos ao capital de três das 14 indústrias (19.000:000$000) são disponíveis, o que não permite termos uma idéia do investimento nesse setor.

14

a HASENBALG, Carlos A. et alii. *O setor financeiro no Brasil, aspectos historicos.* Rio de Janeiro, Instituto Universitário de Pesquisa do Rio de Janeiro, 1970. p. 13.

b LEVY, Maria Bárbara. *Os bancos comerciais no Brasil;* estudo preliminar. Rio de Janeiro, IBMEC, 1972. p. 44-5. mimeo.

c VILLELA, Annibal Villanova & SUZIGAN, Wilson. *Política do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945.* Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973. p. 33.

A produção aumentou consideravelmente, mais de 11 vezes entre 1881 e 1895. No primeiro ano citado chegou a 4.500.000m de tecidos de algodão por ano, no segundo atingia 46.240.720m, não se levando em conta a produção de duas fábricas que não forneceram esse dado no inquérito feito na oportunidade da Exposição, e uma que produzia somente meias.

O número de operários que em 1881 chegou a 530, passou a 5.435, excluindo duas fábricas que não enviaram informações, e o número de fábricas aumentou de quatro para 14.

A média de operários por fábrica elevou-se de 132 para 388. A quantidade de teares aumentou de 1.181 em 1881 para 4.706 em 1895, faltando apenas dados relativos a três unidades nesse último ano. Das quatro fábricas de 1881 — Santa Rita, São Lázaro, Rink e Aliança — persistiram a de São Lázaro, Rink e Aliança, que datavam de 1878, 1879 e 1880, respectivamente.

Não conhecemos a data da inauguração de três das 14 fábricas de 1895, mas sabemos que eram posteriores a 1881. Quanto às demais, duas foram abertas em 1887, uma em 1889, três em 1893 e uma em 1895, portanto, metade era de 1887 ou de ano posterior a essa data. A expansão dessa atividade industrial se acelerou, por conseguinte, com o aumento do crédito e da população urbana, a Abolição da Escravatura, e com a inflação, que dificultava a entrada do produto estrangeiro.

A indústria de tecidos era a mais independente quanto à matéria-prima. A Companhia União Industrial São Sebastião (Fábrica São João) importava juta em fio da Índia, para produção de tecidos de juta, aniagem e canhamaço para sacos.

A seção de meias e a de rendas dessa Companhia usavam fios nacionais e estrangeiros. A Fábrica de Tecidos Rink, que trabalhava com fio de lã e tecidos para cortinas, panos mesclas, diagonais, flanelas, casimiras, além de feltro e confecções, importava a matéria-prima do Cabo da Boa Esperança. A Companhia de Tecidos de Seda Brasileira usava fio importado nos tecidos de seda, chamalotes, otomanos e crepes. Portanto, das 14 unidades apenas cinco recebiam matéria-prima do estrangeiro, três não forneceram informações e seis usavam matéria-prima nacional. Nas quatro fábricas que supriram dados, os operários nacionais superavam em grande proporção os estrangeiros, apesar do aumento de corrente imigratória.

Em 1898 o Relatório da Camara Syndical dos Corretores de Fundos Públicos da Capital Federal[15] fornecia uma lista de sociedades anônimas e companhias contendo informações sobre a data de fundação e capital realizado. Os bancos representavam o maior percentual de capital apesar da política deflacionária. Nota-se nessa descrição das sociedades anônimas e companhias uma tendência à fusão das empresas e à redução do capital.

O Banco da República do Brasil era o antigo Banco do Brasil integrado com o da República dos Estados Unidos do Brasil, que por sua vez tinha incorporado os Bancos Internacional, Nacional do Brasil e o dos Estados Unidos do Brasil.

Foi previsto que o capital inicial de 190.000:000$000 se reduziria a 100.000:000$000 e a faculdade emissora do Banco foi extinta pelo Decreto 2.406, de 6 de dezembro de 1896.

O Banco Rural Hipotecário iniciou suas operações em 1854 com um capital inicial de 8.000:000$000, sendo 6.000:000$ realizados. O capital foi ampliado para 16.000:000$000 em 1859, porém o banco continuou funcionando com 8.000:000$000 apenas. Em 1887 o capital social passou a 20.000:000$000 e o realizado a 10.000:000$ e, em 1892, este último atingia 15.000:000$000.

O Banco Comercial do Rio de Janeiro, organizado em 11 de maio de 1866, tinha um capital inicial de 12.000:000$, reduzido em 1878 por causa da crise de 1875, para 4.000:000$ e elevado sucessivamente para 5.000:000$000 em 1884, para 12.000:000$ em 1886, atingindo 20.000:000$000 em 1889.

O Banco do Comércio começou a funcionar em fevereiro de 1875 com um capital realizado de 6.000:000$, aumentado em 1889 para 20.000:000$000 e em 1895 reduzido para 16.000:000$.

O Banco da Lavoura e do Comércio, criado na época da plena inflação, em 11 de setembro de 1889, com um capital de 20.000:000$000, sofreu uma redução para 10.000:000$ em 1898, na fase de deflação da política governamental.

O Banco Nacional Brasileiro, sociedade anônima fundado em 1893, dispunha de um capital inicial de 25.000:000$, 40% do qual foi realizado, reduzido em outubro desse ano a 10.000:000$000, em janeiro de 1898 a 3.500:000$000 e em fevereiro desse ano elevado a 5.000:000$000.

[15] CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, op. cit. acima nota 13[h].

O Banco Intermediário do Rio de Janeiro, constituído em 1889 com um capital de 1.000:000$000, não alterou o seu fundo social em função da política deflacionária do Estado.

O Banco do Rio de Janeiro e Mato Grosso abriu a sua sede na capital em dezembro de 1890, com carteira comercial e industrial. Possuía um capital de 20.000:000$000, sendo apenas emitidas ações no valor de 10.000:000$000, das quais foram integralizadas 5.000:000$000 e apenas 20% dos restantes 5.000:000$000.

O Banco de Crédito Rural e Internacional, estabelecido em julho de 1890, contava com um capital de 25.000:000$000, reduzido em 1892 a 10.000:000$000; em 1893 a 8.000:000$000 e em 1898 a 5.426:000$000.

O Banco Brasileiro era uma sociedade anônima com sede no Rio de Janeiro, com um capital realizado de 8.000:000$ que absorvera do Banco Industrial.

A expansão do número de bancos e do capital de que dispunham no auge da inflação facilitou o estabelecimento das indústrias e a importação de equipamentos.

A Companhia Fiação e Tecidos Aliança que, em 1886, tinha um capital inicial de 1.600:000$000, aumentou em 1892 para 6.000:000$000 e em 1894 para 10.000:000$000, um incremento de cerca de 6,3 vezes. O capital já realizado permaneceu estacionário entre 1895 e 1898. Em 1889 contraiu um empréstimo com o antigo Banco do Brasil na importância de 2.000:000$000 dividida em 10.000 debêntures de 200$000 cada uma[16].

A Companhia de Fiação e Tecidos Pau Grande, organizada em 23 de julho de 1885 como sociedade anônima com um capital de 400:000$000, montou inicialmente uma fábrica de tecidos de algodão e lã na fazenda de Pau Grande, na raiz da serra de Petrópolis. Em 1890 já haviam sido concluídos os trabalhos de instalação da meiaria, a

---

16 De 1886 a 1887 a variação percentual do papel-moeda em circulação, tendo como índice 1822 = 100, foi de - 5,2; em 1888 foi de + 1,4; em 1889 de - 3,9; em 1890 de + 51,6; em 1891 de + 71,8; em 1892 de + 9,2; em 1893 de + 12,5; em 1894 de + 12,7.

ÓNODY, Oliver. *A inflação brasileira (1820-1953)* Rio de Janeiro |s.ed.| 1960.

montagem da fábrica de tecidos e da de correias e solas e concluído os ramais ferroviários até a estação da Raiz da Serra. O capital da empresa foi aumentado de 400:000$000 para 600:000$000 nessa oportunidade. Em julho de 1890, os bens da Companhia eram avaliados em 1.421:415$000 e, em outubro de 1891, a sociedade adotava o nome de Companhia América Fabril e adquiria a fábrica Cruzeiro do Sul por 300:000$000, estabelecida com o capital de 1.800:000$000. Essa expansão do fundo visava habilitar a sociedade a montar a fábrica Cruzeiro do Sul no Rio de Janeiro. A diretoria foi autorizada em novembro de 1892 a contrair um empréstimo por obrigações ao portador até a quantia de 1.800:000$000, destinado ao resgate do empréstimo anterior ao pagamento da dívida flutuante, à montagem da Fábrica Cruzeiro, à importação de máquinas, à construção de engenho de cana-de-açúcar e à formação de capital de giro.

Em 4 de julho de 1894 já estavam resgatadas as debêntures da dívida anterior fundada, e paga a dívida flutuante. No mês seguinte, a diretoria propunha aos acionistas a elevação do capital a 2.400:000$, em decorrência da valorização dos bens da companhia. Em 10 de dezembro de 1895, estando a Fábrica Cruzeiro, no Andaraí, concluída e em funcionamento, foi reduzido o número de ações à metade, para facilitar a realização do capital, no valor de 2.400:000$. Cinqüenta por cento do total das ações com 30% do capital realizado seriam reduzidas à metade, ficando com 60% de capital realizado e o restante das ações seria totalmente integralizado. Em 1895 foi feita uma reavaliação do ativo por causa da desvalorização da fábrica de meias e do engenho do Carmo. No entanto, esse reajuste não chegava a abalar a empresa, que continuava distribuindo dividendos, tendo lucros e constituindo dois fundos de reserva. O capital da companhia permaneceu inalterado até 1898[17].

Essa empresa obteve lucros, aumentou o capital e se expandiu graças à facilidade de empréstimos e ao declínio da concorrência.

A Companhia de Fiação e Tecidos Corcovado, fundada em 31 de outubro de 1889, com um capital de 2.400:000$, teve o seu capital integralizado elevado para 4.500:000$ em outubro de 1894 (um aumento de 1,9 vezes aproximadamente), ficando estacionário até 1898. A companhia fez um empréstimo por debêntures no valor de

---

17 COMPANHIA FIAÇÃO E TECIDOS PAU GRANDE. *Livros de Actas das Assembleas de Accionistas de 1885 a 1920.* v. 1. |mss.|

2.400:000$000 em 1892, que terminou de resgatar em janeiro de 1895, contraindo outro, nesse mesmo mês, com o Banco da República do Brasil, no valor de 2.000:000$000, a juros de 7%, ao prazo de 15 anos, tendo já amortizado 800:000$000 em 1898.

A Companhia de Fiação e Tecidos Confiança Industrial, instalada em Vila Isabel em 22 de abril de 1885, com um capital inicial de 600:000$000, resolveu elevá-lo em 14 de novembro de 1888, para 1.200:000$000; em 1891, para 2.400:000$000; em 1892, para 3.600:000$000 e em 1894, para 6.000:000$000 (capital realizado), um incremento de mil vezes. De 1894 a 1898 não houve alteração do capital. Essa companhia realizou três empréstimos por debêntures, tendo sido resgatados os dois primeiros, restando o terceiro, num total de 3.200:000$000, do qual 200:000$000 já tinham sido resgatados.

A Fábrica de Aniagem de Botafogo, estabelecida em 25 de fevereiro de 1896, manteve o capital inicial de 500:000$000, integralizado, até 1898.

A Fábrica São João, de tecidos de juta, tinha um capital de 1.200:000$000 em 1897, que nas assembléias de 1898 e 1899 foi elevado ao dobro e realizado.

A Companhia de Fiação e Tecidos São Felix fabricava fio de algodão e de outras fibras para a produção de meias. O capital inicial em 1891 era de apenas 500:000$000, tendo sido reduzido para 450:000$000 em julho de 1892 e suas ações integralizadas. Realizara um empréstimo sob forma de bônus com o Banco da República do Brasil no valor de 280:000$000, vencível em setembro de 1898.

A nova Fábrica de Tecidos Rink tinha um fundo social de 1.200:000$000, já realizado. Foi fundada em 1898, em substituição à antiga Rink que já existia em 1891.

A lista do Relatório de 1898 da Camara Syndical não incluía a Companhia Progresso Industrial do Brasil, mais conhecida como Bangu, que figurava nos quadros relativos a 1895 e 1891. Foi constituída em 1889 com um capital de 3.000:000$000, com o propósito de construir uma fábrica de chitas e morins com 1.200 teares, pelo preço de 4.100:000$000. Em 1891 decidiu-se fazer um empréstimo para concluir as obras da fábrica e remontar o engenho da Fazenda do Retiro, inaugurado em julho de 1890. Entre os acionistas da companhia em 1891, figuravam o Banco do Comércio do Rio de Janeiro, o

Nacional do Brasil, o dos Estados Unidos do Brasil, o das Classes Laboriosas, o do Brasil, o da Lavoura e do Comércio do Brasil. O empréstimo, no valor de 3.000:000$000, representado por debêntures ao portador, a juros de 7% ao ano, negociadas através dos Bancos Rural e Hipotecário e Rio e Mato Grosso. O empréstimo era no valor do capital inicial, o que dá uma idéia da facilidade de crédito que existia nessa época, para montar novas fábricas. Em 1892 constavam entre os acionistas o Banco Brasileiro e Português, o do Comércio do Rio de Janeiro, o de Crédito Real do Brasil, o da República dos Estados Unidos do Brasil.

Como pôde ser observado na Tabela 6, o setor de transportes era o mais importante, após o bancário, sobretudo na parte relativa a estradas de ferro. As de Cabo Frio, Caeté, Carangola, Leopoldina, Macaé, Campos, Maricá e Espírito Santo interessavam diretamente à capital, além dos grandes troncos de comunicação com Minas Gerais, Mato Grosso, Goiás, Espírito Santo, São Paulo e o Sul, cujos benefícios para o porto foram analisados.

Se somarmos às companhias de navegação, ferrovias e carris urbanos, podemos ter uma idéia da verdadeira revolução de transportes ocorrida no final do século XIX e início do XX. Na tabela relativa a 1891, para o Rio de Janeiro, os transportes absorviam 21% do total do capital realizado.

Merece destaque a importância adquirida pelas companhias de engenhos centrais, com 11.851:000$000 de capital. Esse setor, que estava sofrendo uma modernização, com a substituição das engenhocas pelas usinas se beneficiava, indiretamente, do declínio do café na área do Rio de Janeiro.

O Relatório do Ministério da Indústria, Viação e Obras Públicas, publicado em maio de 1896, versando sobre a exposição de 1895, é uma fonte bem mais completa do que o Relatório de 1888[18]. A Exposição de 1896 contou com 594 expositores, sendo 268 da capital federal e do Estado do Rio de Janeiro.

---

18 BRASIL. Ministerio da Industria, Viação e Obras Publicas, op. cit. acima nota 13b.

Destacavam-se as indústrias de tecidos (sobretudo de algodão), de móveis e de madeira; de chapéus, de calçados, de produtos químicos e farmacêuticos, de alimentos e bebidas (fábricas de cerveja Babylonia; de massas (de farinha, Moinho Ingles); de óleos; de vinhos, licores, aguardente; xaropes, vinagres, de torrefação de café; de refinaria de açúcar), de fumo, de fósforos, de papelão, de máquinas, de lapidação de vidro, de materiais de construção (olarias, caieiras, cimento hidráulico), 13 fundições de latão, cobre, ferro e folha de flandres, serralherias, forjas, estaleiros.

Em março de 1893 foi criada a fábrica de tecidos Bangu. Os Bancos Internacional do Brasil e Rural e Hipotecário lançaram as ações dessa companhia, as quais foram todas subscritas. Posteriormente, esses bancos obtiveram empréstimo para capital de giro da nova companhia com o Banco da República do Brasil.

Nesse ano, eram acionistas os Bancos Auxiliar, Brasileiro-Português, Comércio do Rio de Janeiro, Crédito Real do Brasil e Intermediário do Rio de Janeiro. Essa facilidade de financiamento ocorria, apesar da Revolta da Armada e do estoque de mercadorias estrangeiras terem prejudicado as vendas de tecidos da Bangu em 1893. Em 1894 a Bangu estendia as suas operações até a Bahia, Pará e Porto Alegre, apresentando saldo no balanço. Em 1896, apesar da fábrica não estar produzindo com toda a sua capacidade, tinha dado lucro e satisfeito juros e amortizações dos três empréstimos realizados com o Banco da República do Brasil, Banco Rural e Hipotecário e Banco da República. Em 1895 houve saldo negativo em conseqüência da desvalorização dos tecidos inventariados do estoque existente em 31 de dezembro de 1894.

Em 1897 já não existiam estoques, tendo sido saldada a dívida com o Banco Rural e Hipotecário. O valor das vendas diminuíram de 7.038:419$260 em 1897 para 5.361:941$680 em 1898, em decorrência das esperanças de melhoria do câmbio, o que se confirmou em 1899, quando as vendas se restabeleceram. Nesse ano o capital foi aumentado para 6.000:000$, dividido em 30 mil ações integralizadas[19].

Apesar das dificuldades de importação de máquinas e equipamentos, da Revolta da Armada e do receio da valorização da moeda em 1898, os fatores favoráveis à industrialização permitiram uma grande expansão e a transição da manufatura para a indústria. A análise dos

---

19

a COMPANHIA PROGRESSO INDUSTRIAL DO BRASIL. *Relatorio da Companhia Progresso Industrial do Brasil da Directoria às Assembleas Gerais de Accionistas.* Rio de Janeiro, Typ. Perseverança, 1890.

Arquivo da Fábrica Bangu.

b ——. ——. Rio de Janeiro, Typ. M. Maximino, 1891-7.

c ——. ——. Rio de Janeiro, Typ. H. Ribeiro, 1895.

d ——. ——. Rio de Janeiro, Typ. M. Maximino, 1897.

e ——. ——. Rio de Janeiro, Typ. Altino, 1898-9.

levantamentos de indústrias de fiação e tecidos de 1891, 1895 e 1898 mostram que essas empresas subsistiram à crise de 1891 e se expandiram. Já observamos anteriormente o crescimento do número de indústrias de tecidos de quatro para 14 e da produção de 11 vezes entre 1881 e 1895.

Em 1891 havia uma lista de 11 empresas e, em 1895, de 14. Da primeira constava a Fábrica Jardim Botânico, que não chegou a se formar. A Fábrica Carioca desapareceu no intervalo entre as duas datas e, em 1895, surgiu uma outra indústria — a Companhia de Tecidos de Seda. A lista de 1898 é menos completa, contendo oito unidades, inclusive a Fábrica de Aniagem de Botafogo, fundada em 1896, mas pode-se acrescentar a Companhia Progresso Industrial ou Bangu, havendo, portanto, oito fábricas que figuravam em 1891, 1895 e 1898. As principais empresas — Aliança, América Fabril, Companhia Fiação e Tecidos Corcovado, Companhia Fiação e Tecidos Confiança Industrial, Rink, Companhia Progresso Industrial (Bangu) — permaneceram e se expandiram. Esses dados podem ser comparados com a Tabela 7 mostrando a importância do Rio de Janeiro no conjunto do Brasil.

A União Industrial São Sebastião figurava em 1891 com quatro unidades (São João, São Cristovão, Bonfim e a própria sede) em 1895 com cinco (as três já mencionadas, a seção de rendas e a de meias) e em 1898 com uma (São João). No entanto, a fábrica Bonfim continuou operando, tendo sido adquirida pela América Fabril em 1903. A Fábrica Carioca, que figurava em 1891, também continuou a funcionar, tendo sido comprada pela América Fabril em 1911. As Companhias São Lázaro e de Tecidos de Seda desapareceram.

Em 1898 o capital investido nas oito companhias mencionadas pela Camara Syndical, excluindo a de Aniagem de Botafogo (fundada em 1896), era de 32.950:000$, e em 1891 o capital dessas companhias era de 13.120:000$. Em 1895, o capital de sete empresas (São João, Confiança Industrial, América Fabril, Aliança, Progresso Industrial, Corcovado e São Felix) era de 27.550:000$, excluída a Rink, que não forneceu esse dado e, em 1891, o capital dessas mesmas companhias era de 11.920:000$. Houve, portanto, um aumento de capital substancial, sobretudo entre 1891 e 1894. O número de empresas se reduziu aparentemente no setor pioneiro de fiação e tecidos: de 11 em 1891 para oito em 1898, segundo as listas da Camara Syndical; porém, a do último ano não incluía três fábricas. O capital da maioria dessas empresas permaneceu estacionário entre 1894/95 e em 1898, sendo as únicas exceções as fábricas São João e Bangu. Se considerarmos que o

aumento do papel-moeda emitido foi de 3,5 vezes entre 1889 e 1894, somente as Companhias Fiação e Tecidos Aliança, Fiação e Tecidos Confiança Industrial tiveram um aumento de capital superior ao das emissões.

Concluindo, parece-nos que os dados qualitativos sobre as empresas, no que se refere ao capital e mão-de-obra, demonstram que o grande número de falências predominou entre as indústrias de pequeno porte de tipo artesanal, manufatureiro e fabril. A conjuntura política, econômica, financeira e social propiciou o início da revolução industrial tardia no Rio de Janeiro, na época do colapso da economia de plantação escravagista no Estado do Rio de Janeiro.

TABELA 7 — Número de Companhias Existentes em 1891 — Brasil

Setor de Atividade	Número de Companhias	Capital Realizado
Bancos e Casas Bancárias	231	1.711:986$000
Estradas de Ferro	117	943:593$000
Serviço Público	72	533:536$000
Agropecuária	80	247:260$000
Outros		161:099$000
Indústrias	59	152:620$000
Construção Civil	29	129:870$000
Navegação	57	106:051$000
Colonização	16	87:400$000
Comércio	33	85:800$000
Mecânica	12	59:600$000
Seguros	72	56:500$000
Fiação e tecidos	36	48:158$000
Mineração	20	46:900$000
Alimentos e Bebidas	61	45:066$000
Material de Construção	35	43:850$000
Açúcar	46	35:930$000
Café	8	32:450$000

cont.

conclusão

Setor de Atividade	Número de Companhias	Capital Realizado
Couros	7	21:900$000
Vestuário e Armarinho	43	20:700$000
Gráfica e Papel	27	18:080$000
Hotel e Pensões	16	10:950$000
Publicações	13	6:980$000
Artes e Diversões	19	6:637$000
Perfumes, sabão e velas	10	6:620$000
Loterias	2	6:450$000
Ferros, ferragens e metais	17	5:900$000
Transporte Terrestre	9	4:800$000
Importadora	10	4:400$000
Fumo	6	4:200$000
Decorações	7	3:800$000
Química e Farmácia	7	3:750$000
Marcenaria	5	3:000$000
Representação	2	2:800$000
Minerais não metálicos	5	2:700$000
Cooperativas	10	2:590$000
Hospitais	5	1:850$000
Prestação de Serviço	8	1:850$000
Madeiras	7	1:270$000
Vidros e Louças	6	1:100$000
Fertilizantes	1	800$000
Turismo	2	400$000
Indústria Química	1	400$000
Borracha	2	400$000
Hortigranjeiro	3	200$000

Fonte: CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio, apresentado ao Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1905.

TECIDOS FIAÇÃO NACIONAIS, 1895 – (Estado do Rio de Janeiro e Distrito Federal)
Levantamento feito para a Exposição de 1895

Nome e Natureza do Estabelecimento	Natureza do Produto	Estado	Município	PESSOAL						Data da Inauguração	Capital	Teares	Fusos	PRODUÇÃO ANUAL			Observações
				Nacionais	Estrangeiros	Maiores	Menores	Total	Salário Médio					Quantidade	Valor	Matéria-Prima	
Cia. de Tecelagem Santa Luzia (Fábrica de sacos sem costura, aniagem e canhamaço)	Sacos trançados e sem costura, tecidos de aniagem, 3 qualidades de canhamaço.	Rio de Janeiro	Macacos	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	Importada do Estrangeiro	–
Cia. União Industrial São Sebastião (Fábrica São João)	Tecidos lisos e trançados de juta, aniagem e canhamaço; sacos para café, sal, etc.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	–	–	510	2$000	1887	1.200:000$	274	–	6.400.000 m	–	Juta da Índia, importada em fio	Situada na Rua da Alegria, bairro de São Cristovão. O trabalho, na sua maior parte, é pago por empreitada
Cia. União Industrial São Sebastião (Fábrica Bomfim)	Tecidos de algodão grosso para sacos, sacos confeccionados	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	–	–	165	–	–	–	62	–	8.039.800 sacos	–	Fio nacional preparado na própria fábrica	Situada na Ponta do Caju.
Cia. União Industrial São Sebastião (Fábrica São Cristovão)	Algodão denominado americano, brim, pano em listras, toalhas, colchas de fantasia, etc.	Rio de Janeiro	Capital Federal	202	57	177	82	250	–	1893	–	205 para algodãozinho – 30 para listrados	–	14.600 m algodão 16.420 m brim 7.300 m toalhas 2.550 m colchas	–	–	Fornece cerca de 8.000 kg de fio anualmente à seção de manufaturas de meias.
Cia. de Tecidos São Pedro de Alcantara (Fiação, tecidos e tinturaria)	Tecidos crus e grossos, tintas, riscados, mescla, trançados, "oxford" de 4 lançadeiras.	Rio de Janeiro	Petrópolis	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	Fio preparado na própria fábrica	–
Cia. de Fiação e Tecidos Confiança Industrial	Algodão para matéria-prima, tecidos denominados americanos.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	–	–	557	–	1887	6.000:000$	600	–	7.000.000 m	–	Nacional	O horário de trabalho é de 10 horas. Os operários têm Caixa de Beneficência em Vila Isabel. A Companhia possui 124 habitações para operários.
Cia. de Fiação e Tecidos Brasil Industrial	Tecidos de algodão largo para lenços e toalhas	Rio de Janeiro	Macacos	–	–	655	280	935	2$500	1870	6.000:000$	850	27.000	9.500.000 m, dos quais 468.000 toalhas	–	Nacional	Esta fábrica edificou 2 escolas, freqüentadas por 135 crianças; associação de dança e recursos de saúde.
Cia. América Fabril (fiação e tecidos)	Algodão, meio alvejado, casemiras de algodão, xadrez, lona e colchas de algodão	Rio de Janeiro	Pau Grande – Raiz da Serra – Petrópolis	–	–	450	80	530	–	–	2.400:000$	100	2.600	1.440 m	–	Nacional	Linha férrea de 1 km. A fábrica possui médico, farmácia, enfermaria, escolas de turnos diurno e noturno, 190 casas p/operários.
Cia. América Fabril (Fábrica Cruzeiro)	Algodão cru, liso e trançado	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	350	100	450	3$000	1895	–	440	9.400	5.280.000 m	–	Nacional	Situada na Rua Barão de Mesquita, bairro do Andaraí Grande – (6.700 m² de terreno)
Cia. Petropolitana (Fábrica de fiação, tecidos, tinturaria)	Algodão cru, liso, largo, trançado, mescla e azul, morins, cretones, riscados, casimira de algodão, "oxford", etc.	Rio de Janeiro	Petrópolis	–	–	–	–	1.470	3$000	1872	–	920	26.500	6.400.000 m	3.200:000$	–	Esta fábrica e outra da mesma Companhia, foi fundada em 1885 e tem farmácia, escola, armazém, Caixa Beneficente, banda, corpo de bombeiros e capela.
Fábrica de Fiação, Tecelagem e Tinturaria Aliança	Algodão em ramo, meadas e fios; morins de 10 qualidades; fustões; "oxford"; brins, e mescla.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	1.177	448	1.625	–	1880	10.000:000$	334 fiação 914 tecidos	7.866 fiação 46.986 para torcer	8.220.000 m	–	Nacional	Situada em Laranjeiras, a fábrica dispõe de 2 escolas.
Cia. Progresso Industrial do Brasil (fábrica de fiação, tecelagem, tinturaria, branqueamento, estamparia)	Algodão "americanom", morins, chitas de variados padrões.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	700	800	1.000	–	1893	3.000:000$	1.221	–	3.600.000 m	2.033:000$	–	A Companhia a que pertence a fábrica foi organizada em 1889 pelo Banco Hypothecário e possui área de 20.300 m², 95 casas, todos os meios de socorro; situada em Bangu.

cont.

conclusão

Nome e Natureza do Estabelecimento	Natureza do Produto	Estado	Município	PESSOAL						Data da Inauguração
				Nacionais	Estrangeiros	Maiores	Menores	Total	Salário Médio	
Cia. Manufatora Fluminense (Fiação e Tecelagem)	Algodão, morins não alvejados e bem acabados.	Rio de Janeiro	Niterói	–	–	–	–	–	–	–
Cia. de Fiação e de Tecidos Corcovado	Tecidos meio alvejados, fantasia, tintas, trançados e fios.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	416	64	480	–	1889
Cia. União Industrial São Sebastião (seção meias)	Meias cruas, brancas e de cores, para os 2 sexos, e todas idades; camisas de meia brancas e de cores	Rio de Janeiro	Capital Federal	107	21	94	34	128	2$500	–
Cia. América Fabril (Fábrica Rio Grande – fiação e meias)	Meias, camisas de cores para os 2 sexos, toalhas, tecidos de meia	Rio de Janeiro	Estrela	–	–	–	–	–	–	–
Cia. Manufatureira Linha Estrela	Linhas	Rio de Janeiro	Serra Petrópolis	–	–	–	–	–	–	–
Fábrica São Felix	Camisas de meia brancas e de cores, algodão natural, fios sortidos.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	–	–	–	–	1891
Cia. São Lázaro (Fiação e Tecidos)	Meias, camisas de meia, algodão e lã de várias cores.	Rio de Janeiro	Capital Federal	–	–	–	–	–	–	1878
Cia. Petrópolis Fabril	Variado sortimento de linhas de diversos ramos, brancas e de cores – várias numerações.	Rio de Janeiro	Petrópolis	–	–	140	60	200	3$000	1893
Fábrica de Tecidos do Rink (fiação e tecelagem de lã)	Lã, tecidos para cortinas, panos mescla, diagonais, flanelas, casimiras, confecções diversas, feltro.	Rio de Janeiro	Capital Federal	125	25	130	20	150	3$000	1879
Fábrica de Tecidos de Lã Aurora	Casimiras, sarjas, flanelas de diversos padrões.	Rio de Janeiro	Niterói	–	–	–	–	–	–	1875
Cia. Metropolitana (Fábrica de Seda)	Grande variedade, diversos padrões, armezim, "surah", "faille"	Rio de Janeiro	Petrópolis	–	–	–	–	72	–	1893
Cia. de Tecidos de Seda Brasileira	Vários tecidos de seda, gorgorões, "chamalottes", "ottomanos", crepes, etc.	Rio de Janeiro	Distrito Federal – Estação da Piedade	–	–	–	–	40	2$500	1893
Cia. União Industrial São Sebastião (Seção de Rendas)	Sortimento de rendas, imitação de "guipures", ponto de Veneza, Bruxelas, filó, etc.	Rio de Janeiro	Capital Federal	30	10	40	40	80	3$000	–

Capital	Teares	Fusos	PRODUÇÃO ANUAL			Observações
			Quantidade	Valor	Matéria-Prima	
–	–	–	–	–	–	–
4.500:000$	500	11.572	7.000.000 m	–	Nacional	Situada na Rua Jardim Botânico, área de 16.604 m². Construindo vila de 24 casas, quase acabadas.
–	–	–	55.000 dúzias	–	Fio nacional e estrangeiro	Possui área de 1.354 m² motor de 30 cavalos; situada na Rua Fonseca Teles.
–	–	–	75.000 dúzias	–	Exclusivamente nacional	Possui maquinismo aperfeiçoado para confecção de camisas.
–	–	–	–	–	–	–
4.500:000$	–	–	–	–	–	–
–	–	–	–	–	–	Situada na praia de São Cristovão
–	–	8.882	7.460.000 kg	–	–	–
–	40	408	30.000 m	–	Importada do Cabo da Boa Esperança	Situada na Rua do Centro. Possui 5 grupos de maquinismos, denominados "self-actor" destinados à fiação de lã; 7 máquinas de fulagem; 4 caldeiras e tinturaria. Seu motor é de força de 160 cavalos.
–	10	–	–	–	Importada	–
–	46	–	220 m	–	Fio importado da França e da Itália	Esta fábrica trabalha com 5 máquinas "Jacquard" e o seu consumo anual é de 2.000 kg.
–	25	–	33.000 m	–	Fio importado	–
–	15	–	7.200 m	–	–	Esta fábrica está situada na Rua Francisco Eugênio e ocupa uma área de 1.617 m². Consome cerca de 200 kg do fio nacional e estrangeiro.

Fonte: BRASIL. Ministro da Industria, Viação e Obras Publicas. *Relatorio do Ministerio da Industria, Viação e Obras Publicas.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1896.

BOLETIM COMEMORATIVO DA EXPOSIÇÃO NACIONAL DE 1908. Rio de Janeiro, Directoria Geral de Estatística, 1908.

Contém a estatística de 1907.

|BORGES, Thomaz Pompeu Accioly| A conjuntura no Brasil desde 1822; estudos especiais. *Conjuntura Econômica,* Rio de Janeiro, FGV, *2*(4):19-27, abr. 1948.

BRASIL. Ministerio da Agricultura e Industria. Directoria Geral de Estatística. *Recenseamento do Rio de Janeiro realizado em 1 de setembro de 1920.* Rio de Janeiro, Typ. da Estatística, 1927. v. 5, part. 1.

BRASIL. Ministerio da Industria, Viação e Obras Publicas. *Relatorio do Ministerio da Industria, Viação e Obras Publicas.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1896.

Contém o Relatório da Exposição de 1895.

CALÓGERAS, João Pandiá. *Formação histórica do Brasil.* Rio de Janeiro, P. Mello, 1930.

———. *La politique monétaire du Brésil.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1910.

CAMARA SYNDICAL DOS CORRETORES DE FUNDOS PUBLICOS DA CAPITAL FEDERAL, Rio de Janeiro. *Relatorio, annexo ao apresentado pelo Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1894.

———. *Relatorio, annexo ao apresentado pelo Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1899.

———. *Relatorio, apresentado ao Ministro de Estado dos Negocios da Fazenda por José Claudio da Silva presidente da Camara Syndical.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1905.

CARONE, Edgar. *A república velha (Instituições e classes sociais.)* São Paulo, DIFEL, 1970.

CARVALHO, José Murilo de. A composição social dos partidos políticos imperiais. *Cadernos do Departamento de Ciência Política,* Belo Horizonte, Universidade Federal de Minas Gerais, (2):1-34, dez. 1974.

CENTRO INDUSTRIAL DO BRASIL. *O Brasil e suas riquezas naturais e suas industrias;* industria de transportes e fabril. Rio de Janeiro, Officinas Graphicas M. Orosco, 1909.

Contém a estatística de 1909.

Centro Industrial do Brasil, antiga Sociedade Auxiliadora da Industria Nacional, Grêmio fundado em 1820.

———. *Estatística da industria fabril nacional em 1911;* calculos baseados na arrecadação do imposto de consumo. Rio de Janeiro, Officinas Graphicas da Sociedade Anonima Progresso, 1913.

COMPANHIA CERVEJARIA BRAHMA. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Cervejaria Brahma.* |mss.|

———. *Livros de Actas das Reuniões da Directoria com o Conselho Fiscal da Companhia Cervejaria Brahma.* |mss.|

COMPANHIA FIAÇÃO E TECIDOS PAU GRANDE. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Fiação e Tecidos Pau Grande* |mss.|

Atual América Fabril.

———. *Livros de Actas das Assembleas de Accionistas de 1885 a 1920.* v. 1. |mss.|

COMPANHIA INDUSTRIAL DE SABÃO E VELAS. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Industrial de Sabão e Velas.* |mss.|

Antiga Luz Stearica, atual Moinho da Luz.

COMPANHIA PROGRESSO INDUSTRIAL DO BRASIL. *Livros de Actas da Assemblea de Accionistas da Companhia Progresso Industrial do Brasil.* |mss.|

———. *Relatorio da Companhia Progresso Industrial do Brasil da Directoria às Assembleas Gerais de Accionistas.* Rio de Janeiro, Typ. Perseverança, 1890.

Arquivo da Fábrica Bangu.

———. ———. Rio de Janeiro, Typ. M. Maximino, 1891-7.

———. ———. Rio de Janeiro, Typ. H. Ribeiro, 1895.

———. ———. Rio de Janeiro, Typ. M. Maximino, 1897.

——. ——. Rio de Janeiro, Typ. Altino, 1898-9.

DEANE, Phyllis. *A revolução industrial.* 2. ed. Rio de Janeiro, Zahar, 1973.

FEIRA ANUAL DO DISTRITO FEDERAL, 2ª, Rio de Janeiro, 1919. *Livro da Feira.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1922.

FREIRE, Felisberto Firmino de Oliveira. *Relatorio, apresentado ao Vice-Presidente da Republica dos Estados Unidos do Brasil pelo Ministro dos Negocios da Fazenda.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1894. p. 29.

GAZETILHA. *Jornal do Commercio,* Rio de Janeiro, 7 abr. 1891.

GRAHAM, D. H. & HOLLANDA FILHO, Sergio Buarque de. *Migration, regional and urban growth and development in Brazil: a selective analysis of the historical record 1872-1970.* São Paulo, IPE/USP, 1971.

GRAHAM, Richard. *Britain and the onset of modernization in Brazil 1850-1914.* Cambridge, Gt. Brit., Cambridge Univ. Press, 1968.

HASENBALG, Carlos A. et alii. *O setor financeiro no Brasil, aspectos históricos.* Rio de Janeiro, Instituto Universitário de Pesquisa do Rio de Janeiro, 1970. p. 13.

JAFET, Eduardo. *Fortalecimento dos mercados internos.* São Paulo |s.ed.| 1947. |Tese apresentada ao Congresso da Industria, mimeo.|

JOBIM, José. *História das indústrias no Brasil.* Rio de Janeiro, J. Olympio, 1941.

LEFF, Nathaniel. Tropical trade and development in the nineteenth century: the Brazilian case. *The Journal of Political Economy,* Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, *81*(3):678-94, May/June, 1973.

LEVY, Maria Bárbara. *Os bancos comerciais no Brasil*; estudo preliminar. Rio de Janeiro, IBMEC, 1972. p. 44-5. |mimeo.|

——. Formação de mão-de-obra no Brasil. In: SEMINÁRIO DE RECURSOS HUMANOS E DESENVOLVIMENTO, Rio de Janeiro, 1972. *Ciclo de preleções — Forum sobre recursos humanos e desenvolvimento.* Rio de Janeiro, CTP, 1972.

LIMA, Heitor. *História política econômica e industrial do Brasil.* São Paulo, Ed. Nacional, 1970. (Biblioteca pedagogica brasileira)

LUZ, Nicia Villela. *A luta pela industrialização do Brasil.* São Paulo, DIFEL, 1961.

MELLO, João Manuel Cardoso de. *O capitalismo tardio contribuição à revisão crítica da formação e desenvolvimento da economia brasileira.* Campinas, UNICAMP, 1976. |Tese de doutorado, mimeo.|

ÔNODY, Oliver. *A inflação brasileira (1820-1953)* Rio de Janeiro, |s.ed.| 1960.

RIO DE JANEIRO. Exposição Nacional, 1908. *Noticia sobre o desenvolvimento da industria fabril no Districto Federal e sua situação actual.* Milano, Typ. de Treves, 1908.

Contém o Relatório da Exposição de 1888.

SIMONSEN, Roberto. *A evolução industrial do Brasil.* São Paulo, Ed. Nacional, 1939.

SINGER, Paul. *Desenvolvimento econômico e evolução urbana.* São Paulo, Ed. Nacional/USP, 1968. p. 47.

VIEIRA, Dourival Teixeira. The industrialization of Brazil. In: SMITH, T. Lynn & MARCHANT, Alexander ed. *Brazil portrait of half a continent.* New York, The Dryden Press, 1951. p. 265-90.

VILLELA, Annibal Villanova & SUZIGAN, Wilson. *Política do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945.* Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1974.

WEECH, J. Friedrich von. *Brasiliens gegenwärtiger zustand und Colonialsystem besonders in bezug auf Landbau und Handel zunächst für auswanderer.* Hamburg, Bei Hoffman und Campe, 1828. Livro 1.

Contém estudo detalhado dos investimentos na agricultura do café e da cana-de-açúcar.

LIVRARIAS ONDE SÃO ENCONTRADOS TRABALHOS EDITADOS PELO IBMEC

RIO DE JANEIRO

LIVRARIA M. A. TEIXEIRA DE FREITAS (FGV)
Av. Graça Aranha, 26

LIVRARIA CARNEIRO FELIPE (FGV)
Praia de Botafogo, 188

LIVRARIA CIÊNCIA MODERNA
Av. Rio Branco, 156 — sl. 230

LIVRARIA ELDORADO TIJUCA
Rua Conde de Bonfim, 422 — loja K

LIVRARIA LER
Rua México, 31 — sl.

NOVA LIVRARIA LEONARDO DA VINCI
Av. Rio Branco, 185 — loja 2

LIVRARIA CULTURAL DA GUANABARA
Rua da Assembléia, 38

LIVRARIA AGIR
Rua México, 98

SÃO PAULO

LIVRARIA PREFEITO FARIA LIMA (FGV)
Av. 9 de Julho, 2029

LIVRARIA FORNECEDORA DE PUBLICAÇÕES TÉCNICAS
Av. Ipiranga, 200 — loja 40 — térreo

LIVRARIA BRASILIENSE
Rua Barão de Itapetininga, 93

BRASÍLIA

LIVRARIA DE BRASÍLIA
SCLS 104 — bl. A — loja 37

BELÉM

DISTRIBEL
Av. Assis de Vasconcelos, 437

PORTO ALEGRE

LIVRARIA DO GLOBO
Rua dos Andradas, 1126

LIVRARIA SULINA
Av. Borges de Medeiros, 1030

Política Fiscal e Política Monetária

J. M. Gouvêa Vieira*

1. Introdução. 2. Os clássicos. 3. A contribuição de Keynes — as curvas *IS-LM*. 4. A teoria do multiplicador. 5. A controvérsia entre política fiscal e política monetária. 6. O déficit orçamentário. 7. A gestão da dívida pública **(debt management)**. 8. O ponto de vista monetarista. 9. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

Uma das características das economias modernas é a crescente participação do Governo no PIB (Produto Interno Bruto). Atualmente, em países como os Estados Unidos da América do Norte, paradigma do neocapitalismo, esta participação supera mais de 30% do PIB.

É evidente que os economistas liberais não aprovam que o Estado arvore-se em empresário, investindo em setores que estariam em melhores mãos se entregues à iniciativa privada. Todavia, cumpre reconhecer que há setores típicos da atividade estatal, como a administração da justiça, a elaboração das leis, a Previdência Social, dentre outros. A pergunta que surge é, pois, a seguinte: existirá alguma justificativa econômica para que as despesas governamentais, ainda quando o Estado se cinge às suas atividades típicas, alcancem mais de 30% do PIB? Se entendemos, como os keynesianos extremados, que a política monetária de nada adianta, não há dúvida de que encontraremos razões ponderáveis para justificar essa participação. Se, porém, adotarmos o ponto de vista oposto, ou seja o de que somente a política

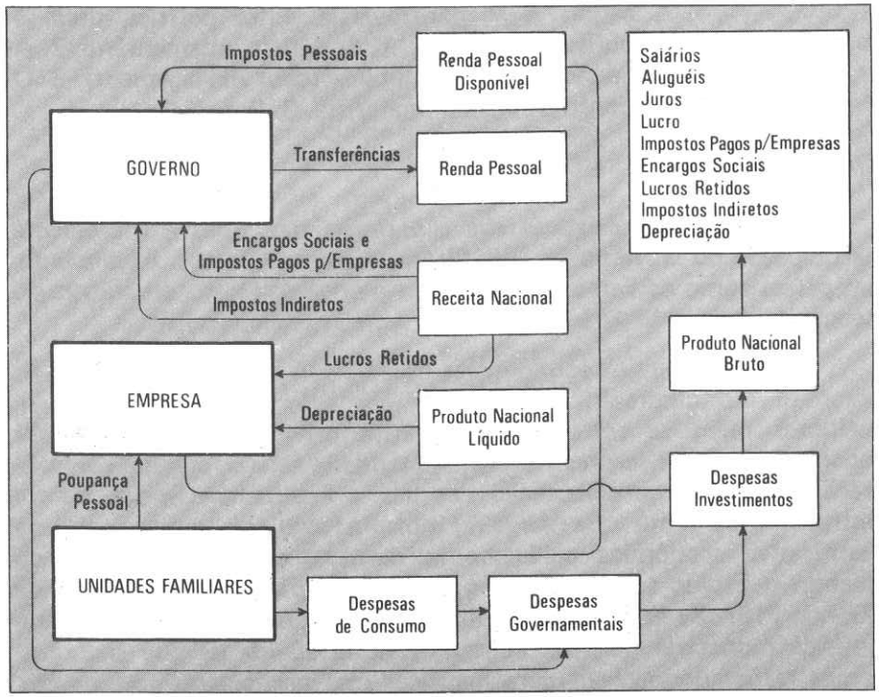
* Professor de Econometria da Faculdade de Economia e Administração da UFRJ, Economista do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, e titular da cadeira de Política e Programação Econômica das Faculdades Integradas Estácio de Sá.

monetária é importante, não haverá justificativa para tão alta participação do Estado no PIB.

O propósito deste artigo é expor ao leigo em que consiste a controvérsia fiscalistas/monetaristas.

2. OS CLÁSSICOS

O conceito básico da Teoria Macroeconômica é o do Fluxo Circular da Riqueza. É uma noção bastante simples segundo a qual o processo econômico (estacionário) não passa de um fluxo circular em que cada período repete o período anterior. A produção do período t cria uma renda exatamente igual a seu valor, e essa renda gera, no período $t + 1$, uma demanda que induzirá as empresas a produzirem exatamente o mesmo valor de bens e serviços que o período anterior. Esta assertiva seria correta se os investimentos fossem iguais à poupança, conforme esclarece o Quadro que se segue.



PNB = Despesas de Investimentos + Despesas Governamentais + Despesas de Consumo. Para que o PNB reflita-se, período após período, a empresa tem que gastar tudo que recebe. Isso é Investimento = Depreciação + Lucro Retido + Poupança Pessoal. Como Lucro Retido e Depreciação são Poupança da Empresa temos que $I = S$.

A igualdade poupança/investimento assegura o fluxo circular, mas não garante que a produção seja a produção de pleno emprego. A teoria clássica, cujos grandes arquitetos são David Ricardo, John Stuart Mill e Alfred Marshall, não podia, portanto, basear-se apenas na igualdade investimento/poupança para afirmar que as forças do mercado garantem por si só o pleno emprego.

Na realidade, a teoria clássica baseava-se em três conceitos básicos, a saber:

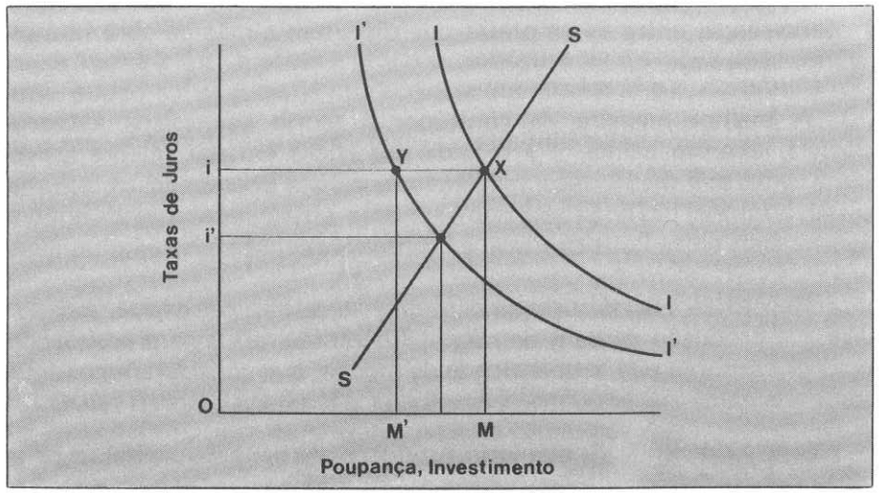
a) A teoria dos fundos disponíveis para empréstimos (**loanable funds**).

b) A lei dos rendimentos decrescentes.

c) O mercado competitivo.

A teoria dos fundos disponíveis para empréstimos pode ser ilustrada graficamente. Na Figura 1, a reta *SS* correlaciona os investimentos com a taxa de juros. Segundo a figura, quanto mais baixa a taxa de juros, menor a poupança. No entanto, se a reta fosse perpendicular ao eixo da poupança — o que significaria que a poupança é constante, independentemente da taxa de juros — a análise clássica não se alteraria substancialmente. A curva *II* significa que quanto mais baixa a taxa de

FIGURA 1



juros, mais elevados os investimentos. Suponhamos que a curva que correlaciona os investimentos com a taxa de juros seja *II*. Neste caso, a taxa de juros será *O i*, a poupança, *OM* e os investimentos, *OM*. Suponhamos agora que, por motivos que não nos interessa analisar, a curva *II* caia para *I'I'*. Se a taxa de juros for *i*, a poupança será *OM* e, os investimentos, *OM'*. Então haverá fundos ociosos no montante *M'M*. As instituições financeiras não desejarão manter ociosos esses fundos, uma vez que só obtêm lucros quando emprestam. Por esse motivo baixarão os juros até *i'*, tornando os investimentos e a poupança iguais a *OM'*.

Conforme podemos observar na Figura 1, segundo a teoria clássica, a taxa de juros garante sempre a igualdade $I = S$ (*I* investimento; *S* poupança).

Em se tratando de pleno emprego, o que importa é a lei dos rendimentos decrescentes. Esta lei reza o seguinte: quando a quantidade de um dos fatores de produção (por exemplo, o capital) se mantém constante, haverá um ponto em que cada unidade adicional do outro (digamos, o trabalho) produzirá cada vez menos. O empresário não tem o menor interesse em pagar pela unidade adicional de trabalho mais do que ela produz. Também não lhe interessa pagar menos. Se o salário for menor que o valor do produto adicional, interessará à empresa empregar mais mão-de-obra até que o produto marginal do trabalho seja igual ao salário médio. Se o salário for superior ao valor do produto marginal, a empresa empregará menos mão-de-obra. Neste caso, a concorrência entre os trabalhadores que procuram emprego provoca uma queda nos salários; se o salário for mais baixo que o produto marginal do trabalho, a concorrência entre as empresas que disputam a mão-de-obra fará os salários subirem.

A melhor maneira de contrapor a teoria keynesiana à teoria clássica, exposta acima, é a seguida por Hicks em seu célebre artigo **Mr. Keynes and the Classics**, publicado na revista **Econometrica**, volume 5, de abril de 1937. Este artigo nos dá a chave para entendermos a controvérsia entre Política Fiscal e Política Monetária.

Repetindo Hicks, suporemos que *w*, o salário **per capita**, é dado. Seja *x* a produção de bens de capital (investimento), *z*, a produção de bens de consumo e *M*, a quantidade de moeda, que consideraremos aqui como um dado.

Seja *yx* a renda gerada pela produção de bens de capital, e *yz* a renda gerada pela produção de bens de consumo. Logo, $y = yx + yz$ é a

renda nacional. Mas $yx = Px \,.\, x$ e $yz = py \,.\, z$, em que *px* é o preço unitário dos bens de investimento e *Py* o preço dos bens de consumo.

De acordo com a teoria clássica, o preço de um bem é igual a seu custo marginal. Seja *Nx* o número de trabalhadores no setor de bens de produção. Logo, $x = f(Nx)$. Então, o produto marginal do trabalho é $\frac{dx}{dNx}$.

O custo unitário desse produto é $w \frac{dNx}{dx}$. Logo, igualando o preço ao custo marginal, $Px = w \frac{dNx}{dx}$ e a renda gerada no setor será $px \,.\, x = x\, w \frac{dNx}{dx}$. Como, por hipótese, *w* é dado, a renda *yx* é função de *Nx*. Isto é, se tivermos *y* e *yx*, determinamos *Nz* e *Nx*, ou seja, o volume de emprego. A isto tudo acrescentamos a equação de Cambridge $M = ky$. Como *M* é dado, determinando *k*, determinamos *y*.

Para os clássicos, $yx = S$ e $Ix = f(i) \,.\, i$ = taxa de juros. Conseqüentemente, a teoria clássica gira em torno das seguintes equações:

$$M = ky$$
$$yx = f(i)$$
$$yx = S.$$

Como *S* depende de *i*, $Ix = S = \psi(i)$.

A teoria clássica adota a teoria quantitativa da moeda numa versão muito pouco sofisticada, já que acredita que, dados *M* e *k*, determina-se $y.y = \frac{M}{k}$. Em outras palavras, dado *k*, será impossível expandir a renda nacional, a não ser que se aumente o estoque de moeda. O aumento da renda nacional aumenta o emprego, o que significa que podemos aumentar o emprego através da inflação.

Esta foi a teoria desenvolvida a partir de David Ricardo, tendo alcançado o apogeu com Alfred Marshall.

3. A CONTRIBUIÇÃO DE KEYNES — AS CURVAS *IS-LM*

Marshall adotou a teoria clássica com algumas ressalvas; Keynes, por sua vez, deu tanta ênfase às ressalvas, que quase não nos deixa

perceber a teoria original. O que importa agora é seguir o desenvolvimento da teoria econômica de Marshall até Keynes.

Todos sabem que existem os ciclos econômicos. Vimos, por exemplo, assistindo a uma fase de depressão, na qual, em 1975, a maioria dos países industrializados acusaram queda do PIB. Porém, se $M = ky$, y não pode variar a não ser que M ou k variem. A variação mais óbvia é a de M, embora as variações de M que ocorrem nos ciclos de negócios sejam variações do volume dos empréstimos bancários. Os bancos não gastam moeda; emprestam-na. No trabalho **Money Credit and Commerce**, página 257, Alfred Marshall, escreve: "A nova moeda, ou o aumento da moeda, não é canalizada para os indivíduos: ela flui para os centros bancários. Portanto, o resultado imediato da criação de moeda é incentivar os bancos a aumentar os empréstimos. Por isso mesmo, provoca a queda da taxa de juros, embora, num estágio posterior, eleve os preços e, em conseqüência, aumente a taxa de desconto". (T. do A.)

A teoria de Marshall é também pouco precisa, deixando várias questões em aberto: Qual o volume de moeda necessário para baixar a taxa de juros? Quanto tempo será necessário para que a taxa de desconto comece a subir?

Vejamos, agora, as variações de k. A equação $M = ky$ dá $\frac{y}{M} = \frac{1}{k}$. Vale dizer, k é a inversa da velocidade-renda da moeda. Essa velocidade aumenta quando os saldos monetários caem e diminui quando sobem. Portanto, podemos concluir que k está correlacionado com as variações do nível de confiança. Numa fase de alta de preços, os saldos monetários tendem a cair, da mesma forma que, numa fase de queda de preços, tendem a subir. Nesse caso k não é uma variável independente. Por outro lado, a teoria do valor leva-nos a crer que os saldos monetários dependem da taxa de juros. Como diz Lavington[1] :

"A quantidade de recursos que (um indivíduo) mantém sob a forma monetária é tal que a unidade monetária que vale a pena poupar dá-lhe um retorno de conveniência e segurança igual não só à satisfação que seria obtida se a unidade marginal fosse gasta na aquisição de bens de consumo, mas também à taxa líquida de juros". (T. do A.)

Em outras palavras, a demanda de moeda depende da taxa de juros, o que Keynes também afirma.

---

1 As notas de rodapé encontram-se após o texto.

Analisando os motivos pelos quais os indivíduos desejam obter saldos monetários, Keynes separa os que resultam da atividade geral do sistema econômico e dos ingressos monetários, de um terceiro, dando assim grande ênfase a este aspecto, descrito no capítulo 13 da Teoria Geral.

Para compreender este enfoque definamos, seguindo o raciocínio de Keynes, que a taxa de juros é o inverso do preço de uma fonte de renda permanente.

Assim, o terceiro motivo, denominado motivo especulação leva o indivíduo a manter saldos monetários por acreditar que conhece melhor que o mercado qual será, no futuro, a taxa de juros. Afirma Keynes no capítulo 15 que, se não houvesse o motivo especulação, seria impossível realizar as operações do **open market**. Efetivamente, se um indivíduo possui uma fonte de renda fixa garantida pelo Governo (por exemplo, Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), por que motivo deverá trocá-la por moeda? Por acreditar que a taxa de juros subirá, ou seja, o valor de mercado do título cairá.

Resumindo a teoria keynesiana da moeda, podemos dizer que a quantidade de moeda que os indivíduos desejam manter pelos motivos transação e precaução depende da renda y. A que desejam manter pelo motivo especulação depende da relação entre a taxa de juros em vigor no mercado e o nível das previsões. Isto é, $M = M1 + M2 = L1\ (y) + L2\ (i)$, em que $M1$ é a quantidade de moeda que se mantém pelos motivos transação e precaução; $M2$, a quantidade de moeda que se mantém pelo motivo especulação; $L1$, a relação funcional entre $M1$ e y; $L2$, a relação funcional entre $M2$ e (i). Tudo isto pode ser escrito como:

$$M = L\ (y; i).$$

Neste ponto, Keynes não se afasta muito dos clássicos: a demanda de moeda continua sendo função da renda. Keynes faz apenas uma ressalva: a demanda de moeda é função não só da renda, mas também da taxa de juros.

A característica mais importante da teoria keynesiana, ponto fundamental para entendermos a controvérsia entre fiscalistas e monetaristas, diz respeito à igualdade $I = S$. Para Keynes, em oposição aos clássicos, não é a taxa de juros que garante essa igualdade, mas sim o multiplicador da renda nacional.

4. A TEORIA DO MULTIPLICADOR

A renda nacional, como vimos, é $y = yx + yz$; é também $I = C + S$. Ou seja, a renda é igual às despesas de consumo mais poupança. Entretanto, as despesas de consumo no período t são função da renda obtida no período $t - 1$.

Consideremos agora Ix (investimento) como uma variável autônoma, isto é, não dependente da taxa de juros. Ix seria, pois, um investimento realizado pelo Estado, digamos a construção da ponte Rio-Niterói. Este investimento, que não depende da taxa de juros, é necessariamente renda do setor privado, pois o que o Governo gasta, alguém recebe. Suponhamos que os investimentos governamentais sejam, anualmente, uma constante A.

Para que a poupança (renda menos consumo) seja igual a A, é necessário que $y - C(y) = A$.

Derivando em relação a A:

$$\frac{dy}{dA} - \frac{dC}{dy}\,\frac{dy}{dA} = 1$$

$$\frac{dy}{dA} = \frac{1}{1 - \frac{dC}{dy}}$$

$$dy = \frac{dA}{1 - \frac{dC}{dy}}$$

Como $0 < \frac{dC}{dy} > 1$, um aumento dos investimentos gera um aumento da renda superior ao dos investimentos, o que iguala a poupança ao investimento. Para Keynes, portanto, existe uma força que iguala a poupança ao investimento. Esta força, porém, ao contrário do que cuidavam os clássicos, não é a taxa de juros, mas a propensão marginal a consumir $\frac{dC}{dy}$, ou seja, o limite da razão incremental do consumo e renda, quando o aumento da renda tende a zero.[2]

Se não considerarmos o investimento autônomo, é possível, de acordo com a teoria keynesiana, estabelecer uma relação entre a taxa de juros e a renda que equilibra a poupança com o investimento.

Efetivamente, no capítulo 11 da Teoria Geral, escreve Keynes[3]:

"Em contraste com o rendimento esperado do investimento, existe o preço de oferta do bem de produção, que é o preço que seria apenas suficiente para induzir seu fabricante a produzi-lo. (...) Para ser mais preciso, defino a eficiência marginal do capital como se fosse igual à taxa de desconto que igualaria o valor presente da série de anuidades dadas pelos rendimentos esperados do bem de produção, durante toda sua vida útil, a seu preço de oferta".

Em outras palavras, se, para o fabricante de um tear aumentar a produção de uma unidade é necessário que o preço do tear seja p; se os rendimentos que o fabricante de tecido espera obter com o tear são $R1$ $R2$ . . . Rn nos períodos $1, 2, n$, então a eficiência marginal desse tear é a taxa de desconto, tal que:

$$P = \frac{R1}{(1+d)} + \frac{R2}{(1+d)^2} + \ldots\ldots + \frac{Rn}{(1+d)^n}.$$

Mais adiante, diz o mesmo autor:

"Em outras palavras, a taxa de investimento chegará até o ponto da curva de demanda de investimentos em que a eficiência marginal do capital é igual à taxa de juros".

Logo, Keynes admite duas espécies de investimentos:

a) investimentos autônomos

b) investimentos induzidos pela taxa de juros que são determinados pela eficiência marginal do capital.

Conseqüentemente, para ele $IN = a + I(i)$, em que a é o investimento autônomo. Portanto, o montante dos investimentos é função da taxa de juros. No entanto, como o investimento, através do multiplicador, determina a renda nacional, que equilibra Ix com S, esta renda passa a ser função da taxa de juros $y = f(i)$.

Temos, pois, segundo a Teoria Geral[4]:

$M = L(I, i)$
$Ix = c(i)$
$Ix = S(I)$ em equilíbrio

Ao adotar o modelo acima, Keynes deixa de ser o iconoclasta que

aparentava ser, para seguir a ortodoxia de Marshall. Neste caso, em que consiste a diferença entre ele e Marshall?

Se considerarmos M como dado, temos:

$$DM = \frac{\delta L}{\delta I}\, dI + \frac{\delta L}{\delta i}\, di = 0.$$

Logo,

$$\frac{\delta I}{\delta i} = -\frac{\frac{\delta L}{\delta i}}{\frac{\delta L}{\delta I}}$$

Isto é, se M é constante, $I = f(i)$.

A derivada $\frac{\delta I}{\delta i} > 0$ em todos os pontos da curva $I = f(i)$, visto que $\frac{\delta L}{\delta i} < 0$ e $\frac{\delta L}{\delta I} > 0$.

Denominamos LM a curva que dá o equilíbrio entre a oferta da moeda (constante) e sua procura.

As equações $Ix = C(i) = S(I)$ também dão uma relação entre a taxa de juros e a renda I que, por meio do multiplicador, iguala os investimentos com a poupança.

Temos, segundo Keynes, o seguinte:

$$I = Ix + Iy$$

Igualando $Ix = S$, e sabendo que $S = I - Iy$ e que $Iy = f(I)$, temos:

$$I - f(I) = Ix$$

$$\frac{dI}{dIx} - \frac{d\,f(I)}{dI}\frac{dI}{dIx} = 1$$

$$\frac{dI}{dIx} = \frac{1}{1 - \frac{d\,f(1)}{dI}}$$

Mas,

$$Ix = \psi(i).$$

Logo,

$$\frac{dI}{di} = \frac{dI}{dIx}\frac{dIx}{di} = \frac{1}{1 - \frac{df(I)}{dI}}\frac{dIx}{di}$$

Mas,

$$0 < \frac{df(I)}{dI} < 1.$$

Conseqüentemente,

$$\frac{1}{1 - \frac{df(I)}{dI}} > 0.$$

Como

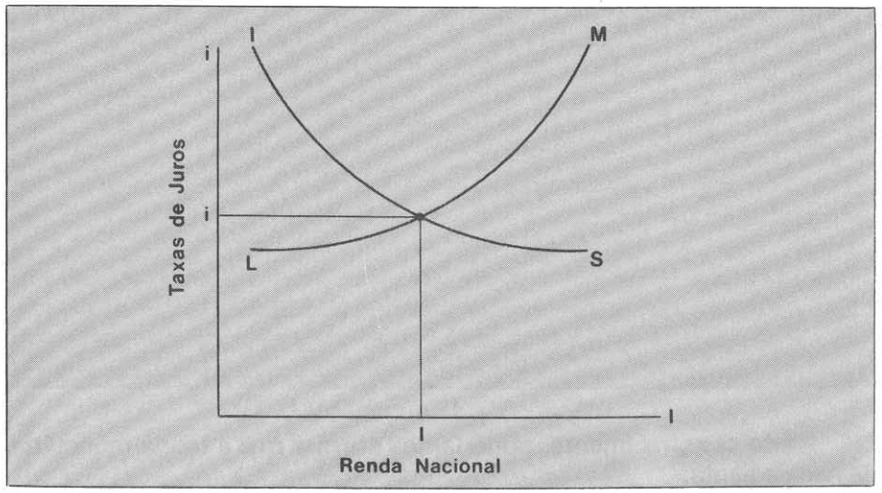
$$\frac{dIx}{di} < 0,$$

$$\frac{dI}{di} < 0.$$

Logo, quando igualamos Ix a S, temos $I = \phi(i)$. A derivada dessa função é negativa em todos os pontos. Denominemos a curva $I = \phi(i)$ de curva IS, a qual é decrescente.

Segundo a teoria keynesiana, podemos traçar duas curvas (vide Figura 2): a curva IS e a curva LM que, juntas, determinam a taxa de juros e a renda que equilibra Ix com S e a demanda da moeda com a oferta (constante). O ponto em que a curva IS cruza com a LM determina a taxa de juros e a renda que equilibra a poupança com os investimentos.

FIGURA 2



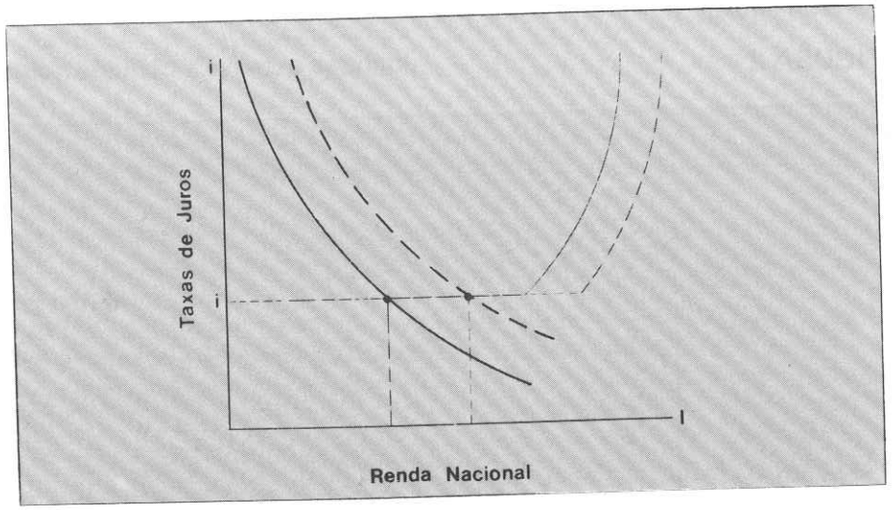
5. A CONTROVÉRSIA ENTRE POLÍTICA FISCAL E POLÍTICA MONETÁRIA

As curvas *IS* e *LM* sintetizam tanto o ponto de vista clássico quanto o keynesiano. Todos as admitem e concordam que a primeira é decrescente e, a segunda, ascendente.

A discordância quanto à forma das curvas e à maneira como se deslocam surge no momento em que o Governo decide expandir ou contrair os meios de pagamento, ou expandir ou contrair as despesas governamentais que, no caso, constituem os investimentos autônomos.

Existem dois casos extremos. Um é o chamado **liquidity trap**, que, teoricamente, surgiria quando a taxa de juros alcançasse um valor tão baixo que a demanda de moeda passasse a ser infinitamente elástica, isto é, fosse horizontal. Neste caso, o aumento da oferta de moeda deslocaria a curva *LM* para a direita, mas sua parte horizontal permaneceria a mesma. A única maneira de aumentar a renda nacional até alcançar o valor que garante o pleno emprego é deslocar a curva *IS*, aumentando as despesas governamentais, conforme ilustrado na Figura 3.

FIGURA 3



Neste caso, realmente, poderíamos afirmar que a teoria monetária de nada adianta.

Os clássicos não admitiam a possibilidade do **liquidity trap**, considerando a moeda *unicamente como meio de pagamento*, cuja única utilidade era a de adquirir bens e serviços. Conseqüentemente, toda moeda adquirida era gasta. A causa do desemprego seria a escassez de moeda. Mas, segundo os clássicos, isto não poderia ocorrer, o que é confirmado pelas palavras de Jean Baptiste Say[5].

"Sempre haverá moeda bastante para garantir a circulação e a troca mútua de um valor por outro se esses valores existirem. Se o aumento da produção exigir mais dinheiro para facilitar as trocas, a necessidade é facilmente satisfeita... Nesses casos, os negociantes sabem muito bem como encontrar substitutos do produto que serve como meio de troca: (letras à vista e a prazo, notas emitidas pelos bancos, linhas de crédito, etc., como ocorre em Londres e Amsterdam)".

Como se vê, Say acreditava que o único obstáculo ao pleno emprego seria a escassez de dinheiro. Todavia, ao contrário do que pensam os monetaristas modernos, ele era de opinião que tal escassez jamais ocorreria.

Podemos afirmar que, se houver fatores ociosos, a expansão monetária tende a aumentar a renda nacional. A demonstração é simples. Tomemos, por exemplo, um modelo econômico bem pouco sofisticado:

$$Y = C + I$$
$$C = C(Y)$$
$$I = I(i)$$
$$M = L(Y;\ i)$$

Neste caso,

$$\frac{dY}{Dm} = \frac{Ii}{Li\ \{1 - CY\} + LYIi} > 0\ ^{6}$$

em que:

$$Ii = \frac{\delta I}{\delta i} < 0$$

$$Li = \frac{\delta L}{\delta i} < 0$$

$$CY = 0 < \frac{\delta C}{\delta Y} < 1$$

$$LY = \frac{\delta L}{\delta Y} > 0.$$

Os neokeynesianos ecléticos não afirmam que a expansão monetária não tem influência sobre o nível de emprego, mas sim que as despesas governamentais exercem maior influência sobre o nível de emprego do que a expansão monetária.

Em um artigo de autoria de A. S. Blinder e R. M. Solow, publicado na **Journal of Public Economics**, de novembro de 1973, introduz-se o conceito do **Government budget restraint.** Este conceito expressa o óbvio, ou seja, que o Governo não pode incorrer em déficit orçamentário, a não ser que emita papel-moeda ou venda títulos ao setor privado.

A arrecadação T é função da renda nacional. Tem-se, então, $G - T(Y) = dB + dM$, em que:

G	=	Despesas governamentais
$T(Y)$	=	Arrecadação
dB	=	Aumento dos títulos governamentais em poder do setor privado
dM	=	Aumento do estoque de moeda.

Se desprezarmos a dinâmica do sistema, tendo como argumento apenas o equilíbrio a longo prazo, quando o orçamento não apresenta déficit, temos $G = T(Y)$.

Neste caso,

$$\frac{dY}{dG} = \frac{1}{T'(Y)}$$

$$T' = \frac{\delta T}{\delta Y}.$$

No entanto, prosseguem os autores, o que ocorrerá quando admitimos que o consumo não é apenas função do fluxo da renda, mas também do estoque de riquezas de propriedade do setor privado, e que o Governo deve pagar juros cada vez que emite títulos?

Supondo, para argumentar, que cada título governamental dá origem a uma corrente de rendas perpétua, no valor de um cruzeiro anual, a despesa governamental com o pagamento dessas rendas é B = número de títulos.

O preço de mercado desses títulos é $\frac{B}{R}$ (renda dividida pela taxa de juros). Logo, o que o Governo arrecada ao vender mais títulos é $d\frac{B}{R}$. Logo, a limitação imposta pelo orçamento passa a ser:

$$G + B - T = d\frac{B}{R} + dM.$$

Fazendo a arrecadação depender da renda mais os juros pagos pelo Governo, $T = T(Y + B)$.

Conseqüentemente, no caso de equilíbrio,

$$G + B = T(Y + B).$$

Então,

$$\frac{dY}{dG} = \frac{1 + (1 - t')\frac{dB}{dG}}{T'(Y)} > \frac{1}{T'(Y)}.$$

Vale dizer que, no longo prazo, o financiamento do déficit, por intermédio da venda de Títulos da Dívida Pública, implica um multiplicador da renda nacional superior ao que seria obtido pela emissão de papel-moeda. O resultado é surpreendente: numa situação próxima ao pleno emprego, o aumento da Dívida Pública é mais inflacionário que a emissão de papel-moeda. Cumpre observar, porém, que a derivada acima só é válida no caso de o déficit orçamentário provocar um aumento da renda nacional, suficiente para elevar a receita tributária a ponto de equilibrar o orçamento. Teoricamente nada garante que isto aconteça. Na verdade, podem ocorrer três casos, a saber:

Primeiro caso: $\frac{\delta C}{\delta w} < \frac{\delta L}{\delta w} \frac{\frac{\delta I}{\delta i}}{\frac{\delta L}{\delta i}}$

em que:

C = Consumo
W = Estoque de riqueza
L = Demanda de moeda
I = Investimento.

O déficit orçamentário, financiado pela venda de títulos governamentais, provocará recessão. Efetivamente, a desigualdade acima pode ser reescrita em termos de elasticidade, o que dá:

$$\frac{\delta C}{\delta w} < \frac{\dfrac{i\,\delta I}{I\,\delta i}}{\dfrac{i\,\delta L}{L\,\delta i}} \times \frac{w\,\delta L}{L\,\delta w}\,\frac{I}{K}\,\frac{K}{w}$$

K = capital fixo.

Neste caso, a desigualdade significa que a elasticidade juros dos investimentos é superior à elasticidade juros da demanda da moeda, e que os efeitos riqueza sobre a demanda da moeda contrabalançam o efeito riqueza sobre o consumo. Assim, o aumento da riqueza privada, decorrente da aquisição dos títulos governamentais, aumenta a demanda de moeda. No entanto, como o estoque de moeda permanece, por hipótese, constante, a taxa de juros sobe, o que provoca a queda dos investimentos. A renda nacional cai e, conseqüentemente, cai também a arrecadação. Como partimos da hipótese de que as despesas governamentais são constantes, o déficit orçamentário aumenta, exigindo maior emissão de títulos. Cria-se, então, uma *bola de neve* que acaba provocando uma recessão alarmante. É evidente que, no caso, a economia jamais alcançará o equilíbrio. Teremos $G + B > T(Y + B)$ e não $G + B = T(Y + B)$.

O segundo caso consiste no fato de que o déficit, ao aumentar a renda nacional, eleva a receita tributária a ponto de garantir o equilíbrio orçamentário. Porém, a emissão de títulos aumenta a despesa governamental no montante dos juros pagos, que são tributáveis. Logo, se dB for o aumento dos juros pagos pelo Governo $\frac{dy}{dB}\,dB$ será o aumento da renda nacional decorrente do pagamento dos juros.

Então, se $T = T(Y)$ é a receita tributável,

$T'\left(\frac{dy}{dB}\,dB\right)$ é o aumento da arrecadação e

$(1 - T')\,dB$ é a despesa governamental com o pagamento dos juros. Neste caso, o orçamento tenderá para o equilíbrio se:

$$T'\left(\frac{dy}{dB}\right) > (1 - T'), \text{ ou seja, se } \frac{dy}{dB} > \frac{1 - T'}{T'}.$$

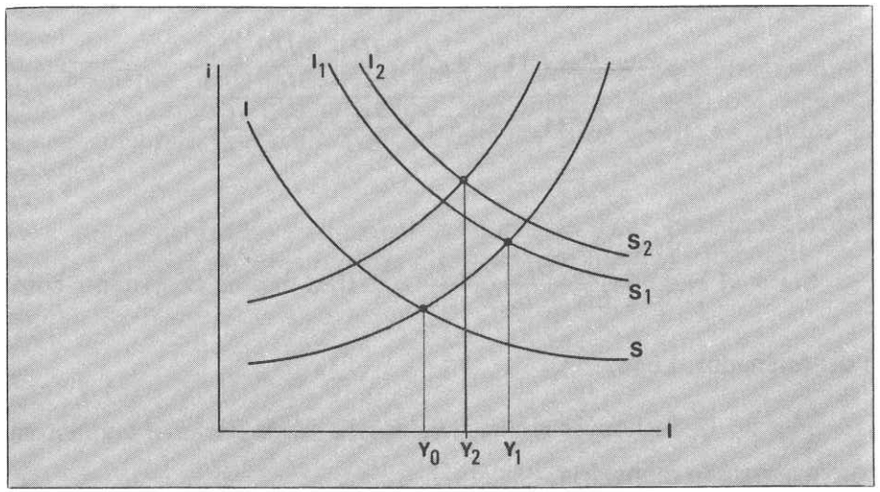
Este é o único caso em que a política fiscal será mais eficaz do que a monetária.

O terceiro caso consiste no fato de que a venda de títulos é expansionista, mas não a ponto de aumentar a receita tributária de forma a equilibrar o orçamento.

Tudo se resume, portanto, a uma questão prática: Quais os valores das elasticidades anteriormente referidas?

Friedman acredita que, se o déficit orçamentário for financiado por venda de títulos ao público, os efeitos riqueza serão de magnitude mais ou menos igual ao do deslocamento inicial da curva *IS*, mas em sentido contrário, conforme ilustra a Figura 4.

FIGURA 4



A despesa governamental desloca a curva *IS* até I_1S_1. Como o público agora está mais rico, por ter adquirido títulos, o mesmo fluxo de renda gera maiores despesas de consumo.

A curva *IS* desloca-se, novamente, até I_2S_2.

Todavia a maior riqueza também exerce influência sobre o mercado financeiro. Dada a taxa de juros, o público desejará ter saldos monetários mais elevados, o que desloca a curva *LM* para a esquerda. Este deslocamento pode contrabalançar o da curva *IS*.

Blinder e Solow, no artigo **Does Fiscal Policy Matter?**, publicado na **Journal of Public Economics**, novembro 1973, apresentam um modelo bem mais sofisticado do que o da curva *IS LM*, que aparece nos livros-texto. O modelo compreende oito equações:

$$
\begin{aligned}
Y &= C + I + G \\
C &= C \{ Y - T; \omega \} \\
I &= I\ (R) \\
T &= T\ (Y) \\
M^d/P &= L\ (R, Y, \omega) \\
M^d &= M^s \\
M^s &= \text{constante} \\
\omega &= K + M/P + \frac{B}{R}/P.
\end{aligned}
$$

Neste caso, teríamos:

$$
\frac{\delta Y}{\delta M} = \frac{C\omega + (1 - L\omega)\ \dfrac{IR - B/R^2\ C\omega}{LR - B/R^2\ L\omega}}{CY\ (1 - T') + LY\ \dfrac{IR - B/R^2\ C\omega}{LR - B/R^2\ L\omega}}
$$

Mas

$$
C\omega + (1 - L\omega)\ \frac{IR\ B/R^2\ C\omega}{LR - B/R^2\ L\omega} > 0,
$$ o mesmo ocorrendo com

o denominador. Logo,

$\dfrac{\delta y}{\delta M} > 0$. Se houver recursos ociosos, a renda nacional aumentará com a expansão monetária.

Cumpre observar que o modelo *IS — LM* considera, em geral, o nível de preços como fixado *fora do modelo*. Se, no entanto, acrescentássemos ao modelo uma função de produção e um mercado de trabalho, como faz, por exemplo, Martin J. Bailey em **National Income and the Price Level**[7], a política de aumentar as despesas governamentais teria efeito sobre o nível de preços.

Neste caso, haveria uma certa inflação, o que reduziria o multiplicador. Isto porque, ao subir o nível de preços, o valor real do estoque de moeda cai, deslocando a curva *LM* para a esquerda. Acresce

que, se os impostos forem progressivos, a inflação aumenta a carga tributária real, o que desloca a curva *IS* para a esquerda[8]. A expansão monetária pode, portanto, criar inflação, ainda que haja recursos ociosos, desde que a economia esteja nas proximidades do pleno emprego. O problema será discutido mais adiante. No momento, seguimos a tradição neokeynesiana, que considera o nível de preços um dado exógeno ao modelo.

No momento, é importante observar o que ocorre quando as despesas governamentais são financiadas exclusivamente pela venda de títulos governamentais ao setor privado. Para isso, calculamos $\dfrac{\delta Y}{\delta B}$, que é:

$$
\frac{1}{1 - CY\ (1 - T')\ \dfrac{IR - B/R^2\ C\omega}{IL - B/R^2\ L\omega}} \cdot C\omega - L\omega\ \frac{IR - B_{R^2}\ C\omega}{IL - B_{R^2}\ L\omega}
$$

Teoricamente, nada podemos afirmar a respeito do sinal dessa expressão. No entanto, é possível saber algo mais a respeito das despesas governamentais financiadas exclusivamente pela venda de títulos ao público.

Como na análise tradicional das curvas *IS* e *LM*, podemos tornar a renda e as taxas de juros funções diferentes das mesmas variáveis[9].

Então

$$
\begin{aligned}
Y\ (\tau) &= \psi\ (M, B, K, G) \\
R\ (\tau) &= \Phi\ (M, B, K, G)
\end{aligned}
$$

$$
dM + d\,\frac{B}{R} = G + B - T\ (Y + B).
$$

É o que fazem A. S. Blinder e R. M. Solow no artigo **Does Fiscal Policy Matter?**

Fazendo $dM = 0$, temos que a conseqüência de aumentar exclusivamente B é:

$$
\begin{aligned}
dB = R\ &\{ (G + B) - T\ (Y + B) \} \\
&\Phi\ (M, B, K, G)\ (G + B) - T\ (Y + B).
\end{aligned}
$$

Derivando em relação a B:

$$\frac{\delta d\,B}{\delta B} = R\ \{1 - T'(Y+B)\}\left(\frac{\delta Y + 1}{\delta B}\right) + \frac{\delta\ R}{\delta\ B}\{G + B - T(Y+B)\}\ .$$

Mas, no entorno do equilíbrio, G tende para T, e B tende para zero. Logo, nesse entorno, $\frac{\delta\ d\,B}{\delta\ B} = R\ \{1 - T'(Y+B)\}\frac{\delta Y}{\delta B} - T'(Y+B)$.

Para que a economia tenda para o equilíbrio, $dB = f(B)$ deve ter derivada negativa. Como a taxa de juros é sempre positiva, a condição necessária e suficiente para o equilíbrio é:

$$1 - T'(Y+B) < T'\ (Y+B)\frac{\delta\ Y}{\delta\ B}$$

$$\frac{1 - T'(Y+B)}{T'(Y+B)} < \frac{\delta Y}{\delta B}\ .$$

Há, então, as seguintes possibilidades:

$$\frac{\delta Y}{\delta B} = 0$$

$$\frac{\delta Y}{\delta B} < 0$$

$$0 < \frac{\delta\ Y}{\delta\ B} < \frac{1 - T'(Y+B)}{T'(Y+B)}$$

$$\frac{\delta\ Y}{\delta\ B} > \frac{1 - T'(Y+B)}{T'(Y+B)}$$

Se $\frac{\delta Y}{\delta B} = 0$, tem-se $\frac{\delta\ d\,B}{\delta B} = R\{1 - T'(Y+B)\}$.

Mas $T'\ (Y+B)$ — propensão marginal a tributar — é positivo e menor que um. Logo, $\delta B = f(B)$ tem derivadas positivas em todos os pontos da função. Vale dizer que, quanto maior o estoque de títulos governamentais vendidos ao público, mais títulos devem ser vendidos. Para isso, a taxa de juros deve subir. Segue-se que a política de financiar o déficit, com a colocação de títulos junto ao setor privado, seria, no caso, cada vez maior, à medida que o setor privado aumentasse seu estoque de títulos públicos.

Se $\frac{\delta Y}{\delta B} < 0$, a renda cairia além de qualquer limite.

Se $0 < \frac{\delta Y}{\delta B} < \frac{1 - T'(C+B)}{T'(Y+B)}$; $\frac{\delta Y}{\delta B}\ T'(Y+B) < 1 - T'(Y+B)$.

Porém, o aumento da arrecadação decorrente do aumento da renda é $T'(Y+B)\frac{\delta\ Y}{\delta\ B}\ dB$, em face de o aumento da renda ser $\frac{\delta\ Y}{\delta\ B}\ dB$. O déficit é $\{1 - T'(Y+B)\}\ dB$. Logo, o déficit será sempre superior à arrecadação. A Dívida Pública crescerá e somente no caso em que $\frac{\delta\ Y}{\delta\ B} > \frac{1 - T'(Y+B)}{T'(Y+B)}$ haverá tendência para o equilíbrio orçamentário.

Portanto, como afirma Friedman, esta é uma questão a ser respondida somente pela observação, e não pela teoria.

6. O DÉFICIT ORÇAMENTÁRIO

Antes de prosseguirmos com a exposição da controvérsia entre neokeynesianos e monetaristas, cumpre ressaltar que, no que diz respeito à influência do déficit orçamentário sobre a atividade econômica, não podemos medi-lo simplesmente como a diferença entre as despesas governamentais e a arrecadação. Isso porque, se o que realmente importasse fosse essa diferença, um aumento das despesas governamentais, acompanhado de um aumento igual da arrecadação, não alteraria o nível das atividades econômicas. Entretanto, isto não corresponde à realidade.

Seguindo P. Samuelson no livro **Income, Employment and Public Policy; essays in Honor of Alvin H. Hansen**[10], suponhamos que:

$$Y = C + I + G$$

em que:

Y = Renda nacional
C = Despesas de consumo
I = Investimentos privados
G = Despesas governamentais.

Mas

$C = \phi\ (Y - T)$
T = Impostos

Logo,

$$Y = \phi\,(Y - T) + I + G$$

e

$$Y - \phi\,(Y - T) = I + G.$$

Subtraindo os impostos de ambos os membros da igualdade,

$$y - \phi\,(Y - T) - T = I + (G - T).$$

Mas $Y - T$ é a renda disponível, e $\phi\,(Y - T)$ são as despesas de consumo. Conseqüentemente, a poupança do setor privado é igual aos investimentos privados mais o déficit orçamentário, seja qual for o modo como foi financiado.

Utilizando a técnica da derivação da função implícita, temos para

$$Y = \phi\,(Y - T) + I + G$$

$$\frac{dY}{dG} = \frac{dY}{dI} = \frac{1}{1 - \phi'\,(Y - T)}$$

$$\frac{dY}{d(-T)} = \frac{\phi\,(Y - T)}{1 - \phi'\,(Y - T)} = \frac{1}{1 - \phi'\,(Y - T)} - \frac{1 - \phi'\,(Y - T)}{1 - \phi'\,(Y - T)} =$$

$$= \frac{dY}{dG} - 1.$$

Este é o teorema do orçamento equilibrado: *o aumento da renda nacional provocado pelo aumento das despesas governamentais é superior ao aumento da renda provocado pela redução dos impostos.* Em outras palavras, o aumento da renda nacional, provocado pelo aumento das despesas governamentais é superior à queda da renda nacional decorrente de igual aumento da carga tributária. Isto significa simplesmente que não é necessário um déficit para que a política fiscal seja expansionista.

Acresce que a arrecadação é função do PIB e que seu aumento diminui o déficit orçamentário se as despesas governamentais permanecem constantes.

A melhor medida do efeito da política fiscal sobre a atividade econômica é então *o déficit (ou superávit) do pleno emprego, que é a diferença (para menos ou para mais) entre as despesas governamentais e*

a arrecadação que seria obtida se a economia estivesse em pleno emprego. Este é o conceito do **Full Employment Surplus.** Na verdade, nenhum dos economistas contemporâneos se refere à diferença entre as despesas governamentais e a arrecadação. Todos discutem as conseqüências do **Full Employment Surplus,** o que não deve ser esquecido na controvérsia.

7. A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA (DEBT MANAGEMENT)

Não é apenas o montante da Dívida Pública que interessa aos neokeynesianos, mas também sua gestão (**Debt Management**), que consiste no controle de três itens: a taxa de juros, a colocação dos títulos entre as diversas entidades do setor privado e as datas de seus vencimentos. Dentre eles o mais importante são as datas dos vencimentos. Podemos aqui citar um exemplo da gestão da Dívida Pública: em 1957, o **Chancellor of the Exchequer** do Reino Unido da Grã-Bretanha nomeou um grupo de trabalho para analisar o funcionamento do sistema monetário e creditício da Inglaterra e sugerir providências. O grupo de trabalho, conhecido por Comissão Radcliffe, apresentou Relatório (publicado em 1959 pela própria Comissão), que suscitou grandes debates no mundo anglo-saxônico. Era constituído pelo **President Lord Radcliffe,** dois empresários, dois banqueiros, dois líderes sindicais e dois renomados professores — A. K. Cairncross e R. S. Sayers, ambos neokeynesianos. O ponto de vista de Sayers (publicado em **Minutes of Evidence**, 1960) sobre a gestão da Dívida Pública foi o seguinte:

"Se o Governo torna incerta a liquidez dos intermediários financeiros (alterando o nível e a estrutura das taxas de juros), postergando, simultaneamente, as datas de vencimento dos títulos da Dívida Pública, os haveres líquidos dos bancos comerciais serão diminuídos, e seus empréstimos cairão". (T. do A.) Segundo os neokeynesianos, a gestão da Dívida Pública é, pois, o principal instrumento que determina a estrutura e o nível das taxas de juros, o que a torna a peça central da política monetária. Nas palavras do Relatório Radcliffe:

"É por meio desses mecanismos (administração da Dívida Pública) que se controla tanto a capacidade de emprestar dos bancos e intermediários financeiros, quanto as despesas em que o público em geral poderá incorrer.

"Ao gerir a Dívida Pública, as Autoridades não devem se concentrar exclusivamente nas taxas de juros a curto prazo: cumpre-lhes

também orientar o mercado no sentido de fixar as taxas que vigorarão a longo prazo.

"Devem ter em vista a estrutura das taxas de juros e não uma noção específica do estoque de moeda. Em princípio, na inflação, os vencimentos dos títulos da Dívida Pública deveriam ser dilatados e as taxas de juros, aumentadas; no entanto, na depressão, a política a seguir seria a oposta". (T. do A.)

Portanto, sob o ponto de vista dos neokeynesianos, o que importa, antes de mais nada, não é a quantidade de moeda existente mas sim as despesas governamentais e a gestão da Dívida Pública. É o ponto de vista que os economistas anglo-saxônicos denominam de **Income Expenditure Approach.**

O Relatório Radcliffe é um bom exemplo de como, infelizmente, os economistas, ao analisarem os fatos, não permanecem imparciais, como seria de esperar, deixando-se influenciar por preconceitos teóricos que os levam a distorcer os fatos. R. F. Kahn, por exemplo, ao prestar declaração perante o grupo de trabalho, declarou:

"Dentro de larga margem de limites, é possível obter qualquer estrutura desejada das taxas de juros, desde que se combine adequadamente a política monetária com a gestão da Dívida Pública. Ao emitir títulos de vencimentos a curto prazo ao invés de a longo prazo, ou vice-versa, o **Exchequer** pode alcançar a desejada alteração das relações entre as diversas taxas de juros, *tendo como pano de fundo a política monetária, que atua sobre o nível geral dessas taxas".* (T. do A.)

Kahn acrescentou ainda que, ao traçar a política monetária, as Autoridades não devem controlar o estoque de moeda, como um fim em si mesmo, mas apenas porque o estoque de moeda, **ceteris paribus,** determina o nível geral das taxas de juros. E salienta o que disse afirmando: "É a taxa de juros baixa, e não a maior quantidade de moeda que expansiona a economia. . . Não discuto quais as alterações da quantidade de moeda que devem ocorrer como parte do processo de se alcançar o comportamento desejado das taxas de juros". (T. do A.)

Conforme se vê, Kahn estabelece uma distinção entre nível geral das taxas de juros e relação entre as diversas taxas em vigor no mercado — distinção análoga à do nível geral de preços e preços relativos. O nível geral das taxas de juros, segundo ele, é determinado pela política monetária. A estrutura das taxas de juros, ou seja, as relações que as

diversas taxas guardam entre si, é determinada pela gestão da Dívida Pública.

No entanto, em seu Relatório, a Comissão afirma que ele retirou toda a ênfase que se dava ao elo entre a moeda e a taxa de juros. Após expor o que transcrevemos acima em sua crítica ao Relatório Radcliffe, John G. Gurley[11] diz:

"Em seu Relatório e quesitos, a Comissão parece obcecada com a idéia de que os gestores da Dívida Pública devem tomar alguma providência acerca da estrutura das taxas de juros, mencionando apenas superficialmente e mesmo ironicamente, a noção de que o controle da quantidade de moeda é um meio de influenciar o nível geral das taxas de juros e dos preços". (T. do A.)

8. O PONTO DE VISTA MONETARISTA

Como vimos, os signatários do Relatório Radcliffe dão muito maior ênfase à Dívida Pública (despesas governamentais) e sua gestão, do que à política de controle da quantidade de moeda. Também A. S. Blinder e R. M. Solow acreditam que as despesas governamentais, mesmo quando não implicam expansão dos meios de pagamentos, expandem a renda nacional em casos de desemprego por serem financiadas exclusivamente pela venda de títulos ao setor privado. Não acreditam, ao que parece, que os adquirentes de títulos do Governo, investiriam em outros empreendimentos, caso o Governo não os lançasse. Como as despesas governamentais, segundo a equação já citada, $Y - \phi\ (Y - T) - T = T + I + (G - T)$, podem ser consideradas investimentos autônomos, elas põem o multiplicador em funcionamento, gerando a renda que equilibra os investimentos com a poupança. Estas despesas devem ser incorridas de tal forma que a renda de equilíbrio garanta o pleno emprego. Por esta razão este ponto de vista é chamado **expenditure-income approach.**

O ponto de vista keynesiano encontrou, recentemente, oposição acirrada de uma corrente de pensamento criada praticamente por um único economista — o Professor Milton Friedman, da Universidade de Chicago. Esta escola originalmente conhecida como a *Escola de Chicago*, passou, depois de ganhar vários adeptos, a chamar-se *Escola Monetarista*.

Segundo Milton Friedman, tanto os neokeynesianos quanto os monetaristas aceitam um modelo de seis equações e sete incógnitas, a saber:

$$M^D = P.\ 1\ (Y/P;R)$$
$$M^S = h\ (R)$$
$$M^D = M^S$$
$$\frac{C}{P} = f\ (Y/P;R)$$
$$\frac{I}{P} = g\ (R)$$
$$\frac{Y}{P} = \frac{C}{P} + \frac{I}{P} \left(\text{ou } S/P = \frac{Y-C}{P} = \frac{I}{P}\right)$$

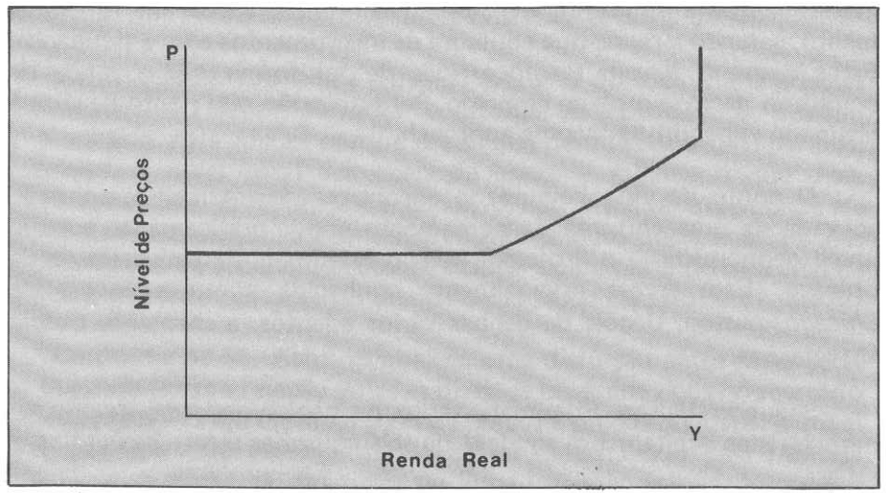
em que:

M^D = Demanda de moeda
M^S = Oferta de moeda
Y = Renda nominal
P = Nível de preços
C = Consumo nominal
R = Taxa de juros
I = Investimento nominal

Falta, no modelo, uma equação: a que determina a diferença entre as duas correntes.

Os neokeynesianos acreditam que o nível geral de preços é função da renda real $P = \phi(Y)$. Esta função é ilustrada na Figura 5.

FIGURA 5



A função $P = \phi(Y)$ possui três ramos distintos. No caso de uma renda real muito baixa, com alta taxa de desemprego, os preços permanecem constantes, ainda que a renda real se eleve, em virtude das despesas governamentais e investimentos privados. A partir do momento em que se utiliza com mais intensidade a capacidade instalada, os preços começam a subir moderadamente. Alcançado o pleno emprego, as despesas governamentais não teriam outro efeito que não o de elevar os preços.

Na realidade, esta é a chamada curva de Phillips, exposta por A. W. Phillips na revista **Econômica**, de novembro de 1958. Segundo este autor, a equação que correlaciona os salários nominais com o nível de emprego é:

$$\log (Y + a) = \log b + c \log x,$$

em que y é a taxa de variação dos salários nominais, x, a percentagem do desemprego e a, b e c, parâmetros constantes.

Keynes, no entanto, acreditava existir uma relação não-constante entre o nível de preços e o salário, uma vez que ela se altera, antes de a economia alcançar o pleno emprego. Ao que tudo indica, a teoria acima não explica a inflação brasileira dos últimos anos, tendo em vista sua persistência, apesar do chamado *achatamento salarial*.

Ao contrário dos neokeynesianos, os monetaristas acreditam que o nível geral de preços é determinado pelas seis equações anteriormente apresentadas. O que é determinado fora do sistema é a renda real fixada pelo modelo de equilíbrio geral de Walras. Embora este modelo seja bem conhecido, propomo-nos a descrevê-lo (mesmo perfunctoriamente), dada a sua importância na História do Pensamento Econômico.

Segundo Walras, a economia alcança seu ponto de equilíbrio mediante um processo que denominou **tâtonnement.** O processo consiste em reunir todos os compradores e vendedores no mercado presidido por um leiloeiro, que oferece um preço para cada bem e serviço. Dados os preços, cada comprador declara que quantidades deseja adquirir, e cada produtor menciona que quantidades deseja produzir. Se as quantidades que os compradores desejam adquirir não coincidem com as que os produtores desejam produzir, o leiloeiro modifica os preços, elevando os dos bens cuja demanda é superior à oferta e diminuindo os dos bens cuja oferta é superior à demanda.

Infelizmente, o sistema de Walras não garante que a economia alcance sempre o equilíbrio. Como demonstra T. Negishi no artigo **On the stability of a competitive economy — a survey article**, da revista **Econometrica**, vol. 30, outubro de 1962, para que isto ocorra é necessária a condição conhecida por **gross substitutability**. Esta condição estabelece que, quando o preço de um bem sobe, a demanda de todos os outros bens deve subir; ela não prevalece se houver bens complementares. Não é necessário usar matemática para demonstrar a impossibilidade de a economia alcançar equilíbrio quando existem bens complementares. Suponhamos que, dados os preços em vigor no mercado, a produção de automóveis seja superior e a produção de gasolina seja inferior às respectivas demandas; neste caso o preço dos carros deve cair e o da gasolina subir. Mas se o preço do automóvel cai, a demanda de gasolina aumenta. Este aumento pode contrabalançar em larga escala a queda de demanda decorrente da alta do preço da gasolina. Neste caso, não só o preço da gasolina mas também a sua demanda subiriam, persistindo o desequilíbrio.

Num estudo mais recente, publicado em 1971 na **Journal of Political Economy**, março-abril, Friedman não mais se refere à lei de Walras. Partindo do princípio que, como demonstram as estatísticas, a elasticidade renda da demanda da moeda é unitária, Friedman substitui $M^D = P \,.\, L(Y/R;R)$ por $M^D = Y \,.\, L\,(R)$[12].

Em seguida aceita a afirmação de Keynes de que a taxa de juros em vigor no mercado (R) é determinada, ponderavelmente, pela taxa que se espera vigorar a longo prazo (R'). Logo, em equilíbrio $R = R'$.

Além disso, Friedman toma de Fisher a idéia de que a taxa de juros nominal é igual à taxa real mais o aumento percentual dos preços:

$$R = \rho + \left(\frac{1}{P}\frac{dP}{dt}\right).$$

Logo, $R = R'$ resulta em:

$$R = \rho^x + \left(\frac{1}{P}\frac{dP}{dt}\right)^x,$$

em que ρ^x é a taxa de juros real.

Fazendo Y = Renda nominal e y = Renda real, temos:

$$Y = Py$$
$$\log Y = \log P + \log y.$$

Derivando em relação ao tempo:

$$\frac{1}{Y}\frac{dY}{dt} = \frac{1}{P}\frac{dP}{dt} + \frac{1}{y}\frac{dy}{dt}.$$

A equação acima será, pois:

$$R = \rho^x - g^x + \frac{1}{Y}\frac{dy}{dt},$$

sendo $g^x = \frac{1}{y}\frac{dy^x}{dt}$ = crescimento esperado da renda real.

Tornando $\rho^x - g^x = ko$, ou seja, ko = diferença entre a taxa de juros real e o crescimento esperado da renda real, teremos um sistema de quatro equações e quatro incógnitas:

$$M^D = Y \,.\, 1\,(R)$$
$$M^D = h\,(R)$$
$$M^D = M^S$$
$$R = ko + \left(\frac{1}{Y}\frac{dY}{dt}\right).$$

O modelo, agora, é o modelo da renda nominal.

Podemos considerar a oferta de moeda como variável exógena, não dependente da taxa de juros.

De $M = Y \,.\, L\,(R)$, temos:

$$Y\,(t) = \frac{M\,(t)}{L\,(R)}.$$

Tornando V, velocidade de circulação da moeda, o inverso da função $L\,(R)$,

$Y(t) = V(R) \,.\, M(t)$, o que dá a equação sob a forma da teoria quantitativa da moeda expressa em termos da renda nominal. O sistema será, pois:

$$Y\,(t) = V\,(R) \,.\, M\,(t)$$

$$R = ko + \left(\frac{1}{Y}\frac{dY}{dt}\right)^x.$$

Nada mais natural do que considerar a taxa do crescimento esperado da renda nominal $\frac{1}{Y} \frac{dY}{dy}$ como determinada pela sua história.

Logo, a equação $Y(t) = V(R) \,.\, Mt$ passará a ser:

$$Y(t) = V\{\, y(T) \,.\, M(t) \,\} \quad T < t,$$

em que V é uma relação funcional da história da renda nominal. Mas, como $y(t) = V(R) \,.\, M(t)$, a história da renda nominal é a história da moeda.

Conforme vemos, esta última versão do monetarismo não subdivide as alterações da renda real entre renda nominal e preços.

Ao que parece, a história recente da inflação brasileira é explicada mais claramente pela teoria monetarista do que pela teoria neokeynesiana.

Interessa observar que, durante a Grande Depressão, a renda nominal dos Estados Unidos da América do Norte caiu 15% entre 1929 e 1930, 20% em 1931, 27% em 1932 e 5% em 1933; o estoque de moeda caiu 2%, 7%, 17% e 12%, respectivamente.

Uma das críticas feitas aos monetaristas é que, para demonstrarem a tese de que existe uma relação entre a renda nominal e o estoque de moeda, eles alteram o conceito de moeda, ora definindo-a como **high powered money** — ou seja, reservas dos bancos mais moeda em poder do público — ora como meios de pagamentos mais depósitos a prazo mais títulos que gozam de grande liquidez, ora como meios de pagamentos (moeda em poder do público mais depósito à vista).

Entretanto, Friedman responde às críticas, argumentando que é indiferente adotar qualquer destas definições, pois tanto o **high powered money** quanto os meios de pagamentos movimentam-se na mesma direção, salvo quando o Governo fixa a taxa de juros que os bancos devem pagar sobre os depósitos a prazo e proíbe que estes paguem juros sobre depósitos à vista. Se isto ocorre, os totais de moeda nas três definições revelam resultados diferentes, nos quais não podemos confiar.

Outro ponto em que a teoria monetarista não é bem interpretada é o referente à afirmativa de que existe relação entre o estoque de moeda

e a renda nominal. A renda real de uma sociedade, segundo a teoria monetarista, depende da sua estrutura institucional; da capacidade, iniciativa e trabalho de seu povo; das oportunidades de investimento e de seu nível de tecnologia. Todos esses fatores são importantes para o produto real. A quantidade de moeda é elemento de grande importância para os valores nominais.

Um aspecto interessante da teoria monetarista, principalmente agora que se discutem, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, os efeitos da redução dos impostos, é que essa redução não exerce em si mesma influência ponderável sobre a renda nominal, a inflação ou a depressão. Se o Governo arrecada menos e gasta o mesmo, ele terá duas alternativas: tomar emprestado do público ou emitir. Se emite, toma uma decisão monetária e se tòma emprestado do público, faz com que esse público fique com menos dinheiro para investir no setor privado. Isto provoca elevação na taxa de juros, o que acarreta queda dos investimentos. Assim, os contribuintes ficam com mais dinheiro, mas os que emprestam ao Governo ficam com menos.

No debate que sustentou com Walter W. Heller, na Universidade de Nova Iorque, em 1968 (publicado em **Monetary versus Fiscal Policy**, New York, W. W. Norton, 1969), Milton Friedman interpretou, da seguinte forma, o ponto de vista monetarista sobre a redução de impostos ocorrida nos Estados Unidos da América do Norte em 1963:

"Houve uma insofismável retração da taxa de crescimento do estoque de moeda nos primeiros três trimestres de 1962. O resultado foi uma queda da taxa de crescimento econômico nos últimos meses de 1962 e no início de 1963. Posteriormente, a quantidade de moeda começou a crescer. Seis ou nove meses depois, antes da redução dos impostos, a economia começou a crescer a taxas mais altas". (T. do A.)

No mesmo debate, afirmou:

"Em abril de 1966 o **Federal Reserve System** impôs um forte controle monetário. Seja qual for a definição usada, a quantidade de moeda cresceu a taxas sensivelmente mais baixas. No mesmo período o **Full Employment Budget** teve déficits crescentes. Como resultado, a economia passou a crescer a taxas mais baixas, contrariando assim as afirmações da teoria neokeynesiana".(T. do A.)

9. CONCLUSÃO

Parece que, no que diz respeito aos Estados Unidos da América do Norte, é Friedman, e não os neokeynesianos, quem está com a razão.

Mas não se trata de uma disputa ao plano teórico: são os fatos que devem falar.

Não sabemos se no Brasil as coisas ocorreriam como na América do Norte. O último modelo de Friedman, que supõe que a elasticidade renda da moeda é unitária, não se aplica a países em vias de desenvolvimento, pois nesses, esta elasticidade é muito maior.

A política fiscal e monetária no Brasil não pode ser orientada por teorias, pois ela é ambígua. Talvez fosse o caso de o Brasil nomear uma comissão que, a exemplo da Comissão Radcliffe criada na Inglaterra, reunisse líderes sindicais, banqueiros, empresários, pessoas ligadas ao mercado de capitais e economistas teóricos que procurassem chegar a conclusões baseadas em fatos.

NOTAS DE RODAPÉ

1 LAVINGTON. *English capital market.* London, McMillan, 1921.

2 Este é o multiplicador instantâneo. Na realidade, no modelo do multiplicador, devemos introduzir expectativas, retardos, planos de consumidor e sua concretização. No modelo keynesiano, a renda esperada do período t é igual à renda do período $t - 1$. O consumo planejado (**ex ante**) é função da renda esperada:

$$\text{consumo } \textbf{ex ante} = f\,(Yt - 1).$$

A poupança planejada (**ex ante**) é a diferença entre a renda esperada e o consumo **ex ante**:

$$\text{poupança } \textbf{ex ante} = Yt - 1 - f(Yt - 1).$$

O consumo planejado é concretizado:

$$\text{consumo } \textbf{ex ante} = \text{consumo } \textbf{ex post} = f\,(Yt - 1).$$

Os investimentos planejados são realizados e constantes.

$$I = A$$

A hipótese do modelo é a de que em qualquer período t a renda é igual à soma das despesas de consumo mais as despesas de investimentos:

$$Yt = Ct + A.$$

Temos, então, uma equação de diferenças finitas de primeira ordem:

$$Yt - f(Yt - 1) = A.$$

No caso linear, a equação seria:

$$yYt - cYt - 1 = A.$$

Para resolvê-la, temos que encontrar a equação homogênea:

$$yt - cyt - 1 = 0.$$

No que diz respeito aos problemas econômicos, a equação homogênea é encontrada, fazendo $yt = Yt - \overline{Y}$, em que $\overline{Y}$ é o limite para o qual tende Yt quando t tende para infinito. Este limite, no caso é

$$\frac{A}{1-c}.$$

Logo, de $yt - cyt - 1 = 0$, temos $yt = cyt - 1$, cuja solução é $yt = y_o c^t$.

Substituindo, $Yt = (Yo - \overline{Y})\,c^t + \overline{Y}$.

Como $0 < c < 1$, yt tende para $\overline{Y}$, que é a renda que se mantém estacionária período após período. Em outras palavras, é a renda do Fluxo Circular.

Mas como $\overline{Y} - c\overline{Y} = A$ é também a renda que iguala a poupança **ex ante** com os investimentos, para que isso ocorra é necessário um tempo t.

Existe um ponto que não deve ser esquecido na teoria keynesiana: ela não é, por si mesma, uma teoria do desenvolvimento, e sim uma teoria do emprego. Para Keynes, em oposição a alguns teóricos, como por exemplo Böhm Bawerk, a importância do investimento não reside no fato de ele aumentar a produtividade através do processo indireto de produção. Segundo ele, a feição característica dos investimentos é o fato de eles serem produzidos e não consumidos.

A despesa de investimento é renda para terceiros. Como inexistem, no caso, despesas de consumo, essa renda constitui um direito a haver bens e serviços no futuro.

Importa observar que máquinas importadas não constituem investimentos no sentido keynesiano. Tanto que, se um país importa, digamos, máquinas no valor de 500 cruzeiros, os lançamentos nas contas nacionais serão, segundo as normas das Nações Unidas:

TRANSAÇÕES	Produção		Comércio Exterior		Capital	
	Débito	Crédito	Débito	Crédito	Débito	Crédito
Investimento interno	–	50	–	–	50	–
Investimento externo	–	–	–	-50	-50	–
Importações	–	-50	–	50	–	–
TOTAL	0	0	0	0	0	0

A conta de capital não acusaria, no total, nenhum investimento.

No que concerne à teoria do emprego, essa importação é irrelevante. Efetivamente, a fábrica importadora aumentaria sua capacidade instalada com essa importação. Todavia, a menos que haja demanda, gerada pela renda nacional e pelos bens produzidos pela máquina importada, essa capacidade ficaria ociosa.

3 KEYNES, John Maynard. *Teoria geral do emprêgo, do juro e do dinheiro.* Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1964. (Biblioteca Fundo Universal de Cultura. Estante de economia)

4 KEYNES, op. cit. acima nota 3

5 Capítulo XV do Tratado de Economia Política, Jean Baptiste Say.

6 A técnica matemática utilizada consiste simplesmente em calcular a derivada pela diferencial da função. No exemplo do texto:

$$dY = dC + dI$$

$$dC = \frac{\delta C}{\delta Y} dY$$

$$dI = \frac{\delta I}{\delta i} di$$

$$di = \frac{dM - \frac{\delta L}{\delta Y} dY}{\frac{\delta L}{\delta i}}$$

Reagrupando os elementos, após substituir dC e dI pelos seus valores, obtemos a fórmula do texto.

7 McGraw-Hill, 1962.

8 Se a arrecadação nominal é função da renda nominal, temos:

$PT = f(PY; t)$, em que:

P = Nível de preços
T = Arrecadação real
Y = Renda real
t = Parâmetros que correlacionam a arrecadação nominal com a renda nominal.

Logo,

$$T = \frac{1}{P} f(PY; t)$$

$$\frac{dT}{dP} = \frac{f'(PY; t)\, PY - f(PY; t)}{p^2} =$$

$$= \frac{f'(PY; t)}{P} Y - \frac{f(PY; t)}{p^2}$$

A elasticidade de T em relação a P é:

$$\frac{dt}{dp} \frac{P}{T} = f'(PY; t) \cdot \frac{PY}{f'(PY; t)} - 1.$$

A expressão acima é a elasticidade da arrecadação nominal, menos 1. Ela será, portanto, positiva se essa elasticidade for maior do que 1, o que ocorre no caso de os impostos serem progressivos.

9 Para um exemplo do caso mais simples estudado nos cursos de graduação, ver:

ALLEN, R. G. D. *Economia matemática.* Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1965. p. 50.

10 1948 — W. W. Norton & Company.

11 The American Economic Review — set. 1960.

12 Se a elasticidade renda da demanda de moeda é unitária, o aumento da renda é proporcional ao aumento da demanda de moeda.

Logo, $\lambda M^D = P \,.\, L\,(Y/P\,\lambda; R)$ para qualquer λ.

Fazendo $\lambda = P/Y$,

$$M^D \frac{P}{Y} = P \,.\, L\,(1; R)$$

$$M^D = Y \,.\, L\,(1; R).$$

Como 1 é constante, $M^D = Y\,\phi\,(R)$, em que ϕ é uma relação funcional distinta de L.

Deve-se entender no texto que o L da segunda equação indica uma relação funcional distinta do L da primeira.

A Inflação Mundial e os Países em Desenvolvimento*

Harry G. Johnson**

O objeto deste trabalho é a recente, e ainda contínua, inflação mundial e os problemas que dela se originaram nos países em desenvolvimento. Inicialmente, estabelecerei alguns pontos básicos sobre o conceito do que é inflação mundial.

É consenso geral que a inflação está inevitavelmente associada à expansão excessiva da oferta monetária e é sempre, e em todo lugar, um fenômeno monetário. A compreensão deste fenômeno por parte do público, tem sido prejudicada por todo esse tempo em que convivemos com ele (cerca de dois mil anos) pelo comportamento de Autoridades Governamentais que acreditam que as leis econômicas foram revogadas ou pelo menos suspensas em seu benefício. Existem também aqueles de elevado nível cultural que confiam erroneamente no senso comum de seu universo, e vêem a inflação com base no fato de que alguém, alhures, aumenta anti-socialmente preços ou salários. Vêem a solução na crença falaz de que na medida em que as pessoas deixassem de, egoística e avidamente, aumentar preços ou salários, a inflação desapareceria. Portanto, a compreensão do fenômeno da inflação mundial corrente tem sido dificultada pela afirmação de que esta ocorre devido à irresponsabilidade dos Sindicatos, ou à ganância dos detentores de monopólio, ao aumento dos preços dos gêneros alimentícios exigido por agricultores egoístas, ou ainda ao aumento do preço do petróleo mo-

* Palestra proferida sob os auspícios de Encuentro, Cidade do México, 18 de fevereiro de 1976.

** Professor de Economia da Universidade de Chicago e do Graduate Institute of International Studies, Genebra.

nopolizado pelos países da OPEP (Organização de Países Exportadores de Petróleo). Nenhum desses argumentos é correto, porque todos se referem a mudanças nos preços *relativos* — o preço de uma mercadoria em relação às demais, um problema de economia *real* ou *de troca* — enquanto que a inflação consiste no aumento dos preços de *todos* os bens, em termos de moeda: um problema de economia monetária. Todos estes argumentos têm um grande atrativo do ponto de vista psicológico, tanto para os detentores de altos cargos públicos — porque lhes proporcionam uma desculpa para receberem seus vencimentos, sem executar o trabalho pelo qual são pagos — quanto para o homem comum, condicionado à boa fé de que seu governo sabe o que lhe é mais conveniente, e se algo sair errado é culpa de algum outro cidadão que não está cumprindo seus deveres sociais de maneira leal.

Portanto, a inflação decorre da criação excessiva de moeda. Como pode, então, haver uma inflação mundial, quando cada país tem sua própria moeda, e sua oferta controlada por um banco central nacional inteiramente independente? Esta questão é, também, fonte de mal-entendidos fundamentais. O fato de o banco central de um determinado país afirmar que é independente não significa que o seja de fato. Tampouco significa que controle a taxa de inflação do país ou ainda que essa inflação possa ser atribuída a acontecimentos internos e não compartilhados com outros países. Ao contrário, se os países mantiverem taxas de câmbio fixas, entre sua moeda e a de outros países, conforme ocorreu até 1973, será exatamente como se existisse apenas uma moeda para todos os países: haverá uma inflação mundial, atribuível, em última análise, a uma taxa de crescimento muito rápida da oferta monetária mundial, como um todo, e cada país membro do sistema monetário internacional terá que ter aproximadamente a mesma taxa mundial de inflação, por mais que se iluda pensando em poder desenvolver sua própria política, independentemente dos outros países membros do sistema.

Até fevereiro de 1973, além de poucos meses de **dirty floating*** nas taxas de câmbio no último semestre de 1971, todos os países mantiveram um sistema de taxa de câmbio fixa, e, conseqüentemente, experimentaram uma situação de inflação mundial. A causa imediata desta

* A cotação da moeda, embora determinada pelo mercado, estava sujeita a intervenções do Banco Central a fim de evitar que seu valor se afastasse significativamente de seu *correto* valor. (Nota do Tradutor)

inflação foi a excessiva expansão monetária nos Estados Unidos — altamente contagiosa devido à posição-chave deste país na economia mundial — associada, inicialmente, ao fracasso de financiar sua participação na guerra do Vietnam através dos aumentos necessários na taxação de impostos, e, subseqüentemente, ao fracasso da sua política monetária. A conseqüência não foi somente a inflação nos Estados Unidos e na economia mundial, como também o financiamento inflacionário da guerra, parcialmente às custas de cidadãos e governos de outros países que geralmente não aprovavam publicamente a guerra em si. Mas o financiamento da guerra do Vietnam não é tudo. Há várias evidências de que outros países desenvolvidos — em parte talvez porque a moeda era abundante na economia mundial, e, conseqüentemente, os riscos de se terem déficits no balanço de pagamentos se tornaram menos sérios — também ficaram desejosos de recorrer a políticas monetárias inflacionárias. Duas razões importantes para este fato foram a ênfase crescente dada à eqüidade na distribuição de renda e a preocupação com a qualidade do *meio-ambiente*. Esta última constitui, de certo modo, o legado ao mundo contemporâneo, da resistência da juventude americana à convocação para servir no Exército e se ver, assim, temporária ou permanentemente, privada de participar na próspera sociedade americana.

Mesmo assim, a economia mundial, no final da década de 60, entrou numa fase de inflação mundial. (Vide Tabelas 1 e 2.) No entanto, um resultado das tensões monetárias internacionais geradas pela inflação mundial foi o colapso do próprio sistema monetário internacional, o chamado sistema de **Bretton Woods**, com suas taxas de câmbio fixas, alteráveis em casos de *desequilíbrios fundamentais*, criado após a Segunda Guerra Mundial visando evitar o ressurgimento do problema da deflação mundial ocorrida na década de 30. Será ainda possível falar de *inflação mundial* quando não existe mais um sistema monetário mundial e uma única moeda para todo o mundo? A rigor, e com base na lógica, não é possível.

Em um mundo de taxas de câmbio flutuantes, os países recuperam sua independência monetária, e qualquer inflação que ocorra é de sua responsabilidade e opção. A razão é que eles novamente exercem controle sobre a oferta monetária interna, e sobre qualquer política inflacionária ou deflacionária que resolvam adotar — política inflacionária ou deflacionária sendo definida por comparação com a média de outros países, ou com a média daqueles com os quais mantêm a maior

parte de suas relações comerciais. (Devemos entretanto observar que países como o México, que mantém sua taxa de câmbio fixa em relação ao dólar americano, ou qualquer outro país que estabelece uma taxa fixa em relação ao dólar ou uma moeda européia importante, optaram por ter a inflação prevalecente nos países a cujas moedas relacionaram a sua própria.)

TABELA 1 — A Inflação Mundial (Taxas Anuais de Mudança)

Ano	Estoque de Moeda	Renda Nominal	Nível de Preço
1950	0,1	4,0	−1,2
1951	6,6	14,3	7,6
1952	6,3	7,4	3,2
1953	4,4	5,8	0,7
1954	3,7	2,5	1,0
1955	4,1	8,7	0,4
1956	3,2	6,9	2,1
1957	1,1	6,0	2,8
1958	2,0	2,2	4,0
1959	3,9	6,6	−0,8
1960	3,0	6,8	3,1
1961	4,0	6,0	1,7
1962	6,1	7,8	2,3
1963	7,0	7,0	2,4
1964	6,8	8,4	2,2
1965	6,4	8,2	2,7
1966	5,7	7,9	3,3
1967	6,5	6,4	2,8
1968	8,3	8,2	3,8
1969	6,7	9,1	4,8
1970	7,6	8,5	5,4
1971	13,6	10,2	4,9
1972	15,3	14,1	4,3
1973	13,4	18,4	7,1
1974	10,4	9,0	11,8

FONTE: GENLERG, Hans & SWOBODA, Alexander K. *Causes and origins of the current worldwide inflation.* Geneva, Graduate Institute of International Studies, 1975. [mimeo.]

TABELA 2 — Taxas Médias Anuais de Inflação, 1955-75

A. Países Industriais Selecionados

1955-70		1970-75	
Alemanha	2,4	Alemanha	6,2
Canadá	2,5	Estados Unidos	6,8
Estados Unidos	2,5	Canadá	7,3
Bélgica	2,6	Suíça	7,7
Suíça	2,6	Suécia	7,9
Austrália	2,7	Noruega	8,4
Itália	3,2	Bélgica	8,4
Reino Unido	3,6	Holanda	8,6
Holanda	3,7	França	8,8
Noruega	3,9	Austrália	10,3
Suécia	3,9	Itália	11,3
Japão	4,5	Japão	11,3
França	4,6	Reino Unido	13,0
MÉDIA	3,3	MÉDIA	8,9
VARIAÇÃO	2,2	VARIAÇÃO	6,8

B. Países Menos Desenvolvidos Selecionados

1955-70		1970-75	
Guatemala	0,5	Tunísia	5,2
El Salvador	0,6	Egito	5,9
Panamá	0,8	Iraque	6,3
Malásia	0,9	Panamá	7,2
Singapura	0,9	Malásia	7,3
Iraque	1,9	Sri Lanka	7,4

cont.

conclusão

B. Países Menos Desenvolvidos Selecionados

1970-75		1955-70	
Grécia	2,0	El Salvador	7,8
Tailândia	2,1	Marrocos	8,3
Sri Lanka	2,1	Guatemala	8,4
Tunísia	2,7	Tailândia	8,8
Marrocos	2,7	Irã	9,5
Síria	2,7	Singapura	10,5
Equador	2,8	Síria	11,2
Egito	2,9	Paraguai	11,6
México	3,0	Índia	11,7
Paquistão	3,0	México	12,1
Irã	3,4	Espanha	12,1
Nigéria	4,1	Taiwan	12,2
Filipinas	4,7	Grécia	12,3
Gana	5,4	Peru	12,8
Índia	5,8	Equador	13,5
Taiwan	5,8	Nigéria	14,2
Espanha	6,8	Filipinas	15,1
		Paquistão	16,8
MÉDIA	2,9	MÉDIA	10,3
VARIAÇÃO	6,3	VARIAÇÃO	11,6

FONTE: [a] INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington, IMF, 1972. Supplement.

[b] ———. Washington, IMF, *29*(4):2-450, Apr. 1976.

Portanto, estritamente dentro da lógica, o conceito de inflação mundial perdeu seu significado com o colapso do sistema monetário internacional ocorrido no período de fevereiro a março de 1973. Mas, a lógica nem sempre é o melhor caminho para se entenderem os fenômenos econômicos. Devemos, também, ter em mente a dimensão de tempo exigida para o ajuste a mudanças nas circunstâncias econômicas; a força e persistência dos hábitos tradicionais de pensamento, especialmente entre aqueles que, por acumularem anos de experiência, podem assumir posições a nível de decisão; e a conveniência política de se criarem mitos em relação à natureza do mundo, especificamente das causas de problemas cuja existência seja desagradável a políticos e àqueles que formulam as políticas governamentais.

Para ser mais preciso, a inflação mundial já nos assolava antes mesmo do colapso do sistema monetário internacional, no início de 1973; e a inflação (do mesmo modo que uma grave depressão), uma vez iniciada é difícil e demorada de ser contida. E, de fato, apenas nos últimos dois anos é que começaram a aparecer em dados estatísticos diferenças cruciais entre aqueles países que estão seriamente determinados a conter a inflação, e os que não estão ou decidiram tomar esta medida recentemente. (Vide Tabela 3.) Anteriormente, era perfeitamente cabível referir-se a uma inflação mundial no sentido de que todos os países enfrentavam um problema comum: conviver com o impacto interno de um processo inflacionário que havia se originado como um fenômeno mundial, e até então inevitável.

À parte desta relação bastante lógica entre uma causa comum e um conjunto também comum de conseqüências, a transformação do sistema monetário internacional em um sistema de taxas flutuantes foi, rapidamente, seguida por dois eventos que não precisavam ter provocado (mas que os governos em geral permitiram) conseqüências inflacionárias. Um foi a *crise do petróleo*, resultando daí a quadruplicação do seu preço; o outro foi o aumento violento nos preços dos gêneros alimentícios — uma reação a uma escassez *real*, causada pelo fato de as fases de expansão do ciclo econômico, nos principais países, estarem (o que não é comum) perfeitamente sincronizadas, em contraste com a experiência normal de se encontrarem alguns países em fase decrescente ou em início de expansão do ciclo econômico; outros, no entanto, estão atingindo o auge de suas economias. Como foi mencionado, esses acontecimentos envolveram mudanças nos preços *relativos* e não precisavam, necessariamente, criar uma situação de aumento em todos os preços, muito menos produzindo um ímpeto inflacionário contínuo. No entanto, permitir o agravamento do ímpeto inflacionário era o caminho mais fácil para os **policy-makers**, principalmente em face da sensibilidade po-

lítica de seus *constituintes* ante os aumentos nos preços dos gêneros alimentícios, assim como no custo da energia para a calefação e transporte.

TABELA 3 — Variação nas Taxas de Inflação Nacional (Soma dos Desvios Absolutos da Taxa Mundial de Inflação)

ANO	PERCENTUAL
1960	9,2
1961	9,0
1962	17,7
1963	19,4
1964	14,2
1965	12,1
1966	10,5
1967	6,4
1968	11,2
1969	14,5
1970	13,8
1971	14,1
1972	14,5
1973	12,4
1974	37,0
1975	34,1*

* Estimativa preliminar.

FONTE: [a] FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. *Rates of change in economic data for ten industrial countries (Belgium, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Netherlands, Switzerland, United Kingdom, United States)* St. Louis |s.d.|

[b] FAND, David I. World reserves and world inflation. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review,* (115):347-69, Dec. 1975.

Nestas circunstâncias, era óbvio e politicamente conveniente, para os **policy-makers**, reforçar a idéia de que a inflação era um problema mundial, aquém de seu controle; ter o reconhecimento público pelo esforço em contornar dificuldades insuperáveis; e restringir suas ações a atitudes e a denúncias de grupos impopulares, que poderiam ser acusados de obterem vantagens injustas ao se protegerem contra o infortúnio comum da inflação. Neste contexto, era particularmente conveniente atribuir (incorretamente) a crise do petróleo aos países árabes, que

não eram considerados, pela maioria das pessoas como membros do *Terceiro Mundo*, e que, por razões históricas e religiosas, tendiam a ser encarados pelo mundo ocidental com desprezo e antipatia, mesclados de preocupação e desconfiança. Era, também, politicamente conveniente para a maioria dos países — incluindo os Estados Unidos — (em relação a algumas **commodities**), que os preços dos gêneros alimentícios tendessem a ser determinados pelos preços internacionais ou identificados com os dos produtos importados, para que a inflação interna pudesse ser facilmente identificada com o aumento nos preços dos alimentos importados e, conseqüentemente, com uma *inflação mundial* gerada por forças que fugiam ao controle do próprio país. Esta identificação é, sem dúvida, falaz porque negligencia o papel da taxa de câmbio do país, determinando o equivalente em moeda nacional dos preços externos de bens importados. O aumento dos preços externos pode ser compatível com a queda dos preços internos, caso a taxa de câmbio se eleve com suficiente rapidez; entretanto, como já foi mencionado, era mais fácil culpar a *inflação mundial* do que chamar a atenção para a política monetária interna, e outras que asseguravam uma taxa-base de inflação interna e permitiam a elevação dos preços domésticos das importações para agravar esta taxa-base.

Estas observações ilustram o terceito ponto mencionado anteriormente, relativo à conveniência política do mito da inflação mundial como excusa de os **policy-makers** não adotarem medidas antiinflacionárias impopulares, que a liberdade de flutuação das taxas de câmbio lhes permitiu, após fevereiro de 1973. Acredito porém, que deveria ser dada maior importância ao segundo fator citado, ou seja, à força dos pontos de vista costumeiros entre aqueles aptos a ocupar posições-chave na formulação da política econômica. Apesar de o sistema monetário internacional de taxas de câmbio fixas ter se transformado num regime de taxas flutuantes, em fevereiro-março de 1973, os responsáveis pela formulação da política dentro do novo sistema — tanto a nível de governo nacional, quanto a nível do Fundo Monetário Internacional — parecem ter tido, e continuam a ter, dificuldades virtualmente insuperáveis em tentarem não só se libertar da idéia de que o sistema de taxas flutuantes é apenas uma medida temporária tendendo a voltar a um sistema de taxas fixas, como também (o que é pior) se libertar da idéia de que o que o mundo tem agora ainda é um sistema de taxas fixas, que funciona da mesma forma que este sistema. Logo, se os **policy-makers** de um país pensam em termos de taxas fixas, esperam que o aumento dos preços

externos gere inflação internamente e orientam sua política monetária doméstica de modo a acomodar essa inflação esperada temendo gerar um desemprego em seu país, caso tentem eliminar o impacto interno da inflação mundial por meio de uma política nacional deflacionária, o que acarretará para o país inflação interna e uma taxa de câmbio bastante estável. Em outras palavras, os resultados serão, de certo modo, os mesmos, como se o país tivesse uma taxa de câmbio fixa e tivesse que se conformar com a inflação mundial. Portanto, parecerá, erroneamente, que um sistema de taxas flutuantes opera como um sistema de taxas fixas, e é regido pela mesma lógica. Vale observar também, que a mesma semelhança de identificação entre um sistema de taxas fixas e um de taxas flutuantes pode ser obtida devido a várias outras falhas por parte dos **policy-makers**, em compreender e obter vantagens da liberdade de colocarem em prática uma política monetária e antiinflacionária interna discricionária, oferecida pelo sistema de taxas de câmbio flutuantes. Por exemplo, as indústrias de exportação ou aquelas que concorram com importações, cujos líderes pensam em termos de uma análise de equilíbrio econômico parcial, naturalmente tendem a encarar qualquer valorização da moeda como criando uma situação desvantajosa em termos de capacidade de competição internacional para seus produtos; pressionarão o governo, provavelmente com sucesso, para efetuar políticas de contenção da taxa de câmbio, o que exigirá, automaticamente, o apoio de uma política monetária expansionista (e inflacionária). Um outro exemplo, que muito me impressionou como cidadão canadense, é que se as Autoridades Monetárias consideram um determinado diferencial entre as taxas de juros do seu país e dos Estados Unidos como um fato normal e desejado a ser mantido pela política monetária, o país terá que seguir uma política monetária que produza, grosso modo, a mesma taxa de inflação que a americana, a fim de evitar que a relação *real* normal entre as taxas de juros internas seja distorcida por diferentes taxas de inflação esperadas e expectativas associadas de futuras mudanças nas taxas de câmbio. (Tecnicamente, podemos escrever $i_d = r_d + \Pi_d$; $i_u = r_u + \Pi_u$; $e_d = \Pi_d - \Pi_u$ onde i é taxa monetária de juros; r, taxa real; Π, taxa de inflação esperada; e, taxa de mudança da taxa de câmbio definida como o preço do dólar americano em termos de moeda nacional; e d e u se referindo a variáveis nacionais e americanas, respectivamente. Logo, $i_d - i_u = r_d - r_u$ que requer $\Pi_d = \Pi_u$, que implica a condução da política monetária de modo que $\Pi_d = \Pi_u$ e $e_d = 0$, ou seja, estabilidade da taxa de câmbio correspondente ao dólar americano.)

Como exemplo final e mais óbvio, se os **policy-makers** acreditam simplesmente que haja um valor *certo* ou *natural* (ou qualquer outro adjetivo cheio de juízo de valor ou chauvinista) para a sua moeda em relação ao dólar americano ou a qualquer outra moeda forte, e expressam essa convicção em sua política, eles terão se comprometido por razões práticas, com um sistema de taxas fixas mesmo que sua taxa de câmbio esteja nominalmente livre para flutuar. E, enquanto os **policy-makers** pensarem e agirem desta maneira (como vêm fazendo, de modo geral) será válido usar o conceito de inflação mundial, embora o economista, que assim o faz, ajude a perpetuar um mito e estimule a estagnação intelectual que é, em qualquer caso, a doença ocupacional incurável dos **policy-makers**.

Examinarei agora os problemas que a inflação mundial acarretou para os países em desenvolvimento. Para iniciar, entretanto, é melhor afastar determinados problemas freqüentemente identificados e considerados como decorrentes da inflação mundial, embora não devessem ser vistos desta forma.

Em primeiro lugar, o aumento no preço do petróleo repercutiu seriamente na renda real dos países em desenvolvimento não produtores de petróleo, que se situam, em sua maioria, fora do Oriente Médio. Mas, esse aumento monopolista no preço do petróleo tem pouca relação com a inflação mundial. Não se pode dizer que esteja totalmente dissociado dela, porque muito antes do aumento, os países da OPEP haviam revelado uma preocupação com o fato de ser o preço do petróleo fixado em termos do dólar americano — embora com um *fator inflacionário* consistindo de um aumento anual dos preços projetado para compensar a inflação americana[1]. No entanto, a inflação contínua nos países mais importantes, após 1973, realmente serviu para reduzir o ônus real do aumento no preço do petróleo porque o poder de compra do preço do dólar diminuiu substancialmente. De fato, o preço do petróleo começou a cair em termos reais, conforme haviam previsto alguns observadores em 1973/74. A razão principal desta previsão era que a necessidade de receita acabaria finalmente com a cooperação entre os membros da OPEP e levaria a uma redução nos preços, premeditada ou dissimulada. Esta lógica econômica elementar, amplamente verificada por experiên-

[1] Incidentalmente, o índice de inflação foi fixado em 8% ao ano — taxa que, à primeira vista pareceu extremamente elevada, mas que, de três anos para cá, passou a situar-se abaixo da taxa efetiva.

cias passadas de cartéis de elevação de preços, não foi muito aceita na época, embora a tentativa de conter a inflação contínua e a recessão geral tenha de fato contribuído para que o resultado do raciocínio lógico fosse correto. A necessidade de receita dos países da OPEP expandiu-se mais rapidamente do que grande parte dos observadores achava possível, parcialmente como resultado dos desperdícios envolvidos em programas excessivamente dispendiosos e, parcialmente, como resultado do efeito da inflação contínua sobre o custo do dinheiro. Por outro lado, a depressão diminuiu a demanda por petróleo apesar dos esforços (mal conduzidos) dos governos democráticos em manter os preços da energia interna em baixa, enquanto faziam um apelo ao público para que não a desperdiçasse. Com o decorrer do tempo, o preço do petróleo provavelmente subirá mais significativamente do que durante a *revolução*, que caracterizou a mudança do carvão para o petróleo, das décadas de 50 e 60, mas manter-se-á substancialmente mais baixo, em termos reais, do que tem sido nos últimos dois anos e meio. De qualquer modo, os problemas econômicos no lado real, associados aos preços do petróleo, devem ser distinguidos dos problemas monetários da inflação mundial.

Em segundo lugar, usando o mesmo tipo de raciocínio, o problema da inflação mundial para os países em desenvolvimento deve ser, nitidamente, dissociado da queda rápida nos preços *relativos* dos gêneros alimentícios e matérias-primas, já que o **peak** foi atingido há alguns anos atrás. A queda recente nos preços *relativos* dos produtos primários tem sido excepcionalmente rápida e brusca para alguns países em desenvolvimento não só porque o auge do **boom** usual foi excepcionalmente alto, mas também porque a recessão subseqüente tem sido excepcionalmente intensa devido à determinação de certos governos de importantes países desenvolvidos — principalmente os Estados Unidos, Alemanha e Japão — de combaterem e vencerem totalmente a inflação, sem levar em conta o custo temporário em termos de desemprego e baixa produção. Os dois elementos — o **peak** associado à inflação mundial e a pequena depressão associada a certas políticas antiinflacionárias — devem ser lembrados quando avaliamos as implicações de experiências recentes nos países em desenvolvimento. O **peak** e a depressão apresentaram um movimento cíclico. Infelizmente, constatei — baseado no comportamento de agricultores em países desenvolvidos, o que deve servir também para entender as atitudes dos porta-vozes e dos teóricos dos países em desenvolvimento — que todos os agricultores estão firmemente convencidos de que o preço mais alto já obtido por seus produtos deveria ser considerado o preço mais baixo que obteriam para os mesmos produtos. Esta atitude é, geralmente, acompanhada pela idéia de que, já que o alimento é indispensável para o homem, ele deveria pagar por este tanto quanto lhe obriguem a pagar, sem que para isso morra de fome.

Entretanto, estes problemas não têm relação alguma com a inflação mundial, a não ser, talvez, pelo fato de fornecerem evidências históricas que podem ser deturpadas, visando compensar uma suposta injustiça. Nem mesmo o fenômeno da inflação mundial reforça os argumentos alegados para elevarem-se os preços reais dos produtos primários pela cartelização. Esta tem sido definida (para se tornar mais atrativa) como *uma política de integração das mercadorias* ou *uma nova ordem econômica internacional*, apesar dos argumentos recentes bastante usados para *indexar* os preços dos produtos primários em termos de preços de bens manufaturados, o que tenta afastar a lógica dos contratos de *indexação* expressos em termos de dinheiro, com vistas a fortalecer argumentos no sentido de aumentar e depois estabilizar os prazos de negociação dos países em desenvolvimento fornecedores de matéria-prima. O motivo é muito simples: a *indexação*, tal como vem sendo discutida na literatura atual sobre economia monetária, é um modo de proteger o ator econômico individual da redistribuição arbitrária da renda real, causada pela irresponsável e inflacionária administração econômica governamental (ou, concebivelmente deflacionária), acarretando um movimento inflacionário do nível geral de preço ou *monetário*. Os esquemas para fixar o preço *relativo* de um determinado produto (seu poder real de compra em relação a outros bens) e para evitar os efeitos do ônus real de oferta e procura, que poderiam também alterar esses preços *relativos*, são um problema bem diferente. De fato, o estágio mais recente da pesquisa econômica sobre o problema de *indexar* a inflação tem se preocupado em demonstrar que numa economia onde ocorrem mudanças de caráter *monetário* e *real*, a própria *indexação* introduzirá perturbações econômicas e cálculos errôneos, e que o *grau ótimo* da *indexação* não alcança sua plenitude, numa medida determinada pelas magnitudes e freqüências relativas das perturbações *reais* e *monetárias*.

Então, que problemas especiais (caso haja algum) surgem para os países em desenvolvimento por causa da inflação mundial? Já falamos de um: o efeito da inflação inesperada, ou de uma aceleração inesperada na taxa normal de inflação, ao se reduzir o valor real das expor-

tações negociadas previamente, em termos de preços monetários fixos. Este problema, que se faz necessário ressaltar para aqueles que não tiveram ocasião de experimentá-lo, surgiu durante o **boom** dos preços dos produtos primários de 1950-52, provocado pela curta Guerra da Coréia; no entanto, esta época exerceu tal influência no pensamento econômico popular e governamental, que a reivindicação oficial, pelo menos no sudeste asiático (beneficiários dos preços excepcionalmente elevados da borracha e estanho), era de que os altos preços de exportação de mercadorias traziam conseqüências negativas, pois elevavam o custo de vida para os trabalhadores urbanos e desviavam os agricultores dos objetivos governamentais de alcançarem a auto-suficiência nos gêneros alimentícios. Os governos subseqüentes dos países em desenvolvimento independentes tornaram-se, desde então, muito mais sofisticados, no sentido de julgarem que não há razão para que os preços elevados das mercadorias exportadas devam ser determinados por agricultores ignorantes, mas sim pela burocracia de um governo preparado em nome da promoção do desenvolvimento econômico, justiça social, ou qualquer outro pretexto.

O problema do prejuízo nas exportações que provém dos efeitos de uma inflação inesperada, é, todavia, necessariamente passageiro. Uma vez que a inflação é prevista, ou os contratos monetários deverão ser *indexados* adequadamente para fornecer o preço real de compra, ou os produtores (e mesmo seus governos agindo em seus próprios nomes) deixarão de fazer contratos a longo prazo e se arriscarão no mercado quando o produto estiver pronto para entrega. O problema de longo prazo (conforme os estudiosos em inflação dos países desenvolvidos já perceberam) é o efeito perturbador das variações inesperadas — aceleração e desaceleração — na própria taxa de inflação, associada a mudanças na ênfase da opinião pública e determinações na política governamental quanto à importância relativa a ser designada para conter a inflação e à realização de todos os objetivos promovidos, a curto prazo, por esta inflação, resultando em variações na taxa de inflação e no nível da atividade econômica. Observemos que expus este problema de um modo bastante complexo, porque as pesquisas a respeito da teoria e da avaliação empírica da chamada **Phillips Curve Trade-off** entre inflação e desemprego, verificaram que não há tal **trade-off** a longo prazo, ao passo que pesquisas mais recentes, com base na abordagem das *expectativas racionais* têm enfatizado que são apenas as mudanças inesperadas na política governamental que impulsionam o comportamento da economia real. Esta questão pode ser vista de outro modo, ou seja, relacionada à experiência latino-americana com a grave inflação crônica endêmica — por sinal experiência pouco conhecida ou analisada pelos maiores economistas dos países desenvolvidos. Ocorre que, uma vez que a inflação do tipo endêmica, porém caracteristicamente **stop-go**, firma posição numa economia, torna-se mais importante, para o economista, formular previsões informadas sobre possíveis mudanças na taxa de inflação e na política governamental, do que avaliar o tipo de mercado, demanda e informação sobre custo, que é, segundo a análise tradicional da economia, a força de um sistema econômico competitivo relativamente livre (descrição aqui usada para incluir o sistema contemporâneo ocidental *misto* de empresas estatais e privadas). E isto, por sua vez, dá lugar não só a tomadas de decisão ineficientes e inúteis para o desenvolvimento e modernização econômica, como também a uma injustiça, que me parece gritante, na distribuição de renda e riqueza.

É verdade que um certo número de países em desenvolvimento, especialmente (mas não exclusivamente) na América Latina, há muito tempo insistem em criar para si mesmos este problema, além de estimularem os efeitos inibidores do desenvolvimento, através de políticas de intervenção interna nos preços, que visam proteger a renda real de grupos sociais representativos dos efeitos da inflação, e de políticas de intervenção econômica internacional que visam preservar uma taxa de câmbio fixa apesar da inflação interna estar crescendo muito mais rapidamente do que a tendência ascendente vagarosa dos preços mundiais. Mas os países menos desenvolvidos, em geral, tiveram, até o surgimento da inflação mundial, a importante — embora subestimada — vantagem de negociar com um conjunto de países desenvolvidos, caracterizados por um crescimento econômico sustentado, razoavelmente firme, apresentando preços bastante estáveis (ou melhor, aumentando lentamente). Este clima, favorável ao desenvolvimento econômico, é o que foi destruído, pelo menos temporariamente, pela inflação mundial. Ele é, com toda probabilidade, muito mais importante para o desenvolvimento dos países em desenvolvimento do que os vários obstáculos impostos ao seu desenvolvimento por políticas de mercado protecionistas nos países desenvolvidos, ou as diferentes políticas de *monopólios correspondentes*, e de monopólio coletivo que estão sendo exigidas por pressões advindas da United Nations Conference on Trade and Development, sob o título de **Uma Nova Ordem Econômica Internacional.**

Quais são as chances (se é que há alguma) de voltarmos à época que, cada vez mais, se caracteriza como a *idade de ouro* no desenvolvimento econômico mundial, ou seja, o período de crescimento estável do final da década de 50 e início de 60? E o que podem fazer as nações em desenvolvimento (se é que podem fazer alguma coisa) para apoiar e facilitar a restauração de tais condições?

Lamento ter de revelar meu pessimismo quanto à primeira pergunta. Há duas razões para tal afirmação. A primeira já foi tratada quando nos referimos à experiência latino-americana. É o perigo de a economia mundial se estabelecer dentro dos padrões de quase-equilíbrio da inflação **stop-go**, segundo os quais a democracia política é sustentada na medida em que, primeiramente, os defensores da estabilidade monetária e depois aqueles que defendem a política de crescimento, o pleno emprego e a justiça social, se revesem no estabelecimento das *alavancas* da política econômica. A questão-chave, aqui, diz respeito à situação política e aos eventos políticos prováveis nos Estados Unidos, neste ano de eleições. O Presidente Ford — cujo acesso à Presidência é o resultado de uma única série de acidentes políticos — até agora se manteve firme e compatível com sua política de não permitir que a recuperação da recessão ignore a necessidade de frear as expectativas inflacionárias e o processo inflacionário. No entanto, as exigências de uma expansão mais rápida, ou pelo menos de uma maior proteção contra os efeitos do desemprego que ameaçariam anular o que foi aprendido em termos de antiinflação, estão aumentando, e uma vez que o Presidente Ford está, sem dúvida, certo da reeleição, prefere ceder à tentação de acelerar a recuperação por meio de uma expansão monetária inflacionária.

As outras razões que acarretam dúvidas dizem respeito às linhas atuais de evolução do sistema monetário internacional, as quais são complexas demais para serem analisadas aqui. Em poucas palavras, o Fundo Monetário Internacional foi criado, especificamente, para evitar o ressurgimento da falta de liquidez mundial que reforçou a Grande Depressão dos anos 30. Desde então esteve a favor da expansão da liquidez mundial como um remédio para os males do mundo, embora o problema tenha se tornado o oposto do que ocorreu nos anos 30, ou seja, a expansão excessiva da liquidez internacional sustentando a inflação mundial. E esta posição pró-inflacionária tem sido reforçada pela tendência natural do Fundo, assim como de outras instituições

internacionais e quase-governamentais, de tentar fortalecer seu apoio e aceitação política, atendendo aos interesses especiais de grupos de participantes politicamente poderosos. Especificamente, o Fundo tem procurado cultivar o apoio em duas áreas por meio de instrumentos potencialmente inflacionários. Em primeiro lugar, tem ampliado, constantemente, seu papel de emprestador de liquidez internacional, para os países em desenvolvimento, com dificuldades no balanço de pagamentos. Em segundo lugar, tem colaborado no desenvolvimento de um acordo entre o desejo europeu de devolver ao ouro seu importante papel como forma de liquidez internacional, e o desejo americano de desmonetizá-lo e torná-lo um bem como qualquer outro; este acordo, afastados os detalhes técnicos e doutrinários, significa a volta das reservas oficiais de ouro ao total das reservas monetárias mundiais disponíveis, valendo quatro vezes mais seu valor monetário original.

O que podem fazer os países menos desenvolvidos para criar condições para um crescimento econômico mundial estável? Mais uma vez, minha resposta tem que ser pessimista. Esses países têm muito pouco a fazer, a não ser incentivar ou combater as políticas adotadas ou recomendadas nos países desenvolvidos, tendo como base o interesse mundial, que também deve ser levado em conta juntamente com os interesses nacionais. Infelizmente, no entanto, as atitudes dos países em desenvolvimento têm uma influência indireta, visto que a busca do interesse nacional, por parte desses países, estabelece um tom ou clima para a busca do interesse nacional por parte dos países desenvolvidos. Neste sentido, podemos (se quisermos ser bastante realistas) identificar um processo no qual a busca do interesse próprio por parte dos países em desenvolvimento (ou mais precisamente daqueles cujos políticos e intelectuais têm concentrado sua atenção na busca de um desenvolvimento e prosperidade sem sacrifícios, ao perorarem, com grande dose de indignação moral, em prol de concessões especiais e tratamento com base em supostos erros econômicos passados) afastou, gradualmente, todas as possibilidades de qualquer ajuda significativa, no processo de desenvolvimento, por parte dos países desenvolvidos. Logo, a procura por ajuda, sem implicar em laços de dependência, deparou-se com a realidade de uma crescente contenção de qualquer tipo de auxílio; a procura por preferências comerciais unilaterais para os produtores dos países em desenvolvimento em mercados de países desenvolvidos, transformou-se numa realidade de acesso cuidadosamente restrito aos mercados e no desenvolvimento de um novo neocolonialismo sob a for-

027 – MERCADO DE ATIVOS FINANCEIROS NO BRASIL (PERSPECTIVA HISTÓRICA E COMPORTAMENTO RECENTE)
pp. 264 1974
Examina o mercado de ativos financeiros no Brasil em sua perspectiva histórica buscando relacioná-lo ao processo de desenvolvimento econômico.

028 – PUBLIC DEBT MANAGEMENT AND MONETARY POLICY IN BRAZIL
pp. 128 1974
Analisa o processo de desenvolvimento do mercado de títulos da Dívida Pública enfatizando a experiência acumulada pelo Banco Central do Brasil na condição das operações de *open-market*.

029 – POLÍTICA MONETÁRIA E DÍVIDA PÚBLICA
pp. 400 1974
Reúne os trabalhos apresentados durante o I Seminário Interamericano de Política Monetária e Administração da Dívida Pública realizado pelo IBMEC e pela ANDIMA em fevereiro de 1974.

031 – REGULAÇÃO E CONTROLE DO MERCADO DE CAPITAIS (O PAPEL DA SEC NA EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA)
pp. 100 1974
Analisa o sistema de regulação e controle do mercado de títulos nos EUA, enfatizando o papel e os poderes da SEC (Securities and Exchange Commission), e a própria filosofia que orienta a atuação daquele organismo.

032 — "COMMODITIES": O PREÇO DO FUTURO
pp. 142 1974
Este trabalho visa transmitir ao leitor, muito mais que o funcionamento do mercado de "Commodities", a importância (para a globalidade do sistema) da integração Produtor-Industrial-Exportador-Instituições Financeiras e dos mecanismos de interação que aceleram as respectivas "perfomances" de cada setor; demonstra ainda a efetiva exeqüibilidade da convivência Governo-Setor Privado em uma política de comercialização que reciprocamente atenda aos interesses do Estado e da empresa.

033 – O MERCADO DE CAPITAIS NO JAPÃO
pp. 191 1975
Este trabalho visa não só identificar os aspectos típicos e particulares à economia japonesa, mas também descrever as principais características das instituições e ativos financeiros que compõem o atual quadro do mercado de capitais japonês.

036 — HISTÓRIA MONETÁRIA DO BRASIL (1900-45)
pp. 198 1975
A política monetária brasileira referente à primeira metade do século XX é cuidadosamente examinada neste trabalho elaborado pelo economista Paulo Neuhaus. As tendências da atividade econômica, dos preços e taxas de câmbio são resumidas e intercaladas com as mudanças no contexto político e nos padrões de políticas econômicas. Sem dúvida alguma, trata-se de um trabalho que deve ser recomendado a todos os interessados no desenvolvimento monetário do Brasil na primeira metade do século, bem como aos estudiosos de História do Brasil e aos estudantes de Economia, sobretudo por suas lições de como aplicar, relevantemente, os instrumentos de sua ciência na análise e interpretação do que acontece no mundo real.

037 — OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NO BRASIL
pp. 174 1975
O presente trabalho apresenta os resultados da segunda parte de uma ampla pesquisa desenvolvida no Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais sob a coordenação do economista Claudio Roberto Contador cujo objetivo foi analisar a Dimensão, Evolução, Comportamento e "Performance" dos Investidores Institucionais no Brasil. Sua inclusão no programa de trabalho do Departamento de Estudos e Pesquisas do IBMEC deveu-se à constatação de que a comunidade financeira e o meio acadêmico ressentiam-se de um trabalho de profundidade referente à realidade brasileira que facilitasse a compreensão dos efeitos da existência dos investidores institucionais, de um lado, sobre a estrutura e modo de funcionamento do Mercado de Capitais e, de outro, sobre a canalização de recursos para as empresas por via acionária.

Revista Brasileira de Mercado de Capitais • *Rbmec*

Preços para 1976 ☐ Assinatura Nova ☐ a Renovar

Rbmec 5

no País

Número Avulso Cr$ 25,00 Volume(s)..... Número(s)..... (Número Atrasado Cr$ 28,00)

Assinatura Anual

Volume 2 nº4 a Volume 2 nº6 ☐ Cr$ 75,00 (Porte Simples) ☐ Cr$ 100,00 (Registrado)

no Exterior

Assinatura Anual (Porte Simples)

Grupos	Via Superfície (US$)	Via Aérea (US$)
1º) Américas do Sul e Central	☐ 10,00	☐ 13,00
2º) América do Norte, Portugal, Espanha e Colônias ou ex-Colônias Portuguesas e Espanholas	☐ 10,00	☐ 14,00
3º) Demais Países		

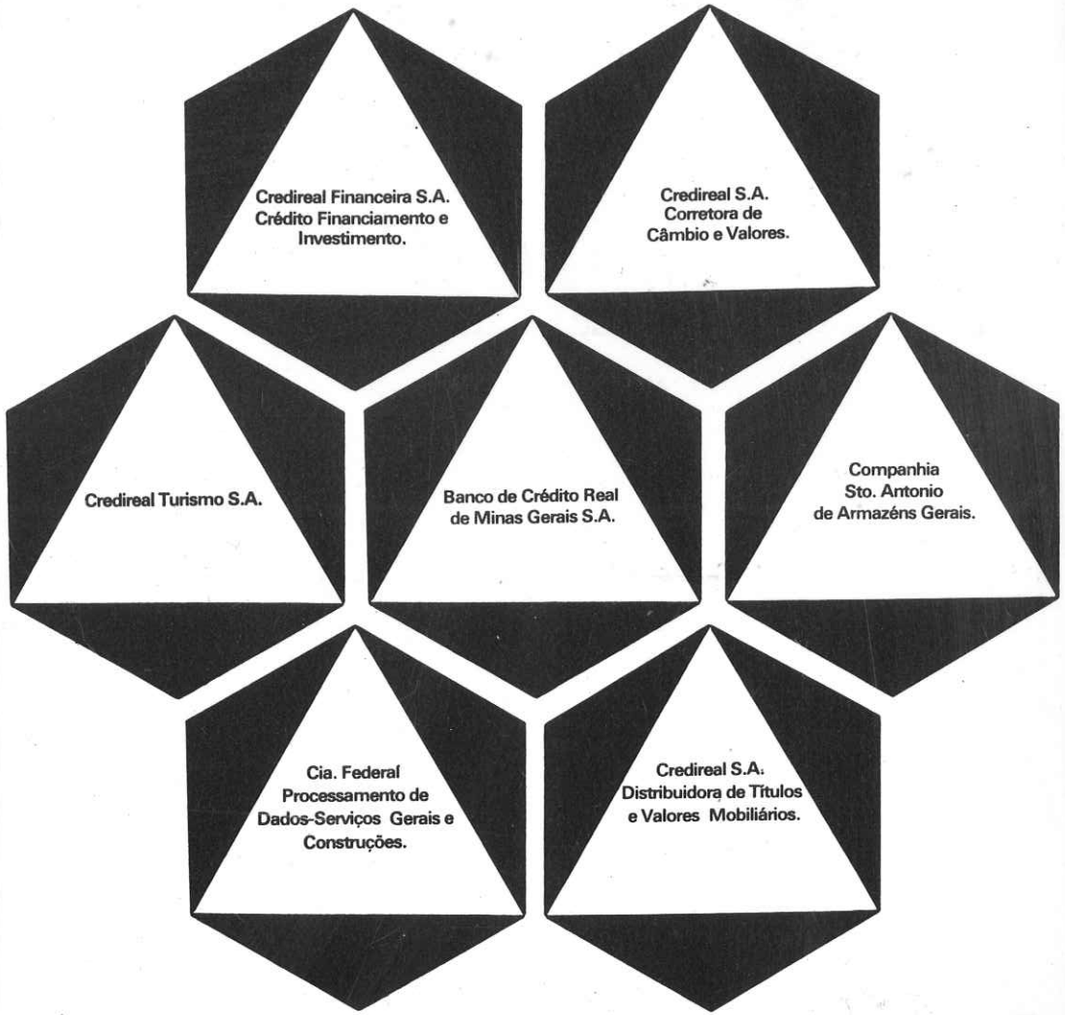
ÊSTE LIVRO DEVE SER DEVOLVIDO NA ÚLTIMA DATA CARIMBADA

5 MAI 91			
5 MAI 91			
5 MAI 91			
12 MAI 91			

MOD. B 63 BIBLIOTECA P. U. C. R. J.

N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais

v.2, n.5, maio 1976 PUC-Rio - PUCB 00205193



O Grupo Financeiro que reconhece o que você faz por ele, vai fazer ainda mais por você. Agora ele ficou mais forte.

Justamente por reconhecer que a grandeza de um Grupo Financeiro é feita por seus clientes, é que o Grupo Credireal procura sempre dar o melhor serviço a você. E isto ele já vinha fazendo através de suas seis empresas, com participação nas áreas financeiras, de turismo, armazéns gerais, processamento de dados, construções. Agora o Grupo Credireal ficou ainda mais forte, com a aquisição da Credireal Distribuidora. Na Credireal Distribuidora, você encontra a mesma eficiência e o mesmo padrão de serviços das demais empresas que compõem o Grupo Credireal. Porque o Credireal sabe que nenhum Grupo Financeiro é realmente grande se os seus clientes se sentem pequenos dentro dele.

GRUPO CREDIREAL

Um Grupo Financeiro liderado pelo Banco de Crédito Real de Minas Gerais S.A.