Pela primeira vez a CIS está torcendo para que o fogo não apague.

As chamas que indicam o funcionamento das indústrias do Pólo Petroquímico do Nordeste significam a criação de 12.500 empregos diretos e 1 bilhão de dólares anuais de dispensa de importações.

Só por este motivo, já seria justo que a CIS torcesse para que elas estivessem sempre acesas.

Mas há outros.

Em primeiro lugar, a Internacional é a maior seguradora do Pólo, pois detém 80% da totalidade dos seus seguros.

Depois, através de sua participação na Nitrocarbono e na Cobafi, em investimentos agregados de mais de 250 milhões de dólares, a Internacional é, também, seu maior investidor privado.

Esse convívio, de segurador e segurado, lhe permite ser a mais especializada seguradora industrial do Brasil.

Quem elabora seguros para uma das mais sofisticadas indústrias de nosso tempo, pode garantir a qualquer cliente a proteção mais efetiva e econômica, seja qual for o ramo em que opere.

CIS

Internacional de Seguros

A maior seguradora do Pólo Petroquímico do Nordeste e seu maior investidor privado.

Revista Brasileira de Mercado de Capitais — Vol. 4 - Nº 12 - Set./Dez. 1978 • I B M E C

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 4 - Nº 12 - Set./Dez. 1978

P332.678
1

ARTIGOS

Bancos Estaduais de Desenvolvimento: Conflitos de Objetivos e a Estratégia de Atuação Regional — Pedro Carvalho de Mello

A Empresa Estatal no Mercado de Capitais — Walter L. Ness, Jr.

Crescimento, Ciclos Econômicos e Inflação: Uma Descrição do Caso Brasileiro — Claudio Roberto Contador

As Indecisões do Intervencionismo no Brasil após 1930. Estudo de um Caso: A Política Cambial do Brasil na Época Vargas — Geraldo de Beauclair M. de Oliveira

Os Mercados Monetário e de Capitais de Economias em Desenvolvimento — Uma Argumentação em Favor do Planejamento — David Gill

Estrutura do Mercado das Sociedades Corretoras — Miguel Dirceu Fonseca Tavares

12

NOTAS E COMENTÁRIOS

Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores — Algumas Reflexões — Reginaldo Pereira

Co-Gestão, Participação nos Lucros e a Lei das S.A. — Vivaldo Vieira Barbosa

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação — Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira

Extratos de Jurisprudência — Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal

SUPLEMENTO

ANÁLISE CONJUNTURAL FINANCEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS
Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva

Radiografia das S.A.

Análise de Balanços das S.A.

Serviço exclusivo do Centro de Informações da Gazeta Mercantil.

Inaugurando o seu Centro de Informações, a Gazeta Mercantil fornece um serviço exclusivo e personalizado de análise de balanços publicados no seu primeiro caderno, dividido nos seguintes ítens: análise sintética do balanço; comparação do balanço com o universo das demais sociedades anônimas; posição de cada ítem analisado em relação ao setor do qual a empresa faz parte.
Essas análises serão entregues, por portador especial, ao principal executivo de cada uma das empresas.

PUBLIQUE O BALANÇO DE SUA EMPRESA NO 1º CADERNO DA GAZETA MERCANTIL.
Ao publicar o balanço de sua empresa no primeiro caderno da Gazeta Mercantil, você estará dialogando com os principais executivos das maiores empresas do Brasil.
E ainda se beneficia do serviço especial do Centro de Informações da Gazeta Mercantil, com informes que vão ajudá-lo a tomar decisões.
Você estará recebendo correspondência sobre o assunto.

Entre em contato conosco através do Departamento de Publicidade.

GAZETA MERCANTIL

SÃO PAULO:
Rua Major Quedinho, 90 - 8º andar
Tel.: 256-3133 - Ramais: 124 e 248
RIO DE JANEIRO:
Av. Presidente Vargas, 418 - 10º andar - Tel.: 253-4848
BRASÍLIA:
Ed. Oscar Niemeyer, Setor Comercial Sul - 4º andar conjuntos 401/405 - Tels.: 24-5992 e 25-1928
PORTO ALEGRE:
Pça. Dom Feliciano, 78 - 8º - conj. 807/808 - Tel.: 25-7366
BELO HORIZONTE:
Av. Amazonas, 115 - sala 916 - Tel.: 226-3001

105048

B C — PUC

DOAÇÃO

BIBLIOTECA

Uma publicação IBMEC

Revista Brasileira de

Mercado de Capitais

Vol. 4 - Nº 12 - Set./Dez. 1978

P 332678
1

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 – H. O. Portocarrero de Castro
Coordenador Editorial – Learte Saint-Clair
Secretária Executiva – Ângela Ximenes de Abreu
CONSELHO EDITORIAL – Horacio de Mendonça Netto, H. O. Portocarrero de Castro, José Luiz Melo, Maria Bárbara Levy, Nelson Laks Eizirik, Pedro Carvalho de Mello, Walter L. Ness, Jr.

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

Departamento Comercial, Publicidade, Propaganda e Assinaturas – Paulo Fernando Rodrigues – Tel: 242-2343, 283-9222, 283-9307 e 283-9367.

Número avulso	Cr$ 70,00
Número atrasado	Cr$ 80,00

Assinatura Anual

Nacional–	Cr$ 210,00 (porte simples)
	Cr$ 280,00 (registrado)

Exterior – Américas do Sul e Central – US$ 15,00 (via superfície) e US$ 20,00 (via aérea); América do Norte, Portugal, Espanha e colônias ou ex-colônias portuguesas e espanholas – US$ 15,00 (via superfície) e US$ 21,00 (via aérea)

Demais Países – US$ 15,00 (via superfície) e US$ 26,00 (via aérea)

Composta no IBMEC e impressa na Lídio Ferreira Junior Artes Gráficas e Editora Ltda. – Rua dos Inválidos, 143, Rio de Janeiro, RJ.

0015808

SUMÁRIO

ARTIGOS

Bancos Estaduais de Desenvolvimento: Conflitos de Objetivos e a Estratégia de Atuação Regional – Pedro Carvalho de Mello 337

A Empresa Estatal no Mercado de Capitais – Walter L. Ness, Jr. 359

Crescimento, Ciclos Econômicos e Inflação: Uma Descrição do Caso Brasileiro – Claudio R. Contador 379

As Indecisões do Intervencionismo no Brasil após 1930. Estudo de um Caso: A Política Cambial do Brasil na Época Vargas – Geraldo de Beauclair M. de Oliveira 403

Os Mercados Monetário e de Capitais de Economias em Desenvolvimento – Uma Argumentação em Favor do Planejamento – David Gill 435

Estrutura do Mercado das Sociedades Corretoras – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 453

NOTAS E COMENTÁRIOS

Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores – Algumas Reflexões – Reginaldo Ferreira Pereira 491

Co-Gestão, Participação nos Lucros e a Lei das S.A. – Vivaldo Vieira Barbosa . . 497

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação – Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira 505

Extratos de Jurisprudência – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal 513

SUPLEMENTO Nº 3 – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva

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**: Jorge Gerdau Johannpeter; **Vice-Presidente**: Adolpho Ferreira de Oliveira; **Conselheiros**: Carlos Brandão, Celio de Oliveira Borja, Celso da Rocha Miranda, Francisco Sanchez, Laerte Setubal Filho, Luís Maria Tápias Auguet, Luiz Carlos Soares de Souza Rodrigues, Manoel Octávio Penna Pereira Lopes, Roberto Teixeira da Costa, Sebastião Marcos Vital, Sergio Augusto Ribeiro.

Diretor-Geral: Horacio de Mendonça Netto

SÓCIOS HONORÁRIOS: Octávio Gouvêa de Bulhões, Fernando de Souza Ribeiro de Carvalho e Angelo Calmon de Sá.

SEDE: Av. Beira Mar, s/nº – anexo ao MAM – Caixa Postal 6047
ZC-39 – Tels: 283-9222, 283-9307 e 283-9367

Revista brasileira de mercado de capitais, ano 1 - n. 0 set./dez. 1974 - Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1974-

v. 23 cm quadrimestral

——. Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas. Rio de Janeiro, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1978-

1. Mercado de capitais – Periódicos. I. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

CDU 332.61/63 (05)
CDD 332.605

NORMAS EDITORIAIS DA RBMEC

A Revista Brasileira de Mercado de Capitais – Rbmec – é uma publicação quadrimestral que visa apresentar e estimular o debate de temas relacionados com o mercado de capitais. Os artigos submetidos à Rbmec, para publicação, podem ter conteúdo teórico ou empírico, desde que contenham material não-publicado.

1. *Os artigos poderão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês.*

2. *Os artigos deverão ser datilografados em espaço dois (incluindo-se as notas de rodapé e citações no texto) e encaminhados ao Conselho Editorial da Rbmec.*

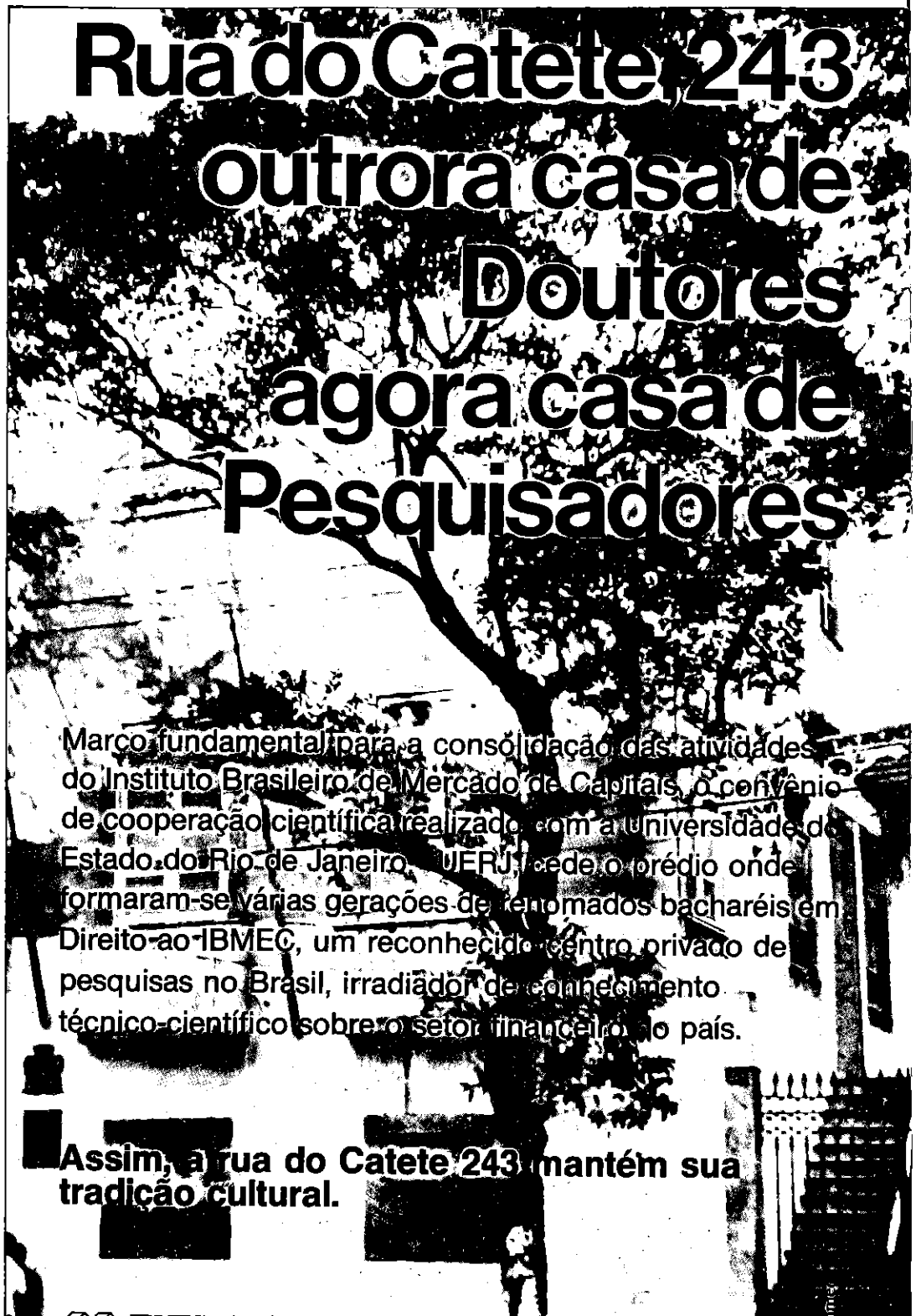
3. *Todo artigo deverá vir acompanhado de um sumário de seu conteúdo, contendo aproximadamente 150 palavras.*

4. *Todo artigo deverá vir acompanhado de dados sobre o autor concernentes à sua posição profissional e/ou acadêmica.*

5. *Os artigos deverão ter, aproximadamente, 20 páginas, embora artigos maiores ou menores possam ser aceitos a critério do Editor.*

6. *As notas de rodapé mencionando trabalhos publicados deverão conter nome(s) de autor(es), título da obra, local de publicação, editora e ano de publicação. Em caso de citação de artigo, requer-se o título da publicação na qual está inserido, volume, número, data e número da(s) página(s).*

7. *Aos autores de artigos publicados na Rbmec serão enviadas 20 separatas.*



Rua do Catete, 243 outrora casa de Doutores agora casa de Pesquisadores

Marco fundamental para a consolidação das atividades do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, o convênio de cooperação científica realizado com a Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ - cede o prédio onde formaram-se várias gerações de renomados bacharéis em Direito ao IBMEC, um reconhecido centro privado de pesquisas no Brasil, irradiador de conhecimento técnico-científico sobre o setor financeiro do país.

Assim, a rua do Catete 243 mantém sua tradição cultural.

Bancos Estaduais de Desenvolvimento: Conflitos de Objetivos e a Estratégia de Atuação Regional*

Pedro Carvalho de Mello**

O presente artigo, com base numa análise da experiência brasileira dos bancos estaduais de desenvolvimento, discute a influência de três conflitos de interesse sobre a elaboração da estratégia de atuação regional dessas instituições: o conflito entre a escala da região sob as óticas político-institucional, econômica e de programação econômica; o conflito entre objetivos de desenvolvimento setorial e regional; e o conflito entre objetivos de eficiência e eqüidade.

1. Introdução

Costuma-se realçar, ao analisar-se o desempenho dos bancos de desenvolvimento, um aspecto particular da atuação dessas instituições, conhecido por "conflito de objetivos" (J. Kane [6]). Esta designação é explicada pelo fato de um banco de desenvolvimento ser essencialmente um tipo de instituição financeira voltada para o suporte do processo de formação de capital de longo prazo. O conflito ocorre porque, sendo um banco, tem de processar suas operações bancárias com segurança e obter uma taxa de retorno positiva em suas operações, a fim de cobrir os custos e remunerar a captação de recursos necessária para o prosseguimento de suas aplicações. Sendo ao mesmo tempo um banco de desenvolvimento, no entanto, tem o compromisso de ajudar a sociedade a atingir os objetivos da política de desenvolvimento, através do financiamento de projetos avaliados sob a ótica dos benefícios e

* O autor agradece a importante colaboração de Jesse Velmovitsky, José Guilherme Almeida dos Reis e de Jane Maria Medeiros – Assistentes de Pesquisa do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC) – na coleta de dados para elaboração deste artigo, bem como as valiosas sugestões e críticas apresentadas por Miguel Dirceu Fonseca Tavares e Ailton Coentro Filho – Pesquisadores do mesmo Instituto – que em muito contribuíram para a materialização deste trabalho.

** O autor é Diretor Técnico do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).

custos sociais. Nessa segunda dimensão, entretanto, os critérios de segurança e rentabilidade são analisados através de um prisma social, diferindo na maior parte das vezes, daqueles que seriam considerados sob um ponto de vista estritamente privado.

Esse conflito torna-se mais evidente quando esses bancos de desenvolvimento são de propriedade privada. No contexto brasileiro, onde essas instituições são públicas, o conflito se apresenta de forma latente, seja pelo conhecimento de que estes recursos têm um custo de oportunidade, seja pela própria forma de captação de recursos que já implica num certo grau de comprometimento quanto à remuneração dessa captação, haja vista o exemplo do Banco Nacional da Habitação.

Todavia, quando se tem um sistema de bancos estaduais e interestaduais de desenvolvimento, mesmo que a natureza da propriedade seja pública, como é o caso do Brasil, ocorrem outros conflitos de interesse. A análise que desenvolvemos a seguir visa examinar esses conflitos, que são de natureza regional e que denominamos respectivamente de *a*) conflito entre a escala da região sob as óticas político-institucional, econômica e de programação econômica; *b*) conflito entre objetivos de desenvolvimento setorial e de desenvolvimento regional e *c*) conflito entre objetivos de eficiência e de eqüidade.

O estudo desses conflitos pouca atenção tem merecido na literatura, talvez pelo fato de sua importância merecer maior destaque em países como o Brasil, de dimensões continentais, caracterizado por fortes desequilíbrios regionais e tendo em funcionamento um sistema regional de bancos de desenvolvimento. Pretendemos com este artigo relacionar alguns dos elementos importantes para a compreensão deste fenômeno, utilizando o caso brasileiro para ilustrar algumas passagens relevantes.

Para melhor entendimento caracterizamos brevemente o sistema de bancos regionais de desenvolvimento no Brasil, e nas seções posteriores analisamos os conflitos de objetivos de natureza regional. Esperamos desta forma contribuir para os esforços que estão sendo feitos no sentido de elaborar uma estratégia regional de atuação dos bancos de desenvolvimento, a fim de que essas instituições continuem a cumprir seu importante papel na mobilização de recursos de investimento, segundo prioridades de desenvolvimento regional.

2. O Sistema Regional de Bancos de Desenvolvimento no Brasil

O Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico – BNDE –, atualmente uma empresa pública vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República, foi fundado em 1952, com o objetivo de funcionar como um agente para todas as operações financeiras que se relacionassem com o programa de reaparelhamento econômico do país. Nos seus primeiros anos de atuação teve uma expressiva participação no financiamento de grandes projetos de infra-estrutura, sendo que os setores de transporte e energia elétrica foram os que absorveram maior volume de recursos. Posteriormente o BNDE passou a fornecer um significativo apoio à indústria pesada mecânica e elétrica, aos grandes projetos siderúrgicos nacionais, e também aos setores de equipamentos e insumos básicos. Nos anos mais recentes o BNDE partiu para uma diversificação de sua atuação, e tem se revelado a principal fonte de recursos para o financiamento de longo prazo das empresas privadas de todos os setores da atividade industrial, bem como tem se preocupado em apoiar mais enfaticamente as pequenas e médias empresas.

De uma certa forma moldado nos objetivos e na organização do BNDE, e inegavelmente sob sua inspiração, foi criado, a partir dos primeiros anos de 1960, um sistema regional de bancos de desenvolvimento. Em 1968, o sistema foi consolidado através da Resolução nº 93 do Banco Central do Brasil, que regulou a constituição e o financiamento dessas instituições. Posteriormente, a Resolução nº 394, de 20 de outubro de 1976, revogou as Resoluções nºs 93 (26.06.68) e 119 (16.07.69), bem como a Circular nº 128 (16.07.69). Também definiu a competência e disciplinou a constituição e o funcionamento dos bancos de desenvolvimento.

De acordo com as disposições desta Resolução, os bancos de desenvolvimento são instituições financeiras públicas não-federais, constituídas sob a forma de sociedade anônima, com sede na capital do estado da Federação que detiver seu controle acionário. O objetivo precípuo dessas instituições é proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazos, de programas e projetos que visem promover o desenvolvimento econômico e social dos respectivos estados da Federação onde tenham sede, cabendo-lhes apoiar prioritariamente o setor privado. Além do suprimento de recursos financeiros, constam no âmbito das atividades dos bancos de desenvolvimento a garantia de operações de crédito e a prestação de assistência técnica direta para a formação e o aperfeiçoamento de pessoal especializado, visando ao preparo e à execução de projetos de desenvolvimento e de melhoria da produtividade.

Atualmente, o Brasil conta com 24 bancos regionais de desenvolvimento, dos quais três são bancos interestaduais[1], 12 são bancos estaduais e nove são bancos estaduais mistos, isto é, bancos comerciais com carteira de desenvolvimento. Com

[1] Mais precisamente, os dois bancos regionais que operam na Amazônia (Banco da Amazônia S.A.) e no Nordeste (Banco do Nordeste do Brasil S.A.) atuam respectivamente como Banco Comercial e Banco de Desenvolvimento.

exceção dos bancos interestaduais, que estão sob controle de outros organismos[2], os demais bancos estão vinculados aos seus respectivos governos estaduais. Na Tabela 1, listamos os bancos de desenvolvimento segundo três itens: *a*) subtotal do ativo (disponível + realizável + imobilizado líquido + valores pendentes); *b*) patrimônio líquido (capital + reservas); e *c*) resultado líquido (resultado operacional + receitas não-operacionais - despesas não-operacionais). Todos esses valores referem-se à posição em 1977 (os dois primeiros em 31 de dezembro e o último com relação ao 2º semestre). Através desta Tabela evidencia-se a importância do BNDE e, secundariamente, dos bancos interestaduais em face do sistema dos bancos estaduais de desenvolvimento.

TABELA 1 — Ativo, Patrimônio Líquido e Resultado dos Bancos de Desenvolvimento (Estaduais, Comerciais com Carteira de Desenvolvimento, Interestaduais e BNDE)

(em Cr$ milhões)

Instituições	Contas	Ativo[1] (Posição em 31/12/77)	Patrimônio Líquido[2] (Posição em 31/12/77)	Resultado Líquido[3] (2º semestre de 1977)
Bancos Estaduais de Desenvolvimento	BDMG	10.024	1.560	181
	BADESP	9.524	1.020	134
	BADEP	7.213	1.571	174
	DESENBANCO	3.078	405	25
	BD-RIO	3.015	680	57
	BANDES	2.040	188	27
	BANDECE	1.209	146	12
	BADESUL	1.031	170	4
	BADESC	953	124	11
	BDRN	576	102	0,4
	BDM	415	108	(0,2)
	BD-GOIÁS	301	80	(3)
	Subtotal	39.379	6.154	622
Carteiras de Desenvolvimento dos Bancos Comerciais Estaduais	BANDEPE	5.212		7
	BESC	2.018		34
	BRB	1.786		26
	PRODUBAN	1.434		18
	BEP	844		8
	PARAIBAN	362		(8)
	Subtotal[4]	11.656		85

cont.

[2] O Banco do Nordeste do Brasil S.A. (BNB), sob a supervisão do Ministério do Interior; O Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE), cujo controle se encontra dividido entre os estados da Região Sul; e o Banco da Amazônia S.A. (BASA), sob a supervisão do Ministério do Interior.

conclusão

Instituições	Contas	Ativo[1] (Posição em 31/12/77)	Patrimônio Líquido[2] (Posição em 31/12/77)	Resultado Líquido[3] (2º semestre de 1977)
Bancos Interestaduais de Desenvolvimento	BNB	24.465	3.202	774
	BRDE	13.306	1.272	286
	BASA	12.219	1.010	304
	Subtotal	49.989	5.484	1.364
Banco Nacional de Desenvolvimento	BNDE	186.077	48.705	3.341

Notas:

[1] Subtotal do Ativo = Disponível + Realizável + Imobilizado Líquido + Valores Pendentes;

[2] Patrimônio Líquido = Capital + Reservas;

[3] Resultado Líquido = Resultados Operacionais + Receitas não-Operacionais - Despesas não-Operacionais;

[4] Não há dados, em separado, das Carteiras de Desenvolvimento dos Bancos BEA, BANESE e BANACRE.

SIGLAS:

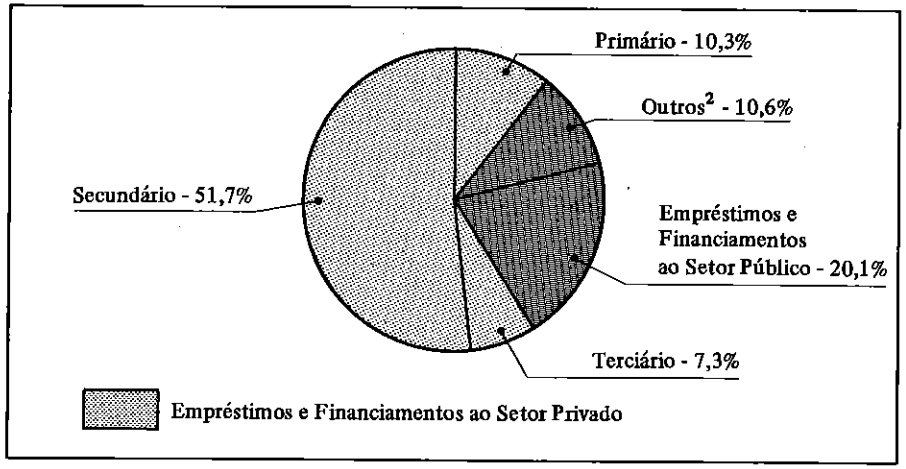
BADEP	Banco de Desenvolvimento do Paraná S.A.
BDMG	Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais S.A.
BADESP	Banco de Desenvolvimento do Estado de São Paulo S.A.
BD-RIO	Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio de Janeiro S.A.
DESENBANCO	Banco de Desenvolvimento do Estado da Bahia S.A.
BANDES	Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo S.A.
BADESUL	Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio Grande do Sul S.A.
BANDECE	Banco do Desenvolvimento do Ceará S.A.
BADESC	Banco de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina S.A.
BDM	Banco de Desenvolvimento do Estado do Maranhão S.A.
BDRN	Banco de Desenvolvimento do Rio Grande do Norte S.A.
BD-GOIÁS	Banco de Desenvolvimento do Estado de Goiás S.A.
BANDEPE	Banco do Estado de Pernambuco S.A.
BESC	Banco do Estado de Santa Catarina S.A.
BRB	Banco Regional de Brasília S.A.
PRODUBAN	Banco do Estado de Alagoas S.A.
BEP	Banco do Estado do Piauí S.A.
PARAIBAN	Banco do Estado da Paraíba S.A.
BEA	Banco do Estado do Amazonas S.A.
BANESE	Banco do Estado de Sergipe S.A.
BANACRE	Banco do Estado do Acre S.A.
BNB	Banco do Nordeste do Brasil S.A.
BRDE	Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul S.A.
BASA	Banco da Amazônia S.A.

Fonte: ABDE [1] e BNDE [2].

Os principais objetivos dessas instituições, sob o ponto de vista setorial, são: *a*) promover e dar assistência ao desenvolvimento de empresas agrícolas, industriais e comerciais; *b*) operar e promover projetos que induzam à substituição de importações ou ao aumento de exportações; *c*) estimular investimentos privados nos setores básicos da economia; e *d*) carrear recursos para projetos de infra-estrutura do setor público. Para cumprir esses objetivos, os bancos praticam diversas operações financeiras ativas, tais como empréstimos para financiamento de capital fixo e de movimento a prazos compatíveis; participação, mediante subscrição de ações e de debêntures conversíveis em ações, no capital social de outras empresas; repasse de empréstimos obtidos no Brasil e no exterior; e prestação de garantias em empréstimos contraídos no país e no exterior (veja Figuras 1 e 2). Na Tabela 2, com relação aos bancos estaduais de desenvolvimento, mostramos, na primeira parte, a importância do setor secundário de iniciativa privada no total dos empréstimos e financiamentos aos diferentes setores da economia; a parte II apresenta a pequena, mas crescente, importância em relação ao total de empréstimos do sistema financeiro ao setor privado; e na terceira parte temos a importância da participação do BNDE no total de empréstimos do sistema financeiro ao setor privado, conjuntamente com uma crescente importância dos repasses desse banco às instituições financeiras.

FIGURA 1 – Empréstimos e Aplicações dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento[1] e do BRDE, Segundo os Setores

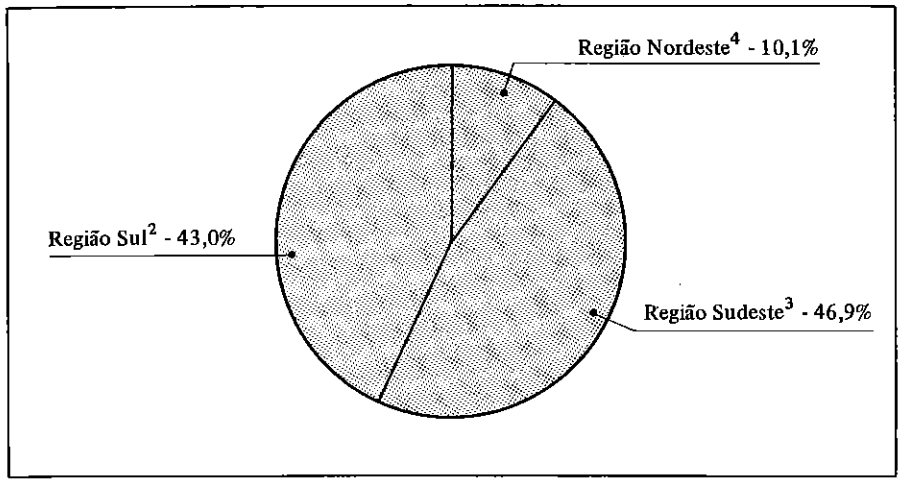
(saldo de aplicações em dezembro de 1977)



Notas:
[1] BDM, BANDECE, BDRN, DESENBANCO, BANDES, BD-RIO, BDMG, BADESP, BADEP, BADESC, BADESUL, exclusive o BD-GOIÁS.
[2] Disponível, Valores e Bens, Créditos em Liquidação, Outros Créditos e Aplicações e Imobilizado.
Fonte: Rumos do Desenvolvimento [8].

FIGURA 2 – Empréstimos e Financiamentos dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento[1] e do BRDE, Segundo as Diferentes Regiões

(dezembro de 1977)



Notas:
[1] BDM, BANDECE, BDRN, DESENBANCO, BANDES, BD-RIO, BDMG, BADESP, BADEP, BADESC, BADESUL, exclusive o BD-GOIÁS.
[2] Bancos da Região Sul: BADEP, BADESC, BADESUL, e BRDE.
[3] Bancos da Região Sudeste: BANDES, BDMG, BD-RIO, e BADESP.
[4] Bancos da Região Nordeste: BDM, BDRN, BANDECE, e DESENBANCO.
Fonte: Rumos do Desenvolvimento [8].

TABELA 2 – Bancos de Desenvolvimento

I) Participação dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento no Total de Empréstimos e Financiamentos aos Diferentes Setores da Economia

Mês de Dezembro	Setor Público	Setor Privado			Total
		Setor Primário	Setor Secundário	Setor Terciário	
1969	43,2	56,8	–	–	100,0
1970	26,9	73,1	–	–	100,0
1971	17,0	83,0	–	–	100,0
1972	12,8	87,2	–	–	100,0
1973	12,3	87,7	–	–	100,0
1974	19,8	18,5	57,1	4,6	100,0
1975	15,8	19,8	59,2	5,2	100,0
1976	16,5	14,5	60,5	8,5	100,0
1977	22,4	11,4	58,0	8,2	100,0

cont.

conclusão

II) Participação dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento (BED) no Total de Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado — por Emprestadores Finais

(em %)

Dezembro de	Participação dos BED
1963	0,0
1964	0,1
1965	0,1
1966	0,2
1967	0,2
1968	0,9
1969	1,0
1970	1,0
1971	1,1
1972	1,5
1973	1,7
1974	2,1
1975	2,4
1976	3,1
1977	3,2

III) Participação do BNDE no Total de Empréstimos do Sistema Financeiro ao Setor Privado

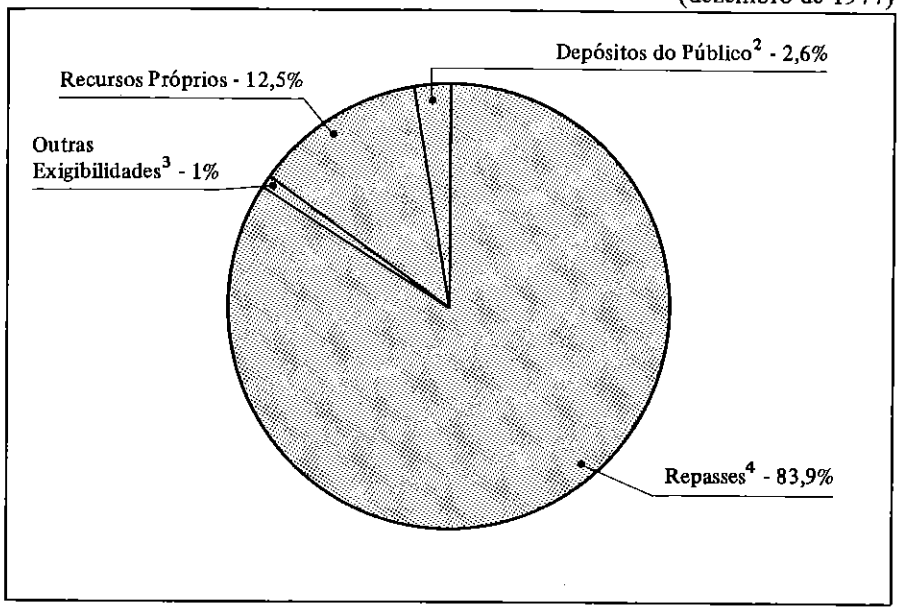
(em %)

Dezembro de	Total Bruto	Repasses às Inst. Fin.	Total Líquido
1963	6,5	0,5	6,0
1964	4,9	0,4	4,5
1965	3,9	0,6	3,3
1966	3,5	0,5	3,0
1967	2,9	0,4	2,5
1968	4,0	0,6	3,4
1969	4,8	0,8	4,0
1970	5,1	1,1	4,0
1971	4,2	1,4	2,8
1972	4,4	2,2	2,2
1973	4,4	2,4	2,0
1974	6,3	2,1	4,2
1975	8,0	2,7	5,3
1976	9,6	3,4	6,2
1977	10,7	4,1	6,6

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil [3].

Quanto à origem dos recursos, os bancos de desenvolvimento não podem obter desconto, e operam apenas com recursos de terceiros, cuja captação não exceda aos limites fixados pelo Banco Central, provenientes das seguintes operações passivas: *a*) depósitos com ou sem correção monetária, de prazo fixo não inferior a 12 meses, vedada sua movimentação, com ou sem emissão de certificado de depósito; *b*) repasses financeiros de recursos obtidos no país; *c*) empréstimos contraídos no exterior; *d*) empréstimos contraídos no país, com ou sem cláusula de correção monetária; *e*) créditos ou contribuições do setor público, federal, estadual ou municipal, desde que se destinem a aplicações específicas; e *f*) colocação no mercado de valores mobiliários próprios, obedecidas as normas especiais (veja Figuras 3, 4 e 5). Fica claro por uma inspeção nessas figuras a desmesurada importância assumida pelos repasses na composição de recursos dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento.

FIGURA 3 — Origem dos Recursos dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento[1]
(dezembro de 1977)

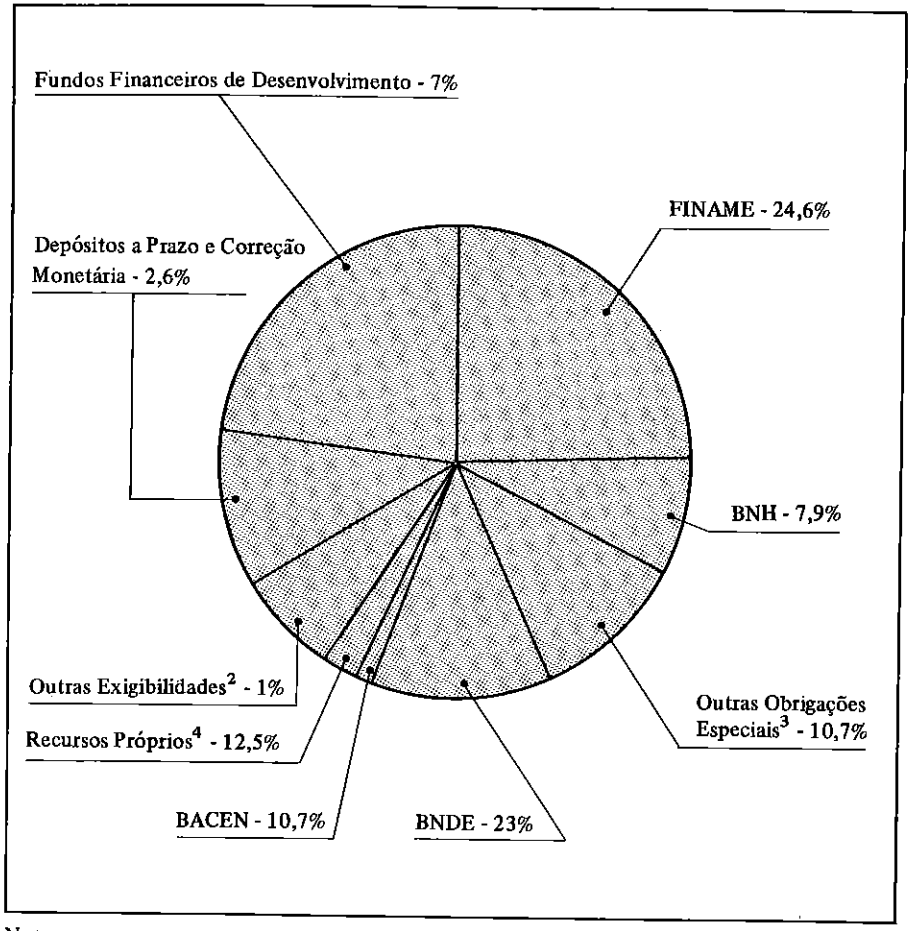


Notas:
[1] BDM, BANDECE, BDRN, DESENBANCO, BANDES, BD-RIO, BDMG, BADESP, BADEP, BADESC, BADESUL e BD-GOIÁS.
[2] Depósitos a Prazo e com Correção Monetária.
[3] Credores Diversos no País, Credores Diversos no Exterior e Outras.
[4] Fundos Financeiros de Desenvolvimento, BACEN, BNDE, Banco do Brasil, BNH, CEF-PIS, FINAME, Outras Instituições Oficiais, Poder Público, Obrigações Especiais Contraídas no Exterior e Outras Obrigações Especiais.

Fonte: ABDE [1].

FIGURA 4 – Origem dos Recursos dos Bancos Estaduais de Desenvolvimento[1], Segundo os Tipos de Repasses

(dezembro de 1977)



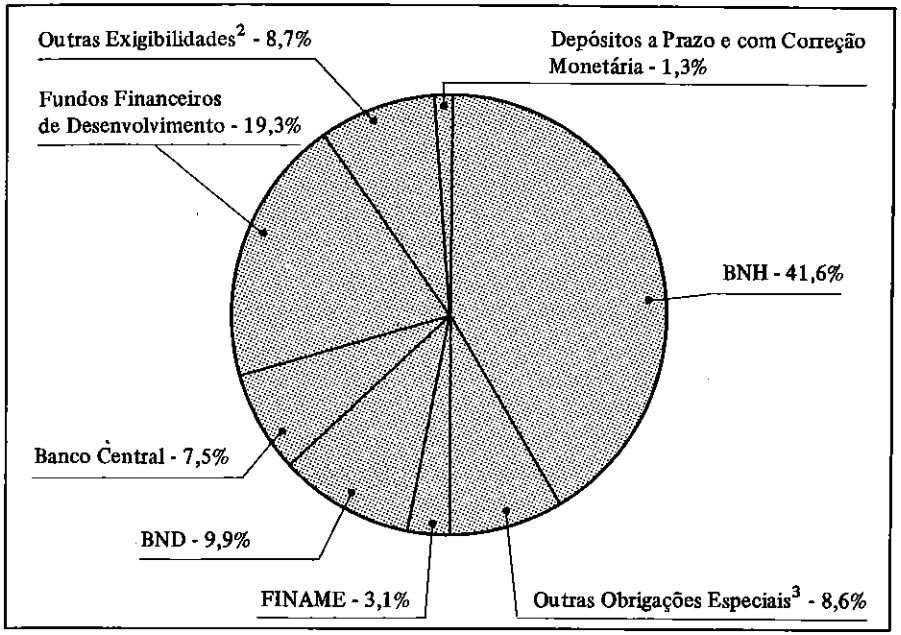
Notas:

[1] BDM, BANDECE, BDRN, DESENBANCO, BANDES, BD-RIO, BDMG, BADESP, BADEP, BADESC, BADESUL e BD-GOIÁS.
[2] Outras Exigibilidades: Credores Diversos no País, Credores no Exterior, e Outras.
[3] Outras Obrigações Especiais: Banco do Brasil, CEP-PIS, Outras Instituições Oficiais, Poder Público Contraídas no Exterior e Outras.
[4] Recursos Próprios = Patrimônio Líquido – Disponível – Imobilizado Líquido – Valores Pendentes.

Fonte: ABDE [1].

FIGURA 5 – Origem dos Recursos das Carteiras de Desenvolvimento dos Bancos Comerciais Estaduais[1]

(dezembro de 1977)



Notas:

[1] Estão incluídas as Carteiras de Desenvolvimento dos seguintes Bancos Comerciais Estaduais: BEP, PARAIBAN, BANDEPE, PRODUBAN, BESC e BRB. Não há dados em separado das Carteiras de Desenvolvimento dos seguintes Bancos: BEA, BANESE e BANACRE.
[2] Outras Exigibilidades: Credores Diversos no País, Credores no Exterior e Outras.
[3] Outras Obrigações Especiais: Banco do Brasil, CEP-PIS, Outras Instituições Oficiais, Poder Público Contraídas no Exterior e Outras.

Fonte: ABDE [1].

3. Conflito de Escala Regional

Como veremos, o primeiro conflito apontado dá-se entre a escala da região quando analisada tanto sob a ótica político-institucional, quanto sob a ótica do planejamento econômico. Dado que os objetivos de desenvolvimento são a própria razão de ser dessas instituições, o primeiro assunto a ser examinado diz respeito ao âmbito espacial de atuação e ao conceito de região empregado na criação do sistema de bancos regionais de desenvolvimento. Aparentemente, a escolha e divisão das regiões deste sistema seguiu o critério de unidade estaduais, mas isso não significa que

esta seja a repartição regional mais eficiente do ponto de vista sócio-econômico ou mesmo de planejamento, ou que outros critérios de regionalização não possam ser empregados.

Antes de abordarmos a definição de região, temos de remontar-nos ao conceito teórico de espaço econômico. Esse conceito é, ao mesmo tempo, abstrato e geográfico, e Boudeville [4, p. 2] o descreve como "a aplicação de variáveis econômicas sobre ou dentro do espaço geográfico, através de uma transformação matemática que descreve um processo econômico". O espaço econômico não é necessariamente igual à região econômica, pois enquanto esta última se substancia numa área contínua e localizada, o espaço econômico não necessita ser contíguo. Por exemplo, o grupo de empresas da Petrobrás ou da Vale do Rio Doce, que se espalham por diversos estados do Brasil, formam um espaço econômico em termos operacionais do processo decisório, mas não necessariamente uma região. Do mesmo modo, uma General Motors ou IBM têm um espaço econômico que se estende por inúmeros países.

Embora sob certos aspectos questões relacionadas à distinção entre espaço e região econômica possam criar problemas no planejamento estratégico dos bancos (por exemplo, quando uma empresa sediada no estado se expande para outros estados), de um modo geral, o critério relevante para essas instituições é o de uma região econômica[3]. O conceito de região tem sido muito usado e discutido na história recente de nossa experiência, havendo uma série de controvérsias sobre seu significado, o que reflete em parte, sem dúvida, a variedade de disciplinas – Economia, Geografia, Ciências Políticas, etc. – envolvidas nessa discussão. Fundamentalmente, porém, o que dá sentido à demarcação de uma região é o fato de constituir-se num espaço contíguo e diferente do espaço adjacente.

As regiões podem ser analisadas objetiva ou subjetivamente. Na primeira abordagem, atualmente bastante em desuso, a região é enfocada como um fim em si mesma, como uma entidade real ou um organismo. O conceito objetivo de região caracteriza-se por um determinismo geográfico em que fatores físicos – clima, acidentes naturais, vegetação –, histórico-culturais e populacionais determinam e delimitam uma certa região. Este enfoque, que teve profunda influência nas primeiras décadas do século, baseia-se principalmente numa característica ímpar ou inerente a essas regiões.

---

[3] A Resolução nº 394 do Banco Central do Brasil, em seu artigo 4º, prevê tal possibilidade ao estabelecer que, excepcionalmente, quando o empreendimento visa a benefícios de interesse comum, os Bancos de Desenvolvimento podem assistir a programas e projetos desenvolvidos fora dos respectivos estados, desde que essa assistência seja efetivada através de consórcio com o Banco de Desenvolvimento local.

Já na visão subjetiva, que conta atualmente com maior aceitação, considera-se a região não como um fim, mas sim como um meio de se alcançar um fim. Em outras palavras, é um modelo ou construção mental, ou mesmo um método de classificação e descrição, definido de acordo com critérios particulares e que visa alcançar uma finalidade específica (J. Glasson [5, cap. 1]). O enfoque subjetivo, ao analisar as regiões como um método de classificação do espaço, pode tomar duas direções, refletindo em parte o próprio estágio de desenvolvimento econômico da área e do país. Na primeira direção, dá-se ênfase aos aspectos de uniformidade ou homogeneidade, seja por critérios físicos (tais como topografia, clima ou vegetação), seja por critérios sociais, políticos e econômicos. Neste último caso, uma região terá a mesma base econômica. Assim, a região formal ou homogênea corresponde a um espaço contínuo onde cada unidade ou zona constituinte possui características idênticas ou quase idênticas às características da unidade contígua. Na segunda direção busca-se definir a região em termos funcionais, enfatizando-se a coerência funcional e a interdependência das partes constituintes, definidas com base em critérios de polarização, e assim delineando-se a área geográfica. Este conceito de região se refere pois a uma área que se organiza hierarquicamente em torno de um centro-núcleo, em relação ao qual se estruturam os fluxos econômicos que se distribuem na área circundante. Essas regiões, chamadas polarizadas ou nodais, compõem-se de unidades heterogêneas, organizadas hierarquicamente, tais como cidades, vilas e áreas de influência agrícola, todas funcionalmente interrelacionadas. À medida que a economia se industrializa e se urbaniza, geralmente as definições funcionais de região passam a ter uma maior importância que as definições formais, tanto para a análise, estudo e diagnóstico dos problemas existentes, quanto para o planejamento (visto como um processo orientado para o futuro) de solução de problemas.

Finalmente, como corolário dessa discussão sobre critérios regionais, chega-se à classificação de maior interesse para uma visão regional de bancos de desenvolvimento, ou seja, a definição de regiões-programa ou de planejamento. Nessas regiões, o importante é haver uma coerência ou unidade das decisões econômicas. Sua força unificadora mais enfática reside no fato de ser uma área dentro de cujos limites se aplicam as decisões econômicas e os instrumentos de política. São regiões geográficas definidas em termos formais ou funcionais, propícias e adequadas à elaboração e implementação de planos de desenvolvimento para o trato dos problemas regionais. Embora dificilmente haja uma perfeita superposição das regiões definidas pelos dois critérios subjetivos, geralmente se processa uma solução de compromisso para a definição da região de planejamento.

Embora tenhamos apresentado reconhecidamente uma rápida abordagem sobre o problema de definição de região, torna-se claro que para fins de planejamento os critérios subjetivos são os que melhor se adaptam à definição de região de planejamento, sendo que o estágio relativo de desenvolvimento da área em apreço indica se deve-se utilizar homogeneidade ou polarização para tal definição. O primeiro

conflito entre a definição de uma região de planejamento de um banco regional de desenvolvimento e o sistema existente no Brasil decorre portanto da escolha dos estados como região. No caso brasileiro razões histórico-político-institucionais determinaram a sua divisão em estados, que são unidades político-administrativas. Não se aplica a esta análise pesquisar quais as razões que determinaram esta divisão, que inicialmente poderia ter se devido a critérios economicamente válidos. O fato é que hoje em dia esta divisão está longe de ser a repartição ideal do ponto de vista econômico e de planejamento para a criação de um sistema regional de bancos de desenvolvimento. Em termos dos critérios de definição regional mencionados anteriormente, os estados são vistos como um fim em si mesmos, pois já existe um acúmulo de interesses, tradições, percepções e identificações culturais formadas, aproximando-se portanto bastante de um critério objetivo ou mesmo de uma região natural. O fato de os limites estaduais em muitos casos serem inconsistentes com os limites de uma região econômica, prejudica ou enfraquece bastante uma implementação satisfatória das políticas e dos planos. Geralmente redunda numa alocação de recursos realizada de um modo não-eficiente do ponto de vista econômico-social, pois o banco analisa projetos tendo como referencial as fronteiras de seu estado, e não equaciona os problemas do ponto de vista das fronteiras de uma região econômica. Se houvesse uma racionalidade econômica para a delimitação das fronteiras estaduais, o problema não seria grande. Como vimos, ocorre, porém, que existe no caso brasileiro uma grande discrepância entre as regiões de planejamento de um ponto de vista ideal e a realidade político-institucional da divisão em estados da federação.

4. Conflito Entre Objetivos Setoriais e Regionais

O problema de os bancos regionais de desenvolvimento no Brasil já terem iniciado suas atividades convivendo com uma base geográfica inadequada para um eficiente desempenho estratégico é agravado pela ausência de uma visão clara de seus objetivos regionais, ao que se soma uma falta de comando dos recursos necessários para a implementação de tal visão.

Idealmente, a política de aplicação de recursos de um banco estadual de desenvolvimento estaria atrelada a uma estratégia de planejamento do estado. Esta última, por sua vez, estaria vinculada aos outros níveis de planejamento, ou seja, inserida numa política em que os objetivos regionais estariam intercalados seqüencialmente com os objetivos nacionais, sejam aqueles de natureza mais geral (declaração de intenções com base numa imagem futura da sociedade), sejam os seus desdobramentos de natureza mais específica.

Ocorre que, entretanto, muito embora tenha havido um grande progresso no processo de planejamento no Brasil, os esforços têm sido praticamente concentrados na definição, identificação e quantificação de variáveis macroeconômicas ao

nível nacional, buscando os objetivos tradicionais do planejamento econômico do país, que são: *a*) obter uma alocação ótima de recursos da economia; *b*) obter uma taxa satisfatória de crescimento da renda *per capita*; *c*) evitar desequilíbrios persistentes no balanço de pagamentos; e *d*) prevenir uma excessiva inflação. Um outro objetivo tradicional, o estabelecimento de uma "razoável eqüidade" na distribuição pessoal e regional da renda, pouca atenção efetiva mereceu, se julgarmos pelos dados governamentais sobre a distribuição de renda.

Para operacionalizar os objetivos mais gerais do planejamento econômico, derivam-se objetivos secundários, que geralmente são explicitados em termos setoriais da atividade econômica. Raramente a ligação entre os projetos – que consubstanciam a finalização da seqüência básica do plano – e os objetivos mais gerais é realizada através de objetivos secundários de caráter regional. Quando isto ocorre, geralmente trata-se de objetivos específicos regionais que resultam de uma simples transposição de uma série de objetivos nacionais e setoriais para o nível regional.

O planejamento regional pode ser integrado no processo global de planejamento de dois modos distintos. Quando é descendente, o plano tem início através da definição de metas nacionais, que são repartidas funcionalmente em setores, posteriormente alocados em regiões segundo critérios de eficiência locacional. As decisões de investimento numa região são o somatório ou agregação das decisões setoriais de investimento em sua expressão geográfica. O total das alocações regionais é portanto determinado residualmente, e é sempre aconselhável um processo de retroalimentação entre os estágios regional e setorial. Quando é ascendente, o plano tem início através da escolha das metas regionais e sua sub-repartição setorial. Estas últimas são agregadas nos setores segundo as diversas regiões, com o que obtém-se a repartição setorial, que é finalmente categorizada e calibrada com as metas macroeconômicas nacionais. Nesse segundo modo, portanto, as decisões críticas são feitas a nível regional e em sua agregação e divisão por setores, enquanto que as metas propriamente setoriais e as metas nacionais são determinadas residualmente.

As prioridades setoriais de cada região maximizando seus próprios objetivos não serão necessariamente iguais às alocações regionais obtidas quando estas são determinadas segundo as prioridades setoriais advindas das metas nacionais. O instrumental de planejamento, no entanto, é flexível o bastante para, idealmente, ser capaz de conciliar os dois modos. Para que tal fato ocorra é necessário que haja arbitragem, onde se consiga um compromisso razoável entre as prioridades da nação e as aspirações de cada região, de uma forma que inclusive não necessite representar perda de eficiência na alocação social dos recursos. Precisa-se, entretanto, que haja uma "vontade política" de se proceder a tal arbitragem, pois enquanto a "questão regional" não for enfrentada de modo claro, sistemático e com determinação, não poderá haver objetivos estaduais e macro-regionais definidos, segundo critérios que reflitam as aspirações regionais e possibilitem um aproveitamento ótimo de seu po-

tencial de produção. Nessa situação, dificilmente os bancos regionais de desenvolvimento serão algo mais que meros repassadores de recursos alocados, segundo objetivos definidos na maior parte das vezes exogenamente à região, pouco estímulo havendo para o desenvolvimento de uma capacidade inovadora desses órgãos regionais.

De um ponto de vista pragmático, a essência do planejamento é o comando de recursos. Analisando o país sob a ótica de sua divisão em municípios, estados e governo federal, constatamos que historicamente os municípios sempre representaram uma fraca esfera de poder no país. O papel dos estados oscilou, mas nos últimos anos houve um considerável esvaziamento, de modo que atualmente o poder e o comando de recursos se concentram primordialmente na esfera federal de governo.

Essa conjugação de concentração de instrumentos de planejamento e de recursos com o governo federal tem um duplo impacto sobre a atuação dos bancos estaduais de desenvolvimento. Indiretamente, como vimos, prejudica a contribuição que o planejamento econômico efetuado ao nível estadual poderia proporcionar, num processo seqüencial de planejamento (principalmente no que se refere à fase de interação regional-setorial), o que gera uma indefinição das prioridades sociais de aplicação de recursos dos bancos. Diretamente, e isso pode ser observado através do peso dos repasses de recursos federais no total de recursos disponíveis para aplicação, ao restringir a amplitude do poder decisório de alocação de recursos dessas instituições (veja Figuras 3, 4 e 5).

O elenco de atividades que podem ser financiadas pelo sistema de bancos de desenvolvimento é bastante amplo. A ênfase industrialista existente no país, entretanto, fez com que esse tipo de atividade se transformasse no *leit-motiv* das políticas desenvolvimentistas regionais. Concentrando nossa atenção no problema industrial do país, observamos que nos últimos anos foram planejados ou desenvolvidos inúmeros projetos industriais, entre os quais alguns de porte elevadíssimo mesmo analisados sob padrões internacionais. Esses grandes projetos, tais como alumina e alumínio no Pará, exportação de minério de ferro e siderurgia no Maranhão, pólos petroquímicos no Rio Grande do Sul e na Bahia, celulose e siderurgia no Espírito Santo, etc., visam primordialmente atingir aumentos das exportações ou substituições de importações.

A escolha do local geralmente foi designada através de critérios clássicos da economia da localização, preponderando o de minimização dos custos de transportes. As decisões de cronograma de execução, escala e efetiva implementação seguem critérios de interesse nacional e dependem de recursos que também são liberados segundo conveniências do planejamento a nível nacional. As próprias decisões quanto à localização desses empreendimentos são tomadas a nível nacional, devido a razões de planejamento setorial, sem que se considere devidamente que, uma vez levadas a cabo, essas grandes unidades fabris, em conjunto ou mesmo isoladamente, podem

condicionar a programação industrial da região onde se localizam. Obviamente quaisquer decisões setoriais de investimento têm um impacto locacional no espaço geográfico, pois necessitam ser estabelecidas em algum lugar. O que queremos argumentar é que nossa política de desenvolvimento não tem assumido adequadamente a responsabilidade pelo impacto geográfico de suas ações de investimento da alçada governamental.

Mesmo com relação a projetos industriais, que, por pertencerem diretamente à alçada privada podem ser sujeitos a um tipo de planejamento indicativo e não imperativo, este conflito é observado. Praticamente todos esses projetos passam por alguns dos órgãos federais que lidam com investimentos industriais devido a pedido de financiamento, importação de bens de capital, tecnologia, incentivos fiscais, subsídios ou qualquer outro motivo. Geralmente o referencial de tomada de decisão desses órgãos está baseado em critérios nacionais-setoriais, e não em termos do seu impacto sobre a renda e o emprego da região onde se localiza. Embora recentemente já haja uma certa consciência em termos formais dos aspectos regionais envolvidos nessas decisões por parte de alguns órgãos, especialmente o Conselho de Desenvolvimento Industrial – CDI[4] –, é necessário que as autoridades de planejamento tentem uma maior harmonização entre o desenvolvimento setorial e o regional.

A década de 80 apresenta vários e importantes desafios ao país, tanto em termos de investimentos diretamente produtivos, quanto em termos de investimentos de infra-estrutura econômico-social, tais como os que visam equacionar o problema energético, tornar mais competitiva a indústria de transformação, racionalizar o sistema de transportes do país, concluir a implantação em bases competitivas da indústria de bens de capital, desenvolver a agroindústria de exportação para auxiliar na resolução dos problemas da dívida externa, promover uma adequação do desenvolvimento industrial às possibilidades de criação de uma tecnologia própria, e procurar uma estrutura industrial que absorva uma mão-de-obra maior sem que implique num sacrifício da taxa de crescimento do setor industrial. Todos esses desafios terão de ser debatidos, senão enfrentados, e o potencial de aproveitamento das soluções encontradas para se obter um desenvolvimento regional mais equilibrado não pode ser subestimado. Nesse sentido, será crucial haver uma consciência, por parte dos bancos regionais de desenvolvimento, dos conflitos entre objetivos setoriais e regionais, para que, com base nessa avaliação, não só se postule uma reorientação na formulação dos objetivos setoriais-regionais, mas também se consiga uma

---

4 Através das Resoluções nº 35 (de 12/12/74), nº 42 (de 18/09/75) e nº 54 (de 23/08/77).

estratégia mais atuante e com maiores conseqüências sociais para as suas respectivas regiões[5].

5. Conflito de Eficiência e Eqüidade

Finalmente, podemos passar a examinar o tipo de conflito mais problemático em termos de política econômica regional. São praticamente inevitáveis para os bancos regionais de desenvolvimento os conflitos entre os objetivos nacionais – relacionados principalmente com a maximização do crescimento econômico e da eficiência global na alocação de recursos – e os objetivos regionais – relacionados com a busca da eqüidade inter-regional de renda e riqueza *per capita*, expressa como a redução das disparidades inter-regionais de renda, bem-estar e crescimento econômico[6]. Em outras palavras, a "questão regional" é geralmente analisada junto com o problema mais geral da distribuição de renda e de riqueza do país. Assim, uma política de desenvolvimento regional implicaria um certo grau de distributivismo, em que alguns aspectos do crescimento econômico e de uma alocação ótima de recursos (eficiência), seriam sacrificados para promoção do progresso da região, renunciando-se pois a essa eficiência para atingir, através de critérios normativos de "justiça social", um volume global de bens e serviços menor, porém melhor distribuído regionalmente (eqüidade).

Com relação à estratégia de atuação dos bancos regionais de desenvolvimento, os contornos deste conflito entre eficiência e eqüidade devem ser explicitados na medida do possível, para que sejam diferenciados os aspectos aparentes daqueles reais, e para que ademais se avalie a extensão dos aspectos reais deste fenômeno.

É uma premissa errônea imaginar-se um desenvolvimento equilibrado inter-regional constituído através de uma dispersão homogênea das atividades econômicas no país. Existem fatores reais condicionadores da localização dessas atividades em lugares específicos, principalmente no que diz respeito à indústria de transformação. O critério principal para o empresário na sua decisão de localização da firma é o da maximização dos lucros considerando-se o elemento espaço. Para tal deve-se ponderar fatores relacionados aos custos (de produção, transporte, mão-de-obra, energia), às disponibilidades de recursos naturais e a dos fatores de aglomeração espacial (tais como economias de escala, economias externas e economias de urbanização) e incentivos e subsídios governamentais, além de fatores relacionados à demanda de mercado. Embora fatores de ordem motivacional de natureza não-pecuniária também façam parte de seu processo decisório, a influência de fatores econômicos que se diferenciam espacialmente são fundamentais.

A existência de um conjunto de vantagens locacionais inclusive recomenda economicamente a adoção de uma estratégia de crescimento desequilibrado em termos regionais para o país, onde o governo segue uma política de concentração em alguns centros dos investimentos da infra-estrutura econômica e social, objetivando uma alocação ótima dos recursos escassos para a maximização das economias de aglomeração.

Não obstante, existem alguns fatores que devem ser levados em conta. Primeiro, a idéia de eficiência está ligada ao resultado das livres forças de mercado, que pela "mão invisível" determinam o que, quanto, como e para quem produzir do melhor modo possível. Está implícito nesta formulação o fato de que existem forças competitivas atuando em todos os mercados e ausência de imperfeições. Isto pode ser encontrado na atual discussão sobre o problema da concentração industrial no país. Por exemplo, medidas adotadas pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico – CDE – na Resolução nº 14, objetivando uma descentralização industrial – através da reversão dessas forças espontâneas de mercado – teriam esse caráter de eqüidade[7]. Ocorre, porém, que a estrutura de preços e de organização industrial do país é muito melhor caracterizada como de concorrência imperfeita, olipolização ou mesmo monopólio, sendo a resultante portanto de um processo de forças de mercado em situação de graves imperfeições. Deve-se pois questionar até que ponto a concentração industrial em São Paulo e no Centro-Sul é função da superioridade de vantagens comparativas "inatas" a essa região, ou se fruto também de um processo histórico em que existem fatores responsáveis pela manutenção ou agravamento das desigualdades regionais, tais como os mecanismos de transferência de recursos do Nordeste para o Centro-Sul, através do sistema cambial (que beneficiava as regiões deficitárias em suas relações com o exterior), do sistema tributário (apresentando características regressivas) e do sistema bancário (que concentrava renda nas regiões mais desenvolvidas).

---

5 Muitas vezes a política econômica de curto prazo, que se preocupa com aspectos conjunturais (taxa de inflação, balanço de pagamentos, dívida interna e externa, etc.), entra em conflito com os objetivos de longo prazo do planejamento econômico. Em função da força político-econômica dos diversos grupos de interesse envolvidos são distribuídos os ônus e benefícios dessa política econômica, e a experiência brasileira mostra que também nesse caso os objetivos setoriais acabam preponderando sobre os regionais. O somatório ao longo do tempo dos resultados desse processo podem redundar numa acentuação dos desequilíbrios regionais de longo prazo e num fator estrutural adicional de prejuízo à melhor estratégia de atuação regional dos Bancos de Desenvolvimento.

6 Embora haja outros objetivos de política regional, estes por sua vez podem ser reduzidos nos dois objetivos principais, o de eficiência e eqüidade.

7 Embora essa Resolução apresente efeitos imediatos em termos de contenção de desenvolvimento industrial da região metropolitana de São Paulo e não do estado. Em outras palavras, esta Resolução não impedirá a continuação de um processo de cumulação progressiva dos investimentos industriais no estado de São Paulo, juntamente com um processo de desconcentração espacial dentro do estado.

Segundo, a ênfase na industrialização é uma estratégia válida em determinadas situações históricas concretas e dentro de certos limites, mas deve ser encarada como um dos meios existentes, talvez o mais importante porém não o único, de se alcançar o objetivo de maximizar o bem-estar da coletividade num razoável intervalo de tempo. Um fato inegável é que os objetivos industriais produzem resultados mais rápidos em termos de renda *per capita* e tendem a ser mais aceitos pelos bancos regionais de desenvolvimento. Entretanto, estratégias de desenvolvimento regional baseadas na expansão dos serviços sociais de educação, saúde, habitação, saneamento, etc., são também bastante efetivas num prazo mais longo, avaliadas segundo uma taxa social de desconto, para reduzir diferenças regionais de bem-estar. Inclusive, num país de recursos naturais relativamente abundantes e pouco conhecidos, com uma população em crescimento e uma grande extensão territorial, esta estratégia pode criar condições para um surto simultâneo do processo de industrialização baseado em bens de consumo e equipamentos e produtos para a agricultura e infra-estrutura social e econômica, incluindo transportes e comunicação.

Em terceiro lugar, os índices de renda regional *per capita* tendem a ser viezados em favor do desenvolvimento industrial *vis-à-vis* às outras estratégias. Isto porque em geral os custos sociais da industrialização – poluição, hiper-urbanização, congestionamento, etc. – não são contabilizados nesses índices. Ademais, quando o processo de industrialização numa região é executado majoritariamente por empresas de outras regiões e a tecnologia empregada é intensiva de capital, os índices se tornam mais enganosos, pois nesse caso a apropriação é concentrada em poucas mãos – proprietários, comerciantes, donos de imóveis, etc. – e parte dela é remetida para fora da região.

Por outro lado, no entanto, realmente necessita-se trocar eficiência por eqüidade para conseguir um maior progresso regional. Nesse caso, uma pergunta crucial que, dado o caráter de concentração do poder político na órbita federal, pode ser decisiva para a estratégia de atuação dos bancos regionais de desenvolvimento, é: o que se procura? O desenvolvimento da região ou das pessoas que moram na região? Como vimos anteriormente, uma região não é, exceto num determinado momento, um grupo definitivo da população. É apenas uma área populada por um grupo de pessoas cuja composição e volume está em constante processo de mutação. Isto traz uma série de complicadores. Imaginando-se, por exemplo, uma política industrial com fins regionais, qual seria a melhor estratégia: trazer as pessoas para os empregos, determinados pela localização mais eficiente das unidades industriais, estimulando pois os movimentos migratórios inter-regionais no país, ou levar os empregos (indústrias) para as regiões? Além do mais, mesmo se adotando a estratégia de desenvolver a região visando indiretamente melhorar o padrão de vida de suas populações, outra questão relevante diz respeito a quem se beneficia dessa política regional, isto é, como os frutos desta política são distribuídos pela população da região.

Outra premissa errônea sobre o conflito eficiência-eqüidade deriva-se do fato de se considerar como um dado exógeno a taxa de crescimento da renda nacional que, dentro deste contexto seria, em termos *ex-post*, uma média ponderada das taxas de crescimento regionais. Considerando-se como um parâmetro para o planejamento uma determinada trajetória histórica dessa taxa global de crescimento, o aumento no crescimento de uma determinada região só poderia ser conseguido às expensas de uma redução no crescimento de outra região. Neste enfoque, a preocupação estaria voltada, portanto, para a distribuição, entre as diversas regiões, de um montante potencial de produção que se consideraria como um dado exógeno ao processo decisório. Esse tipo de visão, entretanto, desvia a atenção dos problemas de como maximizar o aproveitamento do potencial produtivo dos recursos de cada região, para se preocupar com problemas de distribuição e alocação. Assim, uma visão mais conseqüente para a estratégia dos bancos regionais de desenvolvimento seria maximizar as taxas de crescimento de cada região *per se*, e portanto considerar a taxa global de crescimento como a resultante dos desempenhos regionais. É possível para cada região acelerar seu crescimento de duas formas: *a*) através do estoque existente de fatores de produção da região, ou seja, o aproveitamento de economias de aglomeração e uma melhor alocação espacial das atividades econômicas, a adoção de técnicas mais modernas e produtivas, a reorganização da rede e da divisão modal de transportes, a melhoria da rede de distribuição de atividades terciárias, a readaptação do padrão de investimentos da infraestrutura econômica e social, etc. (H. Richardson [7]); e *b*) através do aumento do estoque de fatores de produção, ou seja o estímulo não só à incorporação de recursos naturais não aproveitados para usos produtivos, mas também ao aparecimento de novos empresários e surgimento de microempresas e pequenas empresas, a criação de recursos humanos mais qualificados para o mercado de trabalho, etc.

Finalmente, num país como o Brasil, com seus fortes desequilíbrios regionais, a atuação dos bancos regionais de desenvolvimento deve ter diferentes estratégias. Até que ponto o problema dos estados mais atrasados refere-se à falta de uma oferta elástica de empresários preparados para aproveitar vantagens potenciais da economia, e não da escassez de capital? Até que ponto o problema dos estados mais adiantados é o de escassez de capital, frente a um grande número de projetos economicamente viáveis? Embora órgãos como o BNDE e o CEBRAE procurem um constante aperfeiçoamento do seu instrumento de diagnóstico e atuação, as políticas tendem a ser uniformes para todos os bancos, não considerando a região onde atuam.

Para concluir, diversas experiências realizadas com êxito em várias regiões do mundo mostram que esse conflito entre eficiência e eqüidade tem sido exagerado, pois pode-se pensar e elaborar políticas que causem **ao mesmo tempo** o crescimento regional e uma melhor alocação e crescimento do volume global de bens e serviços

do país. A descoberta e aperfeiçoamento dessas estratégias constitui sem dúvida alguma um desafio para o sistema regional de bancos de desenvolvimento do país.

Estas políticas podem ser adotadas não só quando o problema de escala regional for superado, através do agrupamento – a depender dos objetivos – dos bancos estaduais em regiões-programa, mas também quando o conflito entre metas setoriais e regionais, deixar de existir, aplicando-se uma arbitragem que conduza a uma situação de "ótimo de pareto" (ou seja, uma situação em que uma mudança é desejável desde que favoreça a uns sem prejudicar a outros), levando-se em conta que o prazo de maturação de resultados de desenvolvimento regionais costuma ser maior que o de resultados setoriais. Devemos enfatizar que as considerações apresentadas no decorrer deste artigo são de caráter geral, e aplicável em tese a problemas de estratégia típicos de um sistema regional de bancos de desenvolvimento. Para que os resultados sugeridos possam ser alcançados em situações concretas, entretanto, é necessário que os bancos de desenvolvimento estejam capacitados em termos de recursos humanos, qualificados e efetivamente voltados para uma execução técnica das suas atividades de financiamento, dentro de um contexto coordenado de atuação efetiva das autoridades estaduais, regionais e nacionais de planejamento.

BIBLIOGRAFIA

1 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE BANCOS DE DESENVOLVIMENTO. *Documento interno.* Rio de Janeiro.

2 BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatório das atividades/ 1977.* Rio de Janeiro, 1978.

3 BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, BCB, v. 14, n. 9, pp. 1-279, set. 1978.

4 BOUDEVILLE, Jacques R. *Problems of regional economic planning.* Edinburgh, Edinburgh Univ. Press, 1966. 192 pp.

5 GLASSON, John. *An introduction to regional planning.* London, Hutchinson, 1974.

6 KANE, Joseph A. *Development banking*; an economic appraisal. Lexington, Mass., Lexington Books, c1975. 217 pp.

7 RICHARDSON, Harry W. *Regional & urban economics.* Harmondsworth, Penguin Books, 1978.

8 RUMOS DO DESENVOLVIMENTO. Rio de Janeiro, ABDE, v. 2, nº 11, pp. 1-42, maio/ jun. 1978.

A Empresa Estatal no Mercado de Capitais*

Walter L. Ness, Jr.**

Este artigo examina o papel desempenhado pelas empresas estatais no mercado de capitais brasileiro, apresentando medidas de sua participação em termos de volume de ações negociadas, levantamento de recursos no mercado primário, rentabilidade para o investidor, risco de investimento e valorização de suas ações. Nesta análise consideramos alguns efeitos que a presença da empresa estatal no mercado acionário impõe sobre o financiamento da empresa nacional privada, além de discutirmos algumas alternativas para mudar a situação da empresa estatal nesse mercado.

1. Introdução

A estatização da economia brasileira é alvo de várias críticas do atual modelo de nossa política econômica. Por vezes estas críticas recaem também sobre a estatização do mercado de capitais. Por exemplo, Maksoud [15] concentra sua crítica na transferência do poder de alocação de recursos de poupança privada para as instituições financeiras de propriedade estatal. Outros consideram a presença de empresas estatais no mercado de ações como um obstáculo às tentativas da empresa privada de se capitalizar. Alguns paliativos para este problema são apresentados pelo projeto Brasil e por Carneiro [6]. Este artigo tentará apresentar uma retrospectiva da atuação da empresa estatal registrada como companhia aberta no mercado de capitais. Abordará as razões de sua presença nesse mercado, fará comparações de suas atividades em termos de negociabilidade, rentabilidade, volatilidade e levantamento de poupança através de chamadas para subscrições. Considerará os argumentos sobre os

* Revisão de estudo apresentado no IIº Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração de Empresas (Anpad), João Pessoa, em 18 de agosto de 1978.

** Pesquisador Sênior do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais e Professor Associado de Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

prejuízos que pode trazer ao desenvolvimento do mercado e às empresas privadas, e mencionará as alternativas de política disponíveis caso se deseje alterar esta situação.

2. Presença de Empresas Estatais no Mercado de Capitais

Se os recursos das empresas estatais provêm do governo, por que as encontramos no mercado de capitais? A empresa estatal, apesar de ser propriedade do estado, não depende exclusivamente de seus recursos internos ou de recursos provenientes de tributação para financiar sua expansão. Da mesma forma que a empresa privada, ela também pode buscar financiamentos de instituições financeiras ou do mercado de capitais.

Em alguns países a emissão pública de títulos de entidades pertencentes ao setor público encontra-se rigorosamente controlada. O Tesouro Nacional pode emitir títulos, para melhor controlar os mercados de crédito e de capitais, e repassar os recursos obtidos às entidades públicas segundo o planejamento econômico. Com a descentralização da administração pública, permite-se que as entidades públicas levantem recursos para seu próprio uso. Uma das primeiras classes de entidades públicas que obtém esta autonomia são as empresas públicas que produzem e vendem bens e serviços e devem estar capacitadas para gerarem recursos suficientes para reembolso de suas obrigações financeiras contratadas. Estas obrigações podem usufruir da vantagem de ter uma garantia governamental para sua amortização.

As empresas estatais como emissoras de debêntures (não-conversíveis) estão presentes nos principais mercados de capitais do mundo. Nos Estados Unidos, existe o mercado para títulos de agências governamentais – um eufemismo capitalista para designar as empresas estatais norte-americanas e instituições oficiais de crédito que apresentaram um saldo de US$ 92,6 bilhões em 1975. Neste ano, esse mercado absorveu US$ 9,4 bilhões em novas emissões[1]. Nas bolsas da Europa, as empresas estatais européias apresentam um número relativo de emissões ainda maior. As empresas estatais brasileiras como a Eletrobrás, o BNDE, a Companhia Vale do Rio Doce, a Petrobrás e a Cesp também emitem títulos nos mercados estrangeiros e internacionais.

Hawkins et alii [13] mostram que, das debêntures emitidas por países em desenvolvimento em mercados externos entre 1960 e 1974, 47% foram emitidas pelo governo nacional, 18% pelas instituições de crédito oficial, 13% pelas empresas estatais, 4% por outras entidades do setor público, e 18% por empresas privadas, sobretudo as subsidiárias de empresas multinacionais.

1 Veja The First Boston Corporation [12].

No Brasil, o mercado de debêntures é praticamente inexistente por diversos fatores:

- os contratos de longo prazo sem correção monetária, em uma situação de inflação alta e irregular, acarretam um risco insustentável tanto para o aplicador quanto para o tomador;
- o cálculo atual da correção monetária – fixada a taxas inferiores à taxa de inflação – não atrai investidores para aplicações a longo prazo;
- a disponibilidade de crédito, subsidiado a longo prazo, provoca o desinteresse dos tomadores na utilização do mercado de debêntures;
- a complexidade na conversão de debêntures em ações;
- dificuldades no passado, no mercado paralelo, em que notas promissórias não foram honradas por uma importante empresa emissora; e
- a utilização no passado, por uma empresa atualmente sob intervenção, de compra de debêntures como condição de vendas via crediário.

As emissões de debêntures constituem menos de 0,1% da poupança financeira voluntária brasileira nos anos recentes[2]. Cabe mencionar que, dentre as poucas emissões desses anos, as de maior porte foram de empresas estatais (Telesp e Telemig).

Com a ausência de um mercado de debêntures expressivo, o mercado de ações tende a tornar-se uma fonte de recursos para a empresa estatal. Um governo pode se preocupar com o controle efetivo de setores da economia mas não desejar necessariamente a exclusividade de propriedade. As empresas estatais com uma participação minoritária do público provêm de dois padrões básicos: o maior número resulta de atividades inicialmente privadas cujos controles foram tomados gradualmente, ou de vez, pelo governo; o segundo padrão é resultante do incentivo ao público para participar em novos empreendimentos. Levy [14, pp. 475-479] mostra que o lançamento das ações da Companhia Siderúrgica Nacional na bolsa foi utilizado para substituir a falta de sócios privados no empreendimento. Esta experiência facilitou o lançamento subseqüente de uma parcela das ações da Petrobrás ao público, de maneira similar. A evolução de empresas mistas com participação de acionistas privados tem mais probabilidades de ocorrer em um país onde se observa uma forte ênfase desenvolvimentista e uma ideologia governante não-socialista.

2 Veja Debêntures à procura do seu espaço vital [10, p. 18].

3. Críticas à Participação das Empresas Estatais no Mercado Acionário

Em alguns mercados de capitais que não o brasileiro, a crítica mais freqüente quanto à presença de empresas estatais se refere à falta de competitividade de suas ações como alternativa para investidores. A burocracia e atenção aos objetivos político-sociais fazem-nas obter baixos retornos ou mesmo prejuízos sobre o capital investido pelo governo. Isto não constitui um problema para as empresas estatais em relação ao mercado de debêntures não-conversíveis, onde os recursos são suficientes para saldar as obrigações ou que os títulos sejam garantidos pelo governo. No entanto, para investimentos de capital de risco, a perseguição dos objetivos sociais da empresa estatal ou uma falta de interesse de seus administradores pela lucratividade conduz a uma rentabilidade inferior às expectativas do investidor privado. Estas empresas, então, chegariam a apresentar relações baixas entre o preço de suas ações no mercado de capitais e seu lucro por ação para equilibrar os retornos futuros esperados do acionista com os de ações de empresas mais dinâmicas. Nestas condições, a empresa estatal teria receio de emitir novas ações devido não só ao fato de o preço de mercado ser inferior ao valor nominal (em alguns países proibido por lei), mas também à alta taxa de retorno que tem de ser obtida sobre estes recursos para não diluir a posição dos acionistas atuais.

A empresa estatal como investimento privado é também criticada uma vez que sua rentabilidade depende das decisões políticas e burocráticas do governo. Esta dependência produziria um desempenho comercial instável da empresa em face da incerteza do mercado quanto ao futuro das políticas que governam os resultados da empresa estatal e o tratamento conferido a seus acionistas. A empresa privada também está sujeita a variações de política econômica e de decisões governamentais que afetam diretamente a empresa. No entanto, estas decisões são consideradas de menor impacto e menor freqüência do que as intervenções e variações nas políticas da empresa governamental. Isto pode ser considerado não uma característica isolada da empresa estatal brasileira, mas uma tendência geral para qualquer empresa estatal sujeita a objetivos conflitantes. Esta instabilidade comercial se revelará mais volátil nos preços de suas ações no mercado de capitais. Caso se aumentasse o risco das ações de empresas estatais seriam obtidos efeitos adversos, conforme já mencionado.

Em contraste, a crítica mais comum sobre as empresas estatais no mercado de capitais brasileiro é oriunda de um ponto de vista oposto. As posições de monopólio natural ou legal da maioria das empresas estatais provocam situações em que a determinação do preço para os bens e serviços produzidos é baseada em considerações sociais. Estas considerações podem gerar uma rentabilidade financeira bem diferente do benefício social da empresa. Esta divergência inviabiliza mecanismos de mercado para eficiência alocacional. Por exemplo, o privilégio da empresa estatal no tratamento tributário ou no estabelecimento dos preços de seus produtos ou serviços

permite um desempenho propício para a geração de lucro; o porte das empresas estatais dá-lhes a oportunidade de participar em projetos rentáveis que estão além da capacidade das demais empresas. O reconhecimento destas tendências estimularia o interesse dos investidores pelas ações em maiores avaliações (relação preço/lucro) que agiriam como incentivo para novas emissões. Se os investidores substituíssem, em suas carteiras, ações de empresas estatais para ações de empresas privadas forçaria a queda de seus preços, sua liquidez no mercado secundário seriam reduzidas e seu acesso ao mercado primário para o levantamento de novos recursos seriam impedidos. Como resultado, a empresa nacional privada se sentiria reprimida na realização de sua própria expansão, se descapitalizaria através de maior endividamento, tornar-se-ia mais dependente das instituições oficiais de crédito, ou se sentiria tentada pelas ofertas de aquisição por empresas estrangeiras.

4. O Papel Atual da Empresa Estatal no Mercado de Capitais Brasileiro

Neste item examinamos o comportamento das ações das empresas estatais em relação à participação em atividades bursáteis, lucratividade histórica como investimento, retorno sobre o patrimônio líquido, valorização em relação ao lucro, e risco para o investidor.

4.1. Domínio da atividade bursátil

As ações de empresas estatais são encontradas nas bolsas de muitos países[3], porém raro é o país onde predominam operações com títulos de empresas estatais, como no Brasil. Dentre mais de mil empresas reconhecidas pela CVM como companhias abertas, 51 foram identificadas pelo autor como empresas de controle estatal. Nos anos recentes, as empresas estatais constituem uma parcela crescente nas negociações do mercado secundário. Suas negociações elevaram-se de 32% do total de negociações para todas as bolsas brasileiras consolidadas em 1973, para 61% em 1977.

A Tabela 1 indica que a importância da empresa estatal resume-se na predominância de duas empresas dentre as 51 de capital aberto. Nos anos de 1975 e 1977, ações de duas empresas estatais – Petrobrás e Banco do Brasil – responderam por mais da metade do total das negociações das bolsas. Em contraste, existem 26 empresas estatais que não atingiram Cr$ 1 milhão, em valor de mercado, de ações negociadas em nenhum dos cinco anos examinados. Os setores de bancos regionais, bancos estaduais, energia elétrica e telecomunicações contêm 22 empresas com alguma negociabilidade em bolsa; todavia, a participação total destes quatro setores abrange somente de 1,3% a 2,3% do total das negociações, não apresentando indícios de aumento sistemático.

[3] Veja Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores [11].

TABELA 1 – Negociações das Ações das Empresas Estatais nas Bolsas de Valores

(em Cr$ milhões)

Ações	Nº de Companhias de Capital Aberto		1973		1974		1975		1976		1977	
	Negociado	Não Negociado*	Mont.	%	Mont.	%	Mont.	%	Mont.	%	Mont.	%
Petrobrás	1	–	2.125	11,3	2.763	19,6	8.266	30,1	6.552	22,5	7.977	24,0
Banco do Brasil	1	–	1.806	9,6	2.011	14,3	5.649	20,6	7.336	25,2	9.731	29,3
Vale do Rio Doce	1	–	1.302	6,9	1.052	7,5	1.432	5,2	969	3,3	843	2,5
Siderurgia:												
Acesita			361		306		354		314		1.260	
Sid. Nacional			94		59		48		27		26	
	2	1	455	2,4	365	2,6	402	1,5	341	1,2	1.286	3,9
Bancos Regionais	2	0	62	0,3	46	0,3	63	0,2	69	0,2	109	0,3
Bancos Estaduais	9	7	49	0,3	90	0,6	109	0,4	215	0,7	228	0,7
Energia Elétrica	7	3	162	0,8	140	1,0	137	0,5	126	0,4	186	0,6
Telecomunicações	4	3	24	0,1	55	0,4	48	0,2	41	0,1	38	0,1
Outros Setores	0	10	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
TOTAL: Empr. Est.	27	24	5.985	31,9	6.522	46,3	16.106	58,6	15.649	53,7	20.397	61,3
TOTAL: Empr. Priv.			12.758	68,1	7.555	53,7	11.365	41,4	13.497	46,3	12.858	38,7
TOTAL GERAL			18.743	100,0	14.077	100,0	27.471	100,0	29.146	100,0	33.255	100,0

* Menos do que Cr$ 500.000,00 em negociações em todos os cinco anos estudados.

Fonte: CNBV [8].

Três outras empresas estatais, nos setores de mineração e siderurgia – Vale do Rio Doce, Acesita, e Companhia Siderúrgica Nacional – desempenham um papel importante no mercado, respondendo por desde 4,5% (1976) a 10,1% (1974) do volume de negociações. Estes dois setores estão atualmente perdendo sua importância relativa devido aos problemas conjunturais. Porém, a Vale do Rio Doce e a Acesita podem ser consideradas, juntamente com a Petrobrás e Banco do Brasil, como participantes fortes no domínio estatal do mercado secundário.

Por que este domínio? Em parte, deve-se simplesmente ao seu porte. A revista Exame [16] indica que no final de 1976 os depósitos no Banco do Brasil (primeiro banco na classificação apresentada nesta revista) foram quase quatro vezes superiores aos do segundo banco; os empréstimos, sete vezes maiores; o patrimônio líquido, 10 vezes; o lucro líquido, 12 vezes; e o ativo total, oito vezes. A Petrobrás é a maior empresa não-financeira no Brasil, detendo ativos 14 vezes superiores aos da maior empresa nacional privada (Copersucar).

No estudo desenvolvido por Ness e Rebelo da Silva [20], os autores constataram que em 1977 os lucros do Banco do Brasil constituíram 148% dos lucros somados de 72 instituições financeiras nacionais privadas registradas nas bolsas, e os da Petrobrás, 106% de 202 empresas não-financeiras nacionais privadas registradas nas bolsas. Os ativos e as vendas da Vale do Rio Doce e da Siderúrgica Nacional também são maiores do que os de qualquer empresa nacional privada. É claro que, com o público detendo uma parcela significante de ações destas empresas de grande porte, tais empresas teriam que ter um papel forte no mercado de capitais.

Constataram também que o giro de negociações (quantidade de ações negociadas dividida pelo número de ações do capital social) das ações das empresas estatais nas bolsas não se revela extraordinariamente alto. Em 1977 as empresas não-financeiras estatais mostraram um giro de 4% em contraste com 14,4% para empresas nacionais privadas. Ademais, as instituições financeiras estatais tiveram um maior giro (8,2%) que as instituições financeiras nacionais privadas (4,9%). As empresas estatais com maior giro em 1977 foram:

Acesita –	67,8%
Petrobrás –	12,5%
Banco do Brasil –	9,6%
Banespa –	7,4%
Banco do Nordeste –	5,0%
Vale do Rio Doce –	4,6%

Estes dados não indicam uma concentração especulativa extraordinária nas ações de empresas estatais.

A Comissão de Valores Mobiliários [7] mostra que as ações de 31 empresas estatais representaram 70,8% do valor do mercado. As ações das empresas estatais em poder do "público investidor" constituem 63,3% do saldo desta classe de investidor. Para todos os grupos, excluindo o grupo de acionistas majoritários, 60,9% dos saldos de ações foram de empresas estatais. Estas cifras são totalmente consistentes com a representação das empresas estatais em negociações bursáteis (61,3%) em 1977, e não revelam um giro ou especulação necessariamente mais intensos nas ações destas empresas.

4.2. Presença no mercado primário

A empresa estatal também participa ativamente do mercado de capitais através da captação de recursos para aumentos de capital no mercado primário. Ness [18] estimou a participação de empresas estatais no total de aumentos de capital via subscrições de uma amostra de 320-435 empresas de capital aberto, conforme se segue:

1971 – 56%	1974 – 72%
1972 – 72%	1975 – 61%
1973 – 65%	1976 – 63%

Ness e Rebelo da Silva [20] mostram uma participação percentual de 68% em 1976, e de 73% em 1977, com base numa amostra menor (314 empresas). Obviamente, a maioria das subscrições e ações de empresas estatais provém de fundos do setor público e não do investidor particular[4]; representa, ainda, uma parte significativa dos recursos do setor privado, utilizados para financiar a expansão das companhias abertas.

O governo limitou a utilização do mercado primário por parte das empresas estatais nos anos mais recentes, o que se evidencia pelo fato de, já há alguns anos, algumas das maiores empresas estatais não fazerem chamadas para subscrições.

Desde 1971 – Cesp e Banco do Estado do Rio Grande do Sul
1973 – Eletrobrás
1974 – Petrobrás
1976 – Vale do Rio Doce e Banco do Estado de Sergipe

---

4 Nos anos 1974-77 o investidor do setor privado respondeu pelos seguintes percentuais das subscrições de empresas estatais, excluindo empresas de eletricidade e telecomunicações:

1974 – 18%	1976 – 20%
1975 – 30%	1977 – 40%

Fonte: BDI [3].

As outras 14 empresas estatais registradas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro fizeram chamadas para subscrições em 1977 ou 1978 (incluindo o Banco do Brasil e as duas empresas siderúrgicas).

4.3. Lucratividade de investimento

O porte das empresas estatais não constitui a única razão para explicar seu papel dominante no mercado de capitais. No passado, estas empresas forneceram uma lucratividade excepcional para o investidor nas Bolsas de Valores. Ações de algumas empresas estatais devem estar situadas entre as melhores alternativas de investimento que puderam ser feitas no mundo, nas décadas de 50 e 60, segundo os índices de lucratividade da BVRJ. Por exemplo, a Tabela 2 mostra que o investidor em ações ON do Banco do Brasil, que aplicou no final de 1955, teve um retorno anual nominal de 73% até o final de 1977, ou uma taxa anual de retorno real de 30%. Em termos reais, para cada cruzeiro aplicado em 1955, o investidor terá agora Cr$ 315,00 do mesmo valor real. Retornos de tal excepcionalidade puderam ser obtidos por investidores que aplicaram seus recursos até 1967 em ações do Banco do Brasil e da Petrobrás.

O investidor dificilmente esquecerá um investimento de tal lucratividade, apesar do comportamento mais modesto das ações destas empresas na década de 70, quando seus retornos continuaram a superar o índice do mercado, embora sua taxa anual fosse de certa forma inferior à taxa de inflação. É fácil notar como ações de empresas de grande porte, oferecendo liquidez, segurança e lucratividade excepcionais, podiam motivar o interesse do investidor.

Devemos observar na Tabela 2 que nem toda a aplicação em ações de empresa estatal gerou alta lucratividade. Devido às dificuldades dos últimos anos, a rentabilidade de investimentos em ações da Vale do Rio Doce e Siderúrgica Nacional não se compara favoravelmente com o mercado. Os bancos regionais e estaduais apresentam um comportamento diverso, alguns superando o mercado e outros se revelando inferiores a ele. A rentabilidade de ações de companhias de energia elétrica geralmente apresenta-se melhor do que o mercado. Destaca-se, neste aspecto, a Companhia Brasileira de Energia Elétrica, a única empresa estatal que tem um retorno real positivo desde o final de 1971, tendo apresentado também um retorno anual real de 12% desde 1955.

Neste sentido, no Brasil o investidor está influenciado pelo fato de que a pessoa que investiu no passado em ações do Banco do Brasil, da Petrobrás e de algumas outras empresas estatais fez uma boa escolha. No decorrer do tempo, este fato levará a empresa estatal a ser considerada altamente rentável, e não um símbolo de burocracia e ineficiência – imagem dominante em outros países.

TABELA 2 – Lucratividade Anual Nominal de Investimentos em Ações de Empresas Estatais (até dezembro de 1977)

Especificação	Aplicações feitas em Dezembro de				
	1955*	1962*	1968	1971	1974
Índice BVRJ	42,1%	37,1%	41,6%	4,8%	26,0%
Inflação	33,2	34,1	26,2	29,5	37,9
Petrobrás – ON	...	...	46,9	14,5	22,4
Petrobrás – PP	...	67,6	44,7	2,3	6,7
Banco do Brasil – ON	73,0	80,1	69,8	14,0	58,4
Banco do Brasil – PP	...	...	...	...	49,9
Vale do Rio Doce – PP	...	29,1	12,7	(14,1)	(9,3)
Acesita – OP	...	...	...	4,7	24,8
Sid. Nacional – PP	40,6	31,8	18,3	(19,8)	(9,8)
Banco do Nordeste – ON	...	...	...	5,9	70,0
Banco da Amazônia – ON	...	...	...	3,1	48,1
Banerj – ON	...	...	37,9	(5,9)	15,1
Banespa – ON	...	...	...	(0,5)	34,2
Baneba – PN	...	...	...	12,5	41,6
Eletrobrás – PP C/A	...	...	...	25,5	59,8
Cemig – PP	...	...	...	...	42,3
Cesp – PP	...	...	...	...	30,1
CBEE – OP	49,1	84,9	43,2	35,2	56,9
Paulista Força e Luz – OP	42,3	63,5	35,6	28,4	37,0
Telerj – ON	...	...	...	(8,2)	(5,4)
Telerj – PN	...	...	...	13,3	24,7

* Segundo técnicos da Bolsa, os índices de lucratividade anteriores a 1968 não mostram o mesmo grau de confiabilidade que os dos anos seguintes.

Fonte: BVRJ [4].

4.4. Rentabilidade de investimento da empresa

A rentabilidade (lucro disponível/patrimônio líquido) da empresa estatal atualmente não é excepcional. Setores como os de energia elétrica, telecomunicações, mineração e siderurgia – quatro dos cinco setores com pior retorno sobre o patrimônio líquido dentre 28 estudados por Ness e Rebelo da Silva [20] – atualmente possuem uma rentabilidade bem inferior à tipicamente apresentada pela companhia aberta. Restam os bancos comerciais estatais e a Petrobrás. A rentabilidade da Petrobrás (27% em 1977) é bastante relevante, mas não excepcional, pois está pouco acima da média de 23% para as empresas nacionais privadas.

Os bancos estatais apresentaram em 1977 uma taxa de rentabilidade de 35%, um dos melhores comportamentos setoriais. Devemos ressaltar que outros setores

financeiros privados, como bancos de investimentos, financeiras e seguros, também apresentaram este comportamento. A rentabilidade do Banco do Brasil continua alta (35%), embora tenha sido superada por 32 das 71 outras instituições financeiras estudadas por Ness e Rebelo da Silva [20].

4.5. Valorização de ações

Se ações de empresas estatais são preferidas no mercado, poderia ficar então evidenciado que elas teriam um maior preço em relação ao lucro por ação. Tomando esta hipótese como verdadeira, pode-se considerar que uma alta valorização provocaria um declínio nos preços das outras ações. Uma baixa relação de preço comparada ao lucro para outras empresas forçaria as mesmas a obterem um maior retorno em empreendimentos necessários para justificar a utilização das subscrições, e assim impediria a utilização do mercado primário para novas captações de recurso.

Na verdade, a relação preço/lucro para empresas estatais atualmente é, por via de regra, inferior à relação média de todas as empresas. Isto não implica a afirmação de que no passado não tenha havido épocas em que as empresas estatais tenham sido favorecidas, mas a situação atual é diferente. Com base nos preços finais de setembro de 1978 e no lucro disponível do primeiro semestre de 1978 colocado em base anual, a relação preço/lucro – média das ações de empresas privadas – situou-se pouco acima de quatro.

Foram encontradas as seguintes relações para as empresas estatais:[a]

Bco. Estado da Bahia	1,6	Eletrobrás	3,0	Cemig	7,2[b]
Bco. Nordeste	1,7	Acesita	3,8	Sid. Nacional	26,2[b]
Bco. Brasil – ON	2,0	Petrobrás	3,6		
Banespa	2,3	Paulista Força e Luz	4,8[b]		
Bco. Brasil – PP	2,4	Petrobrás – PP	3,2		
Banerj	2,4	CBEE	5,3[b]		
		Cesp	5,4[b]		

Notas:

[a] A Vale do Rio Doce e as empresas de Telecomunicações foram excluídas em virtude de seus prejuízos.

[b] Relação baseada no lucro disponível de 1977, devido à falta de dados para o primeiro semestre de 1978.

Cabe notar que a relação preço/lucro anormalmente alta para a Companhia Siderúrgica Nacional resulta de uma diminuição em seus lucros comparada aos níveis anteriormente alcançados, sem que esta queda se refletisse proporcionalmente no preço das ações.

4.6. Risco

Apesar de revelar alta lucratividade como investimento, as ações de empresas estatais também apresentam uma alta incidência de risco. O alto risco desmotiva investimentos ou requer um maior retorno para haver compensação. O risco pode ser medido de várias maneiras. Diversas pesquisas escolheram o coeficiente beta ou a variância de retornos diários (volatilidade) como medida de risco. O coeficiente beta mostra a relação de movimentos de retorno de uma ação com os movimentos do mercado. Conforme descreveremos, estas pesquisas mostram em geral um maior risco para ações de empresas estatais do que para as de outras empresas.

Num estudo sobre a volatilidade de retornos diários na BVRJ para o ano 1972, Ness [17] mostra que, no que concerne à empresa estatal, uma variável *dummy* contribui positivamente para explicar a volatilidade. A tendência foi significativa para dados anuais ao nível de confiança 5%, embora para dados trimestrais, nem tenha sido sempre significativa nem tenha apresentado sinal consistente.

Na listagem absoluta de volatilidade para 1972, entre 38 empresas, as estatais obtiveram a seguinte colocação:

5ª mais alta – Banco do Nordeste – ON
8ª mais alta – Banco do Estado da Guanabara – ON
9ª mais alta – Cia. Telefônica Brasileira – PN
11ª mais alta – Cia. Siderúrgica Nacional – PP
16ª mais alta – Banco do Estado de São Paulo – ON
20ª mais alta – Acesita – OP
21ª mais alta – Banco do Brasil – ON
25ª mais alta – Petrobrás – PP
29ª mais alta – Vale do Rio Doce – PP

Os primeiros nove lugares de menor volatilidade foram ocupados por empresas privadas.

O alto risco das ações de empresas estatais é confirmado mais enfaticamente por várias tentativas de medir o coeficiente beta para ações brasileiras.

Um beta maior do que um indica risco maior do que o oferecido pelo mercado; um beta menor que um indica menor risco. Um investimento com beta igual a um terá o mesmo risco da carteira de ações que compõem o índice geral do mercado. Ness [19] e Contador [9] apresentam evidências, resumidas na Tabela 3, de que existe uma tendência de ações das maiores empresas estatais situarem-se entre as que apresentam os mais altos betas das ações examinadas, apesar de Contador ter encontrado betas menores que um para todas as ações estudadas. A tendência de

empresas estatais apresentarem os mais altos betas parece ter sido intensificada recentemente. A Bolsa de Valores de São Paulo [1], ao examinar o período 1972-77, encontrou empresas estatais ocupando oito dos primeiros 12 lugares em termos de altos betas. Excluem-se deste comportamento as empresas de energia elétrica e de telecomunicações, que mostram baixos betas com pouca correlação com os movimentos do mercado. Devemos notar que esta medida de alto risco para as empresas estatais tem que ser tratada cuidadosamente em vista da grande participação percentual de algumas empresas estatais na formação dos índices utilizados para medir o comportamento do "mercado". Nota-se também a instabilidade dos betas para determinadas empresas nos diferentes períodos examinados.

Tal fato pode introduzir certa tendenciosidade ao se proceder à análise de regressão do comportamento de uma ação com base em um índice, caso aquela ação tenha uma participação significativa. Seria preferível que o índice pudesse ser recalculado excluindo a empresa que está sendo correlacionada, a fim de medir o seu beta.

TABELA 3 – Estimativas de Betas de Ações de Empresas Estatais

Período / Dados / Nº de Empr. / Empresas	1955-71[a] Anuais 27		1960-64[b] Mensais 31		1964-67[b] Mensais 34		1967-72[b] Mensais 34		1960-72[b] Mensais 34		1972-77[c] Mensais 100	
	β	Posição	β	Posição	β	Posição	β	Posição	β	Posição	β	Posição
Banco do Brasil – ON	2,16	1º	0,57	23º	0,76	19º	0,99	8º	0,81	15º	1,12	10º
PP											1,54	2º
Petrobrás – ON											1,52	3º
PP	0,96	4º	0,48	24º	0,98	8º	1,00	7º	0,85	10º	1,48	4º
Vale do Rio Doce – PP	0,63	11º	1,02	4º	0,61	26º	0,74	18º	0,78	19º	1,31	5º
PN			0,78	12º	0,61	27º	0,98	9º	0,81	16º		
Acesita – PP											0,99	12º
Sid. Nacional – PP	*		0,60	21º	0,79	19º	1,20	4º	0,91	4º	1,18	6º
Bco. Nordeste											1,06	11º
Bco. Amazônia											0,25	...
Banespa											0,37	...
CBEE	*		0,94	5º	1,18	2º	0,61	28º	0,85	9º		
Paulista Força e Luz	*		0,83	9º	0,77	20º	0,66	22º	0,71	22º	0,35	...
Cemig											0,27	...
Cesp											0,12	...
Telerj											0,33	...
Telesp											0,13	...
Força e Luz Minas Gerais			0,14	31º	1,09	3º	0,60	30º	0,61	26º		
Força e Luz Paraná					0,56	30º	0,43	32º	0,40	33º		

*Não são apresentados dados devido à insignificância estatística.

Fonte:

[a] W.L. Ness [19].
[b] C.R. Contador [9].
[c] BVSP [1].

5. Papéis Alternativos das Empresas no Mercado de Capitais

Afirmações contrárias à participação da empresa estatal no mercado de capitais concentram-se na premissa de um modelo econômico que favorece a iniciativa privada, impedindo as tendências de crescimento das empresas estatais existentes. Este ponto de vista é calcado na consideração de que um grau excessivo de estatização da economia é compatível com as estruturas políticas e sociais autoritárias ou totalitárias. Se o objetivo é uma sociedade mais aberta e democrática e existe um empresário nacional qualificado, a iniciativa privada deve ser apoiada, sendo que a política econômica deveria enfatizar o controle no que concerne a abusos do poder econômico e à criação de maiores oportunidades para todas as camadas da população.

Os defensores da empresa estatal podem contestar este ponto de vista atribuindo a ênfase dada à empresa nacional privada a um modelo que agravaria ainda mais as desigualdades na distribuição de renda. A propriedade da empresa pelo governo pode ser considerada uma maneira de deter em custódia, para a população em geral, os benefícios da riqueza nacional e dos meios de produção.

Tomando-se como causa de nosso argumento o objetivo político de se apoiar a empresa privada, existem várias estratégias que podem ser adotadas em relação à participação da empresa estatal no mercado de capitais. Uma dessas estratégias envolveria o fechamento do capital das empresas estatais. Uma outra sugestão oferecida pelo Projeto Brasil [22] diz respeito à distribuição das ações em poder do governo entre as camadas mais pobres da população. Uma outra leva em conta a distribuição aos acionistas das maiores empresas estatais das ações de suas subsidiárias ou até mesmo a subdivisão de atividades da matriz com empresas afiliadas, rompendo assim a concentração de negociações em bolsas. Finalmente, registra-se a estratégia que defende a não-introdução de modificações significantes, reduzindo somente a participação de ações de empresas estatais nos benefícios de incentivos fiscais e em carteiras de investidores institucionais, o que já está sendo feito pela CVM.

Vimos em nossa discussão anterior que a empresa estatal domina a atividade dos mercados de ações primário e secundário e apresenta uma alta lucratividade histórica. Atualmente estas características não são ampliadas em termos de ter menor risco e maior valorização de seus lucros. As empresas estatais aparentemente envolvem maior risco sob a ótica do investidor e têm preços geralmente menores em relação ao seu lucro por ação. Por conseguinte argumentos referentes a uma posição privilegiada da empresa estatal no mercado de capitais não parecem justificados. Sua presença é grandemente devida ao seu porte. O argumento atual mais relevante contra as empresas estatais se baseia na hipótese de suas ações terem uma relação substitutiva. Se as empresas estatais não estivessem presentes no mercado, investiriam os investidores particulares em ações de empresas privadas e não em outros ativos financeiros e reais? Caso a resposta fosse afirmativa, isto causaria somente um aumento na valorização das ações das empresas privadas e uma transferência da riqueza? Até que ponto esta subida do mercado induziria novas emissões de ações pelas companhias abertas e um aumento no número de companhias abertas? O aumento de emissões de ações levaria as companhias abertas a investir mais, endividar-se menos, realimentar seu capital de giro ou especular em aplicações financeiras?

Este argumento não leva em consideração a possibilidade de que se as empresas estatais não pudessem captar recursos através de subscrições de investidores particulares, teriam de procurar outras fontes de financiamento seja através de mercado ou do orçamento do governo, que no fim pode reduzir o volume de recursos financeiros disponíveis de outras fontes para a empresa privada.

5.1. Fechamento de capital

Para que as empresas estatais fossem retiradas do mercado de capitais, seria necessário o fechamento do seu capital. Devemos lembrar que qualquer fechamento proposto do capital de empresas estatais englobaria o dispêndio de vultosos recursos governamentais para a compra de ações de empresas envolvidas. O governo teria que fazer uma oferta de compra das ações em poder do público a um preço que talvez fosse próximo ao valor patrimonial por ação, atualmente bem superior ao valor do mercado para a maioria de empresas estatais. Segundo a estimativa da CVM do valor das ações das empresas estatais nas mãos do público, esta operação teria custado Cr$ 57 bilhões ao valor do mercado de setembro de 1977. Deve-se em contrapartida perguntar aos proponentes desta medida se eles apoiariam a retirada dos recursos governamentais, atualmente dirigidos ao mercado de capitais através do PIS/PASEP, Fundos 157, incentivos fiscais e de empresas afiliadas ao BNDE, como uma das alternativas de financiamento para o fechamento do capital das ações das empresas estatais?

Um outro problema importante diz respeito ao aspecto prático do fechamento do capital e à determinação do preço para o fechamento. Uma tentativa de fechar o capital (cancelar o registro) de uma empresa estatal grande pode causar especulação intensa e prejudicial devido à necessidade de oferecer um preço de compra superior àquele existente no mercado secundário. Segundo a Instrução nº 3 da CVM, o registro de uma companhia aberta poderá ser cancelado através de no máximo duas ofertas públicas de aquisição, se houver aceitação por parte dos acionistas minoritários, titulares, na data da Assembléia Geral, de 75% das ações em circulação no mercado e se um número superior a 200 acionistas minoritários possuidores de mais de 5% das ações em circulação no mercado, também naquela data, não se opuser expressamente ao cancelamento do registro.

Adicionalmente, teremos que nos preocupar com o problema do controle das empresas estatais. Permanecer como companhias abertas é uma maneira de sofrerem pressão civil sobre suas atividades e de inibir um maior afastamento destas poderosas empresas da influência e avaliação pública.

5.2. Distribuição de ações de empresas estatais ao público

O Projeto Brasil [22] propôs uma redistribuição instantânea de riqueza através da desestatização via distribuição de ações às camadas mais pobres da força de trabalho. Isto difere drasticamente da recente transferência de ações do governo ao PIS/PASEP, que manteve sua administração sob controle governamental.

Se as ações do governo fossem distribuídas ao público como proposto no Projeto Brasil, como impedir sua concentração em mãos de grupos fortes? Esta medida também não liberaria recursos para investimentos em empresas nacionais privadas.

5.3. Reorganização de atividades de empresas estatais

Uma alternativa menos drástica do que o fechamento de capital envolveria a reorganização das maiores empresas estatais (especificamente a Petrobrás, a Vale do Rio Doce e o Banco do Brasil) para não só diminuir seu porte no mercado de capitais, mas também ampliar o número de papéis no mercado. Por hipótese, algumas atividades do Banco do Brasil poderiam ser assumidas por novas instituições, como um banco do comércio exterior e um banco de desenvolvimento agrícola. Os acionistas atuais poderiam receber ações destas novas empresas, quando distribuídas pela empresa estatal. O governo poderia manter controle efetivo sobre essas novas empresas, através de empresas *holding* tipo Siderbrás e Eletrobrás. O investidor privado reteria posições acionárias nas empresas individuais criadas pelas subsidiárias e na atividade própria da matriz, ou *holding*. Esta medida pulverizaria mais a participação de empresas estatais no mercado de capitais, porém não promoveria diretamente a liberação de recursos para a empresa privada. Em última análise, poderia incentivar um maior capitalismo do estado. Mas também poderia formar a base para a venda ao setor privado de algumas atividades atualmente desenvolvidas por empresas estatais, posto que o porte destas atividades seria mais acessível aos grupos privados.

5.4. Aceitação da situação atual

Um ponto de vista privativista mais cômodo seria o de que atualmente as empresas estatais não oferecem melhores expectativas de retorno que as empresas privadas em geral. Apesar de serem privilegiadas em algum tratamento tributário e regulatório, não são obrigadas a superar sistematicamente tendências à ineficiência burocrática e têm que satisfazer aos objetivos sociais e não só aos de lucros.

Pode-se argumentar neste caso, que a empresa privada não deve ter problemas em captar recursos no mercado de capitais se sua perspectiva for boa e sua direção capaz e honesta, bem como se as instituições financeiras responsáveis pelo lançamento de seus títulos se preocuparem com o problema da manutenção de liquidez, mantendo um verdadeiro interesse em vender títulos ao público. Não se deve responsabilizar a existência de empresas estatais no mercado de capitais pela rejeição, por parte do mercado de títulos, de empresas privadas não-promissoras ou com um desenvolvimento precário de um sistema de *marketing* e de apoio à liquidez dos títulos.

Deve-se notar que os incentivos fiscais para o investidor são aplicados igualmente às empresas estatais, empresas nacionais privadas e subsidiárias de empresas multinacionais que se enquadram no *status* de companhias abertas. Em contraste, são impostas restrições sobre as carteiras de vários investidores institucionais (fundos fiscais, fundos *offshore*, companhias de seguros, e fundos de pensão) com o objetivo de limitar o percentual das mesmas, percentual este, que pode ser aplicado em ações de empresas estatais e subsidiárias de empresas multinacionais. Uma diferenciação dos incentivos fiscais para o investidor em favor de aplicações em títulos de empresas nacionais privadas seria consistente com as limitações sobre as carteiras de investidores institucionais.

6. Conclusão

A grande concentração de negociações no mercado secundário e a captação de recursos no mercado primário pela empresa estatal foram apontadas como principal conseqüência do porte destas empresas estatais que oferecem liquidez, uma alta lucratividade histórica e segurança devido ao envolvimento do governo em sua gestão. Atualmente, conforme está evidenciado pelos seus índices preço/lucro, e pelas medidas de risco e giro de negociações, estas empresas não podem ser consideradas como o alvo de alguma avaliação eufórica ou irracional do investidor. Os problemas que a empresa privada enfrenta em captar recursos no mercado não devem ser atribuídos à existência, e até ao domínio, de empresas estatais no mercado. A falta de interesse dos *underwriters* de títulos no mercado primário, a falta de programas para fornecer liquidez no mercado secundário, a falta de simplificação do investimento em ações comparado a alternativas de poupança e a necessidade de apresentar no mercado empresas com boas perspectivas parecem problemas bem mais sérios.

Argumentos que seguem algumas estratégias de ação positiva para reduzir o domínio do mercado de capitais por empresas estatais geralmente são baseados na idéia de que se as ações destas empresas não estivessem disponíveis ao público, os investidores não diminuiriam sua propensão de poupar através do mercado de ações e comprariam ações de empresas privadas, aumentando assim o seu preço e incenti-

vando um maior número de novas emissões. Não podemos saber quais seriam os resultados, mas teremos de supor que os investidores, não tendo a oportunidade de investir em ações de empresas estatais, não iriam aplicar seus recursos em instrumentos de renda fixa ou em investimentos alternativos de renda variável, tais como imóveis. Reafirmamos que este argumento continua baseado em hipóteses e não em provas.

BIBLIOGRAFIA

1 ANUÁRIO 77. São Paulo, BVSP, 1978.

2 BAER, Werner et alii. On state capitalism in Brazil: some new issues and questions. *Inter-American Economic Affairs*, Washington, Inter-American Affairs Press, v. 30, n.º 6, pp. 68-92, Winter 1976.

3 BOLETIM DIÁRIO DE INFORMAÇÕES. São Paulo, BVSP, nº 145, 3 ago. 1978.

4 BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. (várias publicações)

5 BOUZAN, Ary. *Os bancos comerciais no Brasil: uma análise do desenvolvimento recente – 1965/1971.* São Paulo, Federação Brasileira das Associações de Bancos, 1972. 216 pp. [Tese de doutorado]

6 CARNEIRO, João Geraldo Piquet. Um controle político para as empresas estatais. *Negócios em Exame*, São Paulo, Abril-Tec, nº 153, pp. 72-3, 7 jun. 1978.

7 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Valor de mercado do capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 4, nº 11, pp. 283-98, maio/ago. 1978.

8 COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. *Relatório Anual 1973-77.* Belo Horizonte, CNBV

9 CONTADOR, Claudio Roberto. *Os investidores institucionais no Brasil.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1975. 174 pp.

10 DEBÊNTURES à procura do seu espaço vital. *Bolsa*, Rio de Janeiro, BVRJ, nº 343, pp. 14-19, 21, 3 jul. 1978.

11 FEDERACION IBEROAMERICANA DE BOLSAS DE VALORES. *Informe nº 11.* Buenos Aires, 1978.

12 THE FIRST BOSTON CORPORATION. *Handbook of securities of the United States Government and Federal Agencies.* 27th. ed. New York, 1976.

13 HAWKINS, Robert G. et alii. Improving the access of developing countries to the U.S. capital market. *The Bulletin*, New York, New York Univ., pp. 1-95, 1975-4.

14 LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. 659 pp.

15 MAKSOUD, Henry. Estado, mercado de capitais e a capitalização da empresa privada nacional. *Jornal do Brasil*, Rio de Janeiro, 18 abr. 1977. Seção especial.

16 NEGÓCIOS EM EXAME. Melhores e Maiores. São Paulo, Abril-Tec, set. 1977. pp. 3-338.

17 NESS, JR., Walter Lee. Determinantes de variância do retorno de ações no mercado acionário brasileiro. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 3, nº 9, pp. 355-84, set./dez. 1977.

18 ———. *A influência da correção monetária no sistema financeiro.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1977. 205 pp. (Estudos especiais, 5)

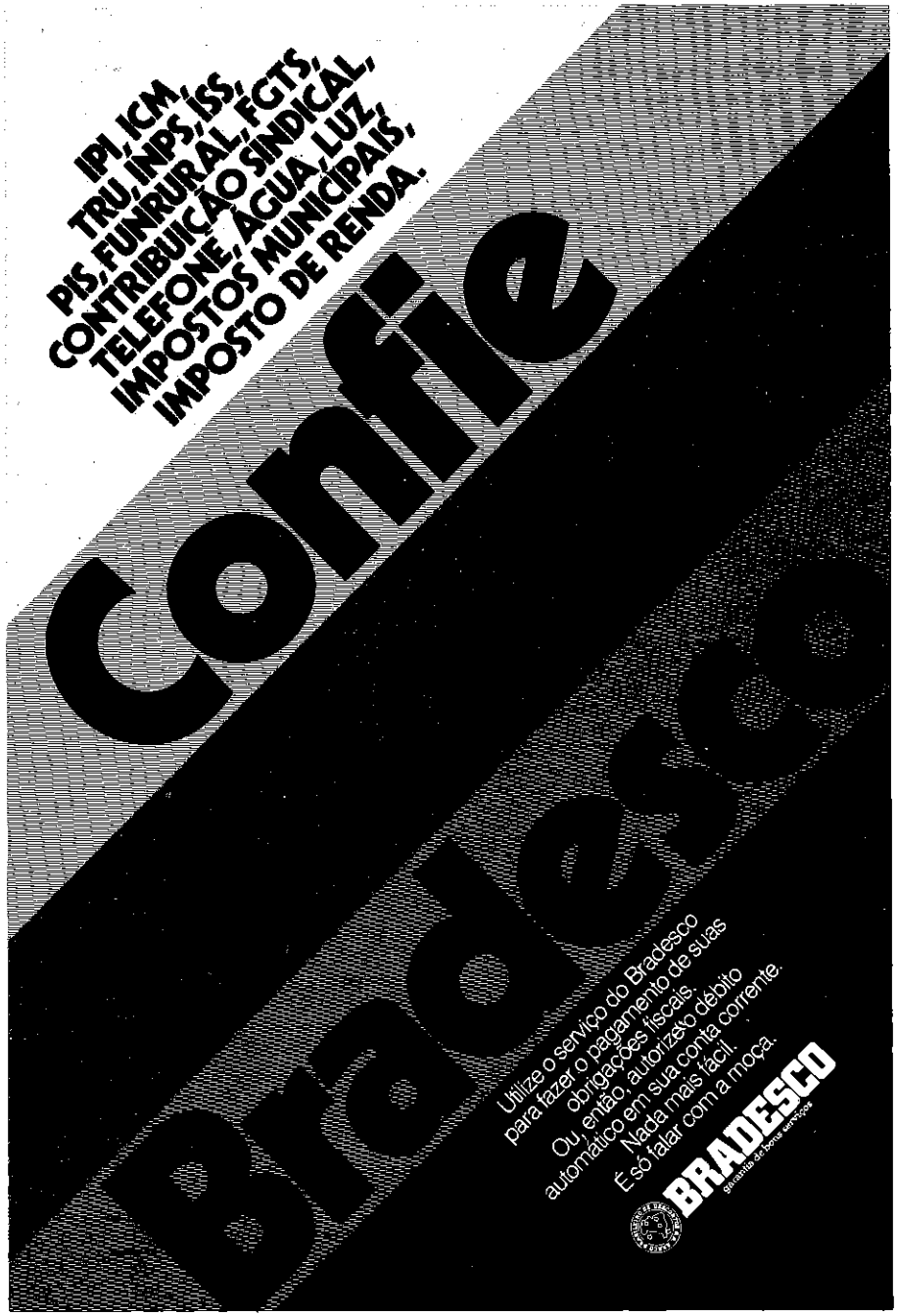
19 ———. Rentabilidade do mercado brasileiro de ações – 1955/71. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, FGV, v. 26, nº 12, pp. 49-52, dez. 1972.

20 NESS, JR., Walter Lee & SILVA, Rosanne Horstmann Rebelo da. Análise conjuntural financeira das companhias abertas. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais.* Análise Conjuntural Financeira das Empresas. Rio de Janeiro, IBMEC, nº 1-2, jan./ago. 1978. Suplemento da Revista Brasileira de Mercado de Capitais, v. 4, nº 10-11, jan./ago. 1978.

21 PORTFOLIO – BOLETIM DE INVESTIMENTO. Rio de Janeiro, Banco Brascan de Investimento S.A., 1º trimestre 78.

22 PROJETO Brasil. *Legenda*, nº 15, 1º quinz. maio 1978.

23 VENANCIO FILHO, Alberto. *A intervenção do estado no domínio econômico no Brasil.* Rio de Janeiro, FGV, 1968. 536 pp.



Crescimento, Ciclos Econômicos e Inflação: Uma Descrição do Caso Brasileiro

Claudio R. Contador*

Este estudo examina o crescimento econômico e a taxa de inflação do Brasil, numa perspectiva histórica. Naturalmente não é possível exigir fidelidade absoluta nas informações do passado mais distante, porém, as estimativas oferecidas são consistentes com os fatos econômicos mais conhecidos de nossa história.

Além de apontar as linhas gerais do que teria sido o processo de crescimento econômico, este estudo analisa também as flutuações cíclicas. Para tal discute a hipótese – fundamentada hoje com o aparato da Curva de Phillips – de que os ciclos econômicos estariam associados às mudanças no processo inflacionário. A análise empírica, tanto para períodos longos, como para períodos curtos, não rejeita a idéia de que o combate à inflação deve ser gradualista para que as perdas transitórias no crescimento econômico sejam minimizadas.

1. Introdução

Um observador atento à evolução da economia brasileira na última década não teria maiores dificuldades em apontar alguns fatos marcantes. Em primeiro lugar, o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) foi caracterizado por um comportamento cíclico. Assim, da taxa média de crescimento do PIB de pouco menos de 4% ao ano entre 1962-67, avançamos para um período excepcional – popularizado como o "milagre brasileiro" – de taxas oscilando em torno de 10% até 1975. Após 1975, a economia vem assumindo um crescimento mais modesto, embora ainda elevado pelos padrões internacionais, e é de se esperar que taxas de crescimento inferiores à nossa atual tendência histórica de 7-8% sejam buscadas intencionalmente pela política governamental durante os próximos anos, a fim de fazer face aos problemas do balanço de pagamentos e inflação.

* O autor é Ph.D. pela Universidade de Chicago. Atualmente é Coordenador de Pesquisa do Instituto de Pesquisas do IPEA, Editor-Chefe da revista *Pesquisa e Planejamento Econômico*, e Professor na COPPE/UFRJ e Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A excepcional abertura da economia para o comércio exterior foi uma outra faceta da última década: de US$ 1,7 bilhão em 1966, as exportações brasileiras evoluíram para US$ 2 bilhões em 1968, e a partir daí assumiram um crescimento ímpar até US$ 12,1 bilhões em 1977. Por outro lado, o ritmo acelerado do crescimento econômico e a própria política adotada de incentivos aos investimentos resultaram em crescimento também acentuado das importações. Inicialmente, a maciça entrada de capitais externos favoreceu seguidos superávits no balanço de pagamentos e acumulações de reservas, que atingiram quase US$ 7 bilhões em 1973. Infelizmente, a partir de 1974 os preços internacionais dos produtos importados, a crise econômica mundial e os compromissos com a dívida externa alteraram o saldo do balanço de pagamentos, que passou a acusar déficits em médias superiores a US$ 6 bilhões ao ano. A julgar pela seriedade do problema, o pagamento da dívida externa será um forte condicionante à política governamental nos próximos anos.

O terceiro problema recorrente na economia brasileira na última década foi a intensidade do processo inflacionário. Após o surto do período 1962-65, quando a inflação anual atingiu quase 90% em 1963, e 70% na média do período, a economia brasileira passou por um período de inflação declinante até aproximadamente os 12-15% em 1973. A partir daí, houve um novo impulso no processo inflacionário, atingindo 45% segundo o Índice de Custo de Vida do Rio de Janeiro, nos últimos dois anos. Os objetivos governamentais de reduzir a inflação anual para aproximadamente 20-25% sugerem que sacrifícios terão que ser impostos a outros objetivos, para que tal meta seja atingida. Mais adiante discutimos o dilema imposto à política governamental.

Existem naturalmente muitos outros fatos que marcaram a economia brasileira na última década, tais como o agravamento da concentração de renda, a maior participação do Estado na economia, o desenvolvimento explosivo do mercado financeiro, a intensa modificação na estrutura da produção industrial, etc. Por limitações de espaço, estes temas não serão tratados neste estudo, sendo abordada apenas uma parte dos problemas associados ao crescimento econômico e ao processo inflacionário.

Um dos objetivos – na verdade o mais modesto – deste trabalho é mostrar que as flutuações observadas no crescimento do produto real e nos preços da última década não são inéditas na história brasileira. A aceitação da idéia de que a economia não cresce uniformemente ao longo do tempo possibilita interpretações lógicas para fenômenos aparentemente "inexplicáveis", tais como o chamado "milagre brasileiro"; esta idéia favorece inclusive uma antevisão da economia brasileira nos próximos anos.

Outro objetivo é apontar como um processo inflacionário, semelhante ao brasileiro, deve ser incorporado às flutuações cíclicas que marcam o crescimento do PIB, pois na verdade não pode ser analisado isoladamente.

O item seguinte apresenta uma visão histórica bem resumida do que teria sido a evolução da produção agregada e o processo inflacionário no Brasil no último século. O item 3 discute alguns conceitos importantes para a compreensão do dilema imposto à política econômica entre inflação e crescimento econômico. O último item conclui o trabalho.

2. Renda e Preços Numa Perspectiva de Longo Prazo

2.1. Crescimento e ciclos econômicos

Até recentemente, as tentativas acadêmicas de examinar o crescimento e as flutuações econômicas do Brasil anteriores à Segunda Guerra Mundial esbarraram no obstáculo da virtual ausência de informações estatísticas. Tal questão não interessa apenas aos historiadores. Ela é também importante para o posicionamento das nossas atuais condições e para a identificação das causas e dos remédios de crises passadas, possibilitando assim um melhor entendimento do presente, além de servir de lição para o futuro. O tema é certamente relevante para a própria formulação da política econômica de curto e longo prazos.

As estatísticas levantadas por Villela e Suzigan [17], publicadas em trabalho elaborado pelo IPEA, serviram de estímulo e ponto de partida para novas pesquisas, que culminaram com a estimativa de uma longa série de produto real remontando ao século passado[1]. Com base nestes levantamentos foi feita uma complementação que, acrescida de informações demográficas, possibilitou inferir o que teria sido o processo de crescimento do produto e da renda *per capita* da economia brasileira em mais de um século.

A Figura 1 reproduz a evolução do PIB, agregado e *per capita*, do Brasil a partir de 1861. Para facilitar a interpretação gráfica, os valores estão expressos a preços de 1976. Tal cuidado se faz necessário devido à intensa inflação que afligiu a economia durante todo o período. O deflacionamento permite isolar o processo de crescimento econômico em termos reais, do processo inflacionário. Este último será examinado posteriormente.

---

[1] Veja C.R. Contador e C.L. Haddad [8]. As estimativas tiveram origem num trabalho realizado em co-autoria na Universidade de Chicago, em 1972. A série de renda real a partir de 1900 foi aperfeiçoada por Haddad e publicada em Português [10].

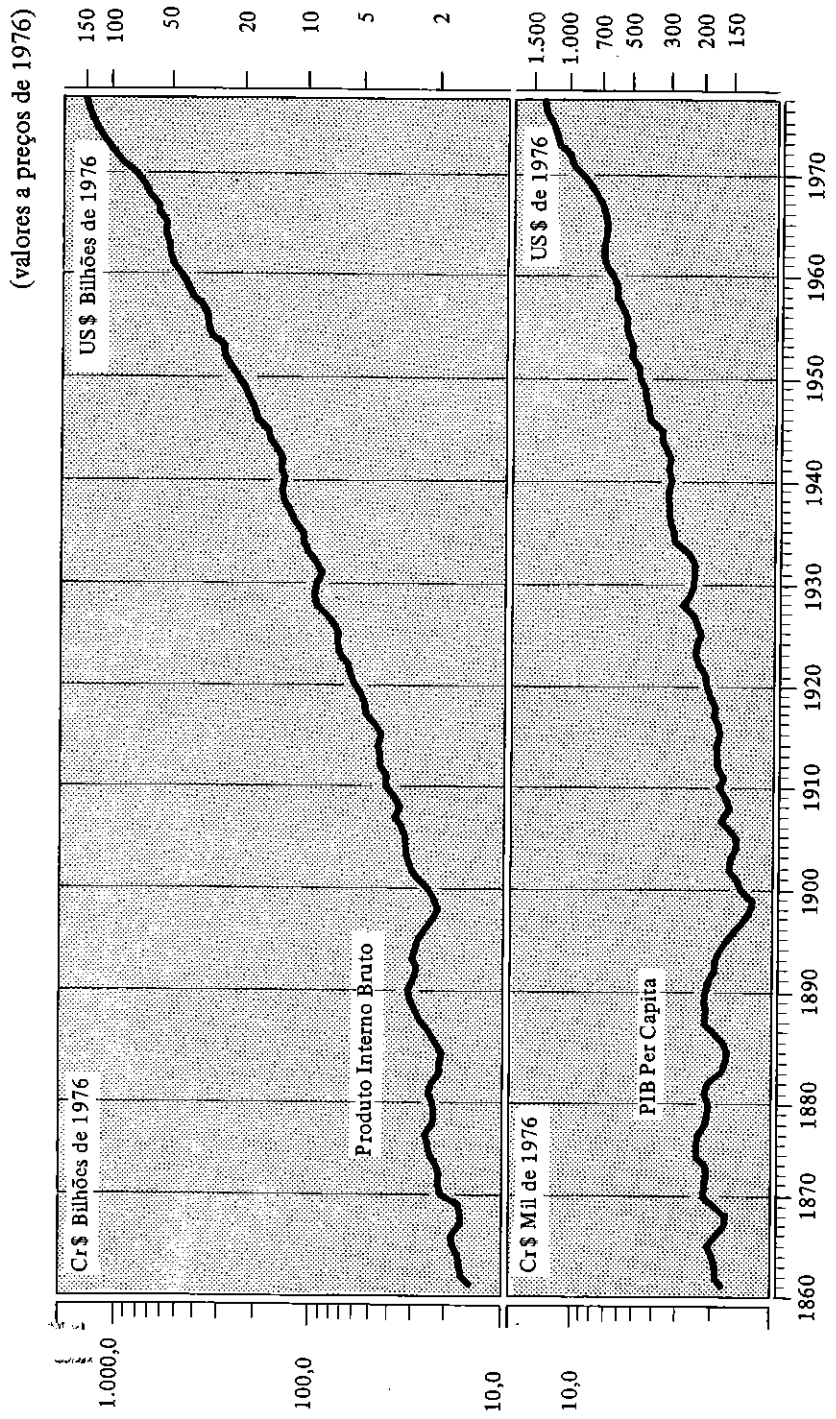


FIGURA 1 – Evolução do Produto Interno Bruto do Brasil

Visando também facilitar as comparações, a Figura 1 mostra escalas em cruzeiros, no lado esquerdo, e em dólares, do lado direito, sempre a preços de 1976. A julgar pelas estimativas, em meados do século XIX o PIB do Brasil estaria em torno de US$ 1 bilhão, ou cerca de Cr$ 12 a Cr$ 14 bilhões (sempre a preços de 1976). A renda *per capita* estaria provavelmente entre US$ 150 a US$ 160. Estas magnitudes são coerentes com informações esparsas e indícios apresentados por outros autores[2].

Até o final do século XIX, o crescimento econômico teria sido relativamente modesto, pouco superior a 1% ao ano, na média[3]. Embora o crescimento demográfico de então fosse também modesto – menos de 2% ao ano – ainda assim suplantava o crescimento da produção na grande maioria das vezes, razão pela qual a renda *per capita* permaneceu estagnada, oscilante em torno de uma média, e mesmo declinante na última década do século.

Com o novo século ocorre uma mudança radical neste quadro. O comportamento do Produto Interno atravessa fases de crescimento a taxas crescentes. Assim, enquanto até a Segunda Guerra Mundial o PIB crescia a uma taxa média anual pouco superior a 4%, a partir de 1946 esta passa a ser crescente: 6,3% entre 1947-54; 7,0% entre 1955-62; e pouco abaixo de 8%, após 1963. Outra característica do período é a ausência de quedas absolutas na renda real, o que inclusive veio impor uma redefinição do conceito de ciclo econômico no Brasil[4]. O Produto Interno Bruto, que durante todo o período compreendido entre 1900 e 1919 apenas dobrou de valor, passa a duplicar-se em intervalos cada vez mais curtos: a cada 14 ou 15 anos até 1946, a cada 10 ou 11 anos até 1969, e pouco mais de 7 anos a partir da década de 70. Paralelamente à expansão da renda, a população passa também a crescer a taxas mais elevadas até meados da década de 60, e assume um leve declínio desde então. A Tabela 1 reproduz as taxas médias de crescimento para alguns intervalos escolhidos.

Quanto ao futuro, mesmo que a taxa média de crescimento se mantenha constante em 7,5% ao ano, ou mesmo que decline ligeiramente, um simples exercício aritmético mostra que no final do século o Produto Interno Bruto do Brasil estará

---

2 Veja por exemplo, Roberto C. Simonsen [16 e 15]; Celso Furtado [9]; Caio Prado Jr. [13]; e outros.

3 Deve-se recordar que a segunda metade do século XIX foi marcada por sucessivas crises e perturbações com efeitos substanciais na economia. As mais conhecidas são a Guerra do Paraguai em 1865-69, a Crise Mundial de 1866 e 1872, a Grande Seca de 1877, as várias revoltas, as crises geradas pela Abolição da Escravatura e Proclamação da República, o "Encilhamento" em 1892, o Pânico Bancário do Rio de Janeiro, a queda dos preços internacionais do café em 1896, etc.

4 Um tratamento detalhado é encontrado em Contador [2].

bastante próximo a US$ 800 bilhões, certamente um dos sete maiores do mundo. A renda *per capita* estaria na ocasião em torno de US$ 4 mil, a preços de 1976, nível que, se for associado a uma melhor distribuição de renda e maior nível de emprego, será um indicador seguro do bem-estar geral.

TABELA 1 – Crescimento da Economia Brasileira

Período	Produto Interno Bruto		População		PIB *Per Capita*	
	Cr$ bilhões de 1976[a]	Taxa Média %	Milhões[b]	Taxa Média %	Cr$ mil de 1976[a]	Taxa Média %
1861-1889	29,17	1,5	13,93	1,5	2,09	0
1890-1910	38,60	1,3	22,22	2,4	1,74	-1,0
1911-1928	89,56	5,0	32,23	2,1	2,78	2,8
1929-1938	134,06	4,2	39,49	2,1	3,39	2,0
1939-1946	186,65	4,3	47,31	2,3	3,95	1,9
1947-1954	303,18	6,3	58,46	2,4	5,19	3,8
1955-1962	523,09	7,0	73,95	3,0	7,07	3,9
1963-1977	1.569,26	7,8	114,27	2,9	13,73	4,8

Notas:

[a] Valor relativo ao final do período, a preços de 1976. Para transformar cruzeiros em dólares de 1976, basta multiplicar os valores da tabela por 89,3.

[b] População relativa ao final de cada período.

Fonte: Apêndice.

É importante salientar que tais prognósticos estão baseados em hipóteses realistas ou até mesmo modestas[5]. Portanto, numa perspectiva a longo prazo, não existem maiores razões para pessimismo quanto ao desempenho da nossa economia, muito embora o crescimento econômico não deva ser endeusado em detrimento de outros objetivos tão ou mais importantes. Afinal, o crescimento do PIB não é um sinônimo perfeito dos anseios nacionais, nem uma forma coerente de sumariar todo o elenco de metas políticas. Crescimento econômico é um processo contínuo de expansão da oferta ou da capacidade do país como um todo, e apenas como tal deve ser tratado.

Um tema relevante na discussão do crescimento econômico no Brasil é a identificação dos fatores responsáveis. Um dos modelos mais populares, conhecido como modelo de crescimento de Harrod-Domar, enfatiza a importância da acumulação de capital na explicação da taxa de crescimento do PIB. Naturalmente esse crescimento não depende apenas do nível de investimentos. Outro modelo, o neoclássico, reconhece que a referida taxa de crescimento ou mesmo a sua tendência pode ser explicada pelo crescimento da disponibilidade dos fatores de produção; exploração de novas terras e recursos naturais; e melhoria qualitativa do capital físico e humano. Seguindo este modelo, Langoni [11] estimou que, no período 1960-70, os investimentos em capital físico teriam contribuído com pouco mais de 40% para o crescimento explicado do produto real; cerca de 12% para o crescimento da força de trabalho; cerca de 39% para a melhoria na qualidade da mão-de-obra via educação; e cerca de 9% para a realocação do fator trabalho e composição da idade e sexo. Estes seriam os fatores básicos que explicariam as perspectivas favoráveis de crescimento a longo prazo da economia brasileira.

Entretanto, uma observação mais atenta da Figura 1 mostra que a taxa anual de crescimento não foi uniforme, mas sim tem oscilado em torno da taxa histórica. Estas flutuações correspondem ao chamado "ciclo de crescimento"[6]. Um outro conceito de ciclo exige a prévia identificação da tendência do PIB real, e os ciclos são identificados em relação a esta linha de tendência. Uma variante mais interessante deste segundo conceito retrata as flutuações econômicas como movimentos que aproximam e afastam a produção efetiva daquele nível potencial máximo que a economia pode atingir a cada momento do tempo. Este potencial máximo ou pleno emprego seria explicado pelos modelos de crescimento.

A quantificação do nível de pleno emprego da economia a cada momento não é uma tarefa simples. O método mais simples e mais difundido foi popularizado pelo Conselho de Consultores Econômicos da Presidência da República dos EUA[7]. A estimativa do chamado "produto potencial" é obtida com a interligação dos níveis de pico do PIB com uma linha de tendência geralmente exponencial. Os níveis de pico são por hipótese identificados como de pleno emprego ou próximos a tal. A diferença entre o produto potencial e o efetivo mostra a capacidade ociosa do estoque de fatores ou hiato do produto. Se a produção efetiva de economia é aquém do nível que seria potencialmente possível de ser atingido a cada momento, isto significa que recursos e fatores de produção estão desempregados e/ou que a sua alocação não é eficiente. Medidas políticas que estimulam a demanda agregada são então capazes de reduzir o desemprego da mão-de-obra e a ociosidade dos equipamentos, mas naturalmente com efeitos em outras variáveis. Esta questão será discutida mais adiante.

5 A renda *per capita* seria maior ainda se ocorresse uma queda na taxa de crescimento populacional, o que é perfeitamente possível. A renda *per capita* assumida neste trabalho seria pouco menos de US$ 1.300 em 1977, bem inferior à estimativa oficial de US$ 1.450, divulgada recentemente.

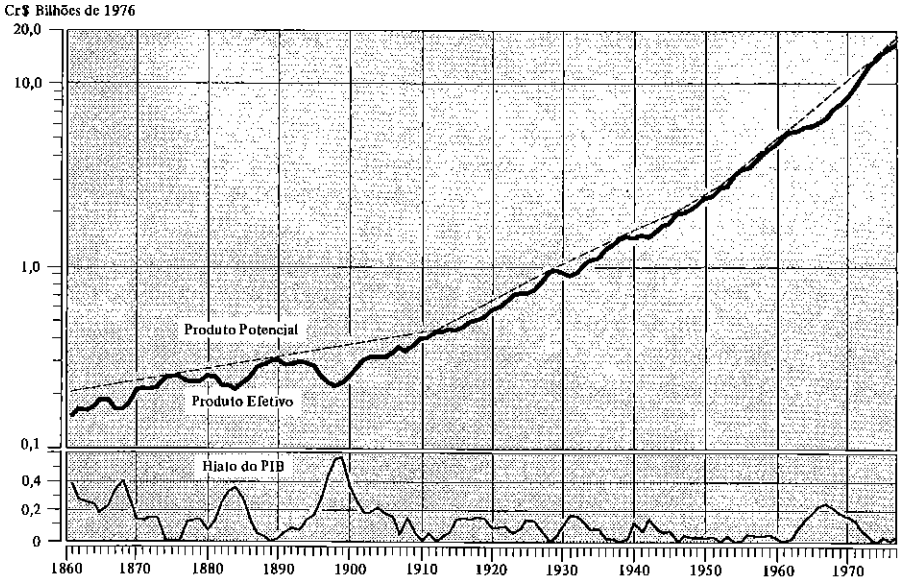
6 Veja, a este respeito, Contador [2].

7 Parte da discussão a seguir pode também ser encontrada em Contador [5].

A Figura 2 reproduz o PIB potencial e efetivo para o Brasil desde o século passado. Por construção, o produto potencial foi obtido tangenciando a tendência exponencial aos níveis de pico do produto efetivo em 1874-76, 1889, 1910-12, 1928, 1938, 1946, 1952-54, 1961/62 e 1974, ou seja, estes períodos retratam, por hipótese, a capacidade ociosa na economia a níveis nulos ou passíveis de serem negligenciados.

FIGURA 2 – O Produto Interno Bruto e o Hiato no Brasil

(período 1861-1977)



A parte inferior da mesma Figura 2 mostra a evolução do hiato do PIB. Embora não tenha sido reproduzido neste trabalho, um artigo anterior (Contador [5]) comparou estimativas do hiato do PIB segundo vários critérios e diversos autores para o período 1947-75. Todos os autores consultados apontaram comportamento idêntico para o hiato. Além disto, o hiato estimado para a Indústria de Transformação acompanhou em linhas gerais o mesmo comportamento do hiato do PIB. A evidência de que a capacidade ociosa na Indústria acompanha a do PIB sugere que as variações da demanda efetiva tendem, na média, a afetar no mesmo sentido e intensidade semelhante os vários setores da economia.

O comportamento do hiato do PIB (e também do hiato da Indústria, não reproduzido aqui) no passado mais recente fornece uma interpretação para o chamado "milagre brasileiro". A Figura 2 mostra que as taxas elevadas de crescimento entre 1968-74 foram obtidas às custas de uma gradual exaustão da capacidade ociosa acumulada durante a primeira parte da década de 60. O "milagre brasileiro"

teria sido na verdade uma forma eficiente e imaginosa de estimular a demanda agregada via uma série de medidas políticas de curto prazo, algumas puramente circunstanciais. O item 3 mostrará algumas evidências empíricas a este respeito.

2.2. Renda nominal e inflação

A existência de inflação crônica é uma característica do funcionamento da economia brasileira que não deve ser isolada das flutuações do produto real e da capacidade ociosa da economia. Pela experiência passada dos outros países, a inflação tendia a afligir as economias durante as fases de prosperidade, enquanto as recessões eram geralmente acompanhadas por deflação. Entretanto, nas duas últimas décadas, tornou-se freqüente e generalizada a coexistência de inflação e queda no crescimento econômico – fenômeno popularizado pelo termo *stagflation* (inflação com estagnação). No entanto, este fenômeno – imaginado como recente e original das economias desenvolvidas – é de longa data conhecido na nossa história econômica. Alguns estudos comprovaram que, desde um passado remoto, só em raras ocasiões os preços mantiveram-se estáveis ou caíram no Brasil, e mesmo assim sem maior intensidade, por curtos períodos, e aparentemente sem ligações com o comportamento do produto real[8]. A inflação é um fenômeno tão comum no Brasil que, na verdade, os períodos são às vezes identificados pela estabilidade ou instabilidade, e pela intensidade de crescimento dos preços. A Tabela 2 reproduz as taxas de crescimento em dois índices de preço, e de algumas séries nominais disponíveis desde o século passado. A oferta nominal da moeda, os gastos governamentais e as exportações são variáveis típicas da **demanda agregada**, e é fácil constatar que as taxas médias de crescimento por período estão estreitamente associadas com o crescimento no PIB nominal e nos preços. Naturalmente muitas outras variáveis afetam a **demanda agregada**, mas infelizmente não dispomos de séries longas relativas a elas. A Figura 3 compara as taxas de crescimento do PIB nominal e real, e do índice de custo de vida, e mesmo visualmente constata-se a predominância das mudanças nos preços nas variações da renda nominal.

Se o nível da taxa de inflação, *per se*, não tem maiores efeitos sobre variáveis reais, o mesmo não pode ser dito quanto às mudanças não esperadas na inflação. Mudanças na taxa de inflação afetam e são afetadas por variáveis reais, surgindo daí os dilemas políticos do tipo "inflação *versus* crescimento econômico", "inflação *versus* distribuição de renda", etc.

---

[8] Consulte, por exemplo, Villela e Suzigan [17, Tab. VII, pp. 424-5]; Onody [12, pp. 25, 117-9]; Buescu [1, Quadro LX, p. 223]; e outros.

TABELA 2 – Taxas Médias de Crescimento nos Preços e em Algumas Variáveis Nominais

(em %)

Período	Índices de Preços		PIB Nominal[c]	Oferta Nominal de Moeda[d]	Gastos Governamentais[e]	Exportações Totais[f]
	Custo de Vida[a]	Deflator Implícito[b]				
1861-1889	1,0	...	3,8	3,8	...	3,4
1890-1910	8,4	...	9,2	8,1	8,0	8,5
1911-1928	5,0	...	10,1	12,3	8,7	10,2
1929-1938	2,9	...	7,4	8,0	8,8	4,0
1939-1946	10,3	...	15,2	18,4	15,9	18,5
1947-1954	13,2	13,4	20,2	16,6	17,6	12,9
1955-1962	28,5	26,0	35,6	36,0	42,7	30,2
1963-1977	36,4	36,8	46,4	43,4	47,0	54,5

Notas:

[a] Veja Apêndice.

[b] Deflator Implícito das Contas Nacionais da Fundação Getúlio Vargas.

[c] Até 1946, Crescimento do Produto do PIB pelo Índice de Custo de Vida; após 1947, estatísticas da FGV.

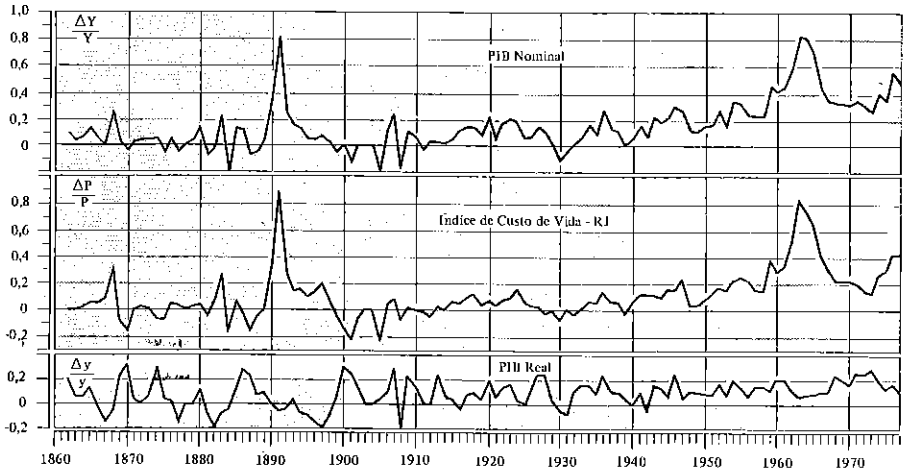
[d] Conceito Meios de Pagamentos obtido em Contador & Haddad [8]; Villela e Suzigan, *op. cit.*; e *Boletim do Banco Central.*

[e] Dispêndio Efetivo da Execução Financeira do Tesouro Nacional, obtido em Villela & Suzigan [17]; e *Boletim do Banco Central.*

[f] Dados obtidos da CACEX.

FIGURA 3 – Crescimento do Produto e Preços no Brasil

(período 1861-1977)



O fenômeno da inflação no Brasil tem sido examinado exaustivamente sob diversos enfoques por monetaristas, keynesianos, e estruturalistas. Na verdade, uma discussão nestes termos é totalmente inconclusiva, não obstante a longa vivência dos nossos economistas e pesquisadores com o fenômeno. Porém, enquanto as opiniões sobre as causas e terapêuticas para cura do processo inflacionário são polêmicas e variadas, a discussão é menos intensa quanto às suas conseqüências.

A inflação exerce influências em vários setores que podem ser divididos em quatro grupos: *a*) crescimento econômico; *b*) distribuição de renda e de riqueza; *c*) alocação dos fatores de produção; e, *d*) substituição de ativos monetários entre si, e deles por fatores de produção. Discutiremos, neste trabalho, apenas o primeiro efeito por ser este o único relacionado com o nosso tema[9].

Os efeitos da inflação no crescimento econômico ocorrem de formas distintas a curto e a longo prazo. Conforme vimos, o crescimento a longo prazo seria aquele expresso pela taxa histórica de crescimento, ou em termos práticos, pelo crescimento do produto potencial. A inflação teria efeitos negativos nesta taxa histórica através de dois canais: taxa de adoção de inovações e mercados de capital e de crédito. No tocante ao primeiro, quando a inflação é muito elevada e/ou instável, a decisão de introduzir uma inovação técnica que reduza custos de produção, por exemplo em 5-7%, não tem o mesmo apelo quando a inflação é pequena ou inexistente. Em relação ao segundo canal, existem fortes evidências de que a oferta agregada de poupanças privadas seja relativamente sensível a taxas reais de juros negativos ou próximos a zero, diminuindo a sensibilidade à medida que aumenta a taxa de juros reais, até tornar-se completamente insensível (inelástica). Sabemos que taxas reais de juros negativos são uma característica dos processos inflacionários mais intensos, e em tais ocasiões é natural que indivíduos percam o interesse em formar poupanças voluntárias, ou em canalizar os seus recursos não-consumidos para formação de estoques especulativos, bens imóveis, moeda estrangeira, etc. O resultado final é uma queda na produtividade marginal social da formação de capital. Conseqüentemente, a redução tanto na taxa de inovações técnicas como na taxa de poupança e/ou na sua produtividade tem efeitos negativos na taxa de crescimento da economia a longo prazo. Por outro lado, um aumento na taxa de inflação, desde que não antecipado pela economia, tem efeitos positivos na taxa de crescimento do produto a curto prazo. Este tema será motivo de uma discussão mais detalhada no próximo item mas, por ora, é importante lembrar que estes efeitos positivos são apenas transitórios, e só existem sob condições de capacidade ociosa de fatores.

---

[9] Para esclarecimentos sobre os demais efeitos, consulte Contador [7, 3, 6 e 4].

3. Um Dilema para a Política Econômica de Curto Prazo

3.1. Crescimento *versus* inflação

No item anterior observamos que a inflação pode ter efeitos positivos transitórios na taxa de crescimento do produto real. Pressões na demanda agregada afetam o crescimento dos preços e, dependendo da capacidade ociosa existente na economia, inflação e crescimento da renda estariam então ligados diretamente.

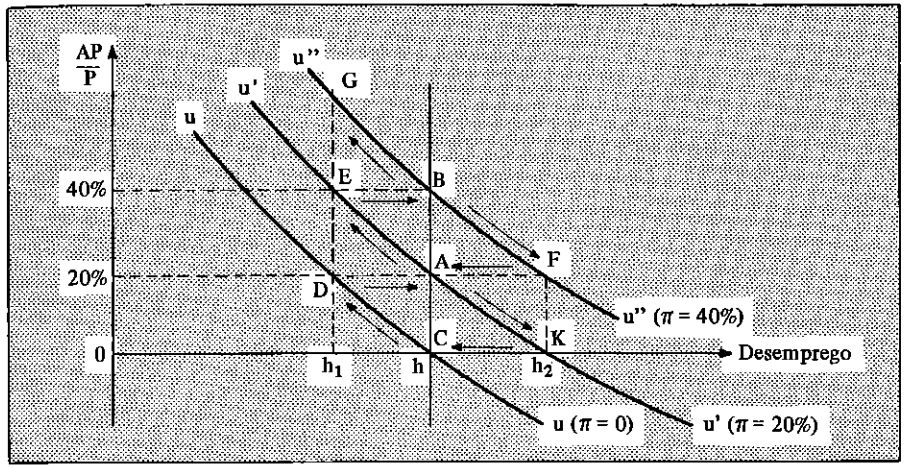
Porém, da mesma forma que estímulos à demanda agregada tendem a desenvolver e exacerbar as pressões inflacionárias, o combate à inflação tem, por outro lado, efeitos não neutros no crescimento do produto a curto prazo. Este tema é o âmago das crises de estabilização, e, para orientação da política econômica, é importante identificar, em certas ocasiões, o sacrifício em termos de crescimento do produto, decorrente do interesse político em reduzir a taxa de inflação para um determinado nível, ou, em outras ocasiões, o efeito na taxa de inflação resultante da política destinada a promover o emprego e a elevar o crescimento da renda.

Este problema é normalmente analisado com a Curva de Phillips. Com seu estudo pioneiro em 1958, Phillips observou que havia uma relação inversa não-linear entre os acréscimos nominais nos salários ou inflação e o nível de desemprego na Inglaterra. Seguiu-se então um extenso debate acadêmico – fortemente estimulado pelos interesses normativos – o qual, em vista de nossos propósitos não se faz necessário resumir. A versão mais recente da Curva de Phillips salienta a existência de uma relação estável entre a taxa de inflação e o crescimento econômico ou a capacidade ociosa da economia. A segmentação no mercado de trabalho e a existência de emprego informal – características menos visíveis ou inexistentes nas outras economias ocidentais – dificultam a quantificação do que seja "desemprego" no Brasil, e assim é mais realista associar inflação à capacidade ociosa de todos os fatores existentes na economia.

Seguindo este raciocínio, o funcionamento dos mercados de fatores seria explicado por algumas variáveis, tais como o preço relativo recebido pelos fatores, ou ainda as mudanças nos preços nominais em comparação com as que eram esperadas. Para o conjunto da economia, a taxa observada de inflação pode diferir das expectativas formadas *ex-ante*, e esta discrepância seria o elemento básico para explicar o *trade-off* a curto prazo entre inflação e capacidade ociosa ou crescimento da renda real.

A Figura 4 descreve o *trade-off* a curto prazo entre a taxa de inflação e o nível de desemprego de fatores e o processo de ajuste para as condições de longo prazo. Aceitemos inicialmente que os mercados de fatores operam com uma certa ociosidade natural, e que tal ociosidade agregada para a economia seja h^*. Ainda por hipótese, imaginemos que haja estabilidade da taxa de inflação nesta economia estimada em 20% por ano. A curva *u'u'* mostra o *trade-off* entre inflação $\Delta P/_P$ e desemprego de fatores h quando as expectativas reinantes são de que a inflação seja de 20% ($\pi = 20\%$). A economia encontra-se, então, no ponto A da Figura 4.

FIGURA 4 – O *Trade-off* a Curto e Longo Prazo, entre Inflação e Desemprego



Agora imaginemos que o Governo está insatisfeito com a ociosidade h^* dos fatores e resolve adotar uma série de medidas para incentivar a demanda efetiva. Tais medidas pressionam os preços para cima elevando a inflação para, digamos, 40%. Enquanto os proprietários dos fatores não compreendem inteiramente a elevação de 40% nos preços, o preço real do aluguel dos serviços dos fatores cai, incentivando o seu emprego, e conseqüentemente a renda real. Este efeito é representado pelo movimento de *A* para *E*.

Infelizmente, a queda da ociosidade ($h = -h_1$) é apenas transitória, pois assim que os fatores compreendem que os preços estão subindo 40% por período, eles passam a incorporar estas expectativas nos reajustes de preços dos seus serviços, e o preço real do uso de fatores retorna ao nível anterior. Com isto, a ociosidade retorna também ao nível inicial h^*. O novo equilíbrio ocorre no ponto *B*, onde a taxa esperada se iguala à taxa efetiva de inflação de 40%.

Analogamente, um mecanismo similar pode ser observado no mercado de bens e serviços finais. Neste caso, os deslocamentos da demanda agregada têm o efeito de elevar os preços de bens e serviços internalizados pelos produtores, muito acima da taxa que antecipavam. Esta discrepância é encarada, a curto prazo, como

um aumento transitório nos preços relativos dos bens e serviços produzidos, gerando um estímulo à maior produção.

Se o Governo persiste em manter um nível mais baixo de desemprego, por exemplo h_1, será forçado a exortar pressões crescentes na demanda agregada nominal. Momentaneamente, a economia desloca-se do ponto B para G, às custas de um aumento na taxa observada de inflação, de 40%, para, digamos, 70%. Mas tão logo este tipo de informação seja incorporado na expectativa, o desemprego retornará novamente ao seu nível natural h^*, e assim por diante.

Vamos supor agora um caso oposto ao descrito. Digamos que a economia enfrenta uma inflação de 40% ao ano, considerada pelo Governo como demasiada. Se a economia tem expectativas de que os preços continuarão crescendo em 40% ao ano, a política para reduzir a inflação para, digamos, 20%, provocará um aumento temporário na capacidade ociosa, de h^* para h_2, e uma queda na taxa de crescimento econômico. Este fato está representado pelo movimento BF na Figura 4. Se o Governo pretendesse eliminar completamente a inflação, o preço pago em termos de acréscimo de desemprego e ociosidade de fatores seria bastante superior a $(h_2 - h^*)$.

Em resumo, a insistência em reduzir a capacidade ociosa da economia ou a taxa de inflação tem efeitos apenas transitórios, que ocorrem somente enquanto as expectativas de inflação não se modificam. A longo prazo, não existe nenhuma relação positiva entre inflação e crescimento econômico; pelo contrário, é de se esperar que as distorções geradas na formação de capital e na taxa de avanço técnico resultem em queda na taxa histórica do crescimento econômico.

3.2. As evidências empíricas

As estatísticas apresentadas no item anterior podem agora ser utilizadas para testar a existência de *trade-off* a curto e longo prazo entre inflação e a ociosidade geral da economia. Apresentando o processo descrito na Figura 4 através da expressão

$$\frac{\Delta P}{P} = a + b\,h + c\,\pi + v, \qquad (1)$$

onde

$\frac{\Delta P}{P}$ = taxa observada de inflação;
h = hiato ou capacidade ociosa da economia;
π = expectativas de inflação; e
v = resíduos aleatórios serialmente independentes,

podemos dizer que a taxa observada de inflação é explicada pelo hiato do PIB e pelas expectativas de inflação. As expectativas de inflação foram construídas segundo o modelo de Cagan, no qual a taxa esperada é formada por uma média móvel de taxas passadas de inflação, com pesos exponencialmente declinantes. Para que o *trade-off* seja apenas temporário é preciso que $c = 1$, sendo sua intensidade a curto prazo determinada pelo valor de b $(b < 0)$. A longo prazo, se as expectativas são perfeitamente realizadas, $\frac{\Delta P}{P} = \pi$, e conseqüentemente $h = -a/b$.

Experimentos com a equação (1) para vários períodos da nossa história não rejeitaram as hipóteses formuladas acima. Nas regressões abaixo, os coeficientes entre parênteses correspondem ao teste "t", e os valores assinalados por um asterisco são significantemente diferentes de zero ao nível de 5%, ou seja, existe 95% de probabilidade de que o verdadeiro valor do parâmetro esteja compreendido em torno de dois desvios-padrão da estimativa assinalada. R^2 corresponde ao coeficiente de determinação múltipla; e DW, à estatística de Durbin-Watson para teste de correlação serial dos resíduos.

Para o período 1870-1977, compreendendo mais de um século, foi obtido o resultado:

$$\frac{\Delta P}{P} = \underset{(1,41)}{0,027} - \underset{(-2,08)}{0,220^* h} + \underset{(13,14)}{1,028^* \pi} \qquad (2)$$

$R^2 = 0,762$
$DW = 1,78$

Para 1870-1910,

$$\frac{\Delta P}{P} = \underset{(0,56)}{0,029} - \underset{(-1,01)}{0,205\,h} + \underset{(4,37)}{1,102^* \pi} \qquad (3)$$

$R^2 = 0,508$
$DW = 1,75$

Para 1910-46,

$$\frac{\Delta P}{P} = \underset{(1,58)}{0,025} - \underset{(-1,72)}{0,206\,h} + \underset{(7,29)}{0,976^* \pi} \qquad (4)$$

$R^2 = 0,645$
$DW = 1,65$

Para 1947-77,

$$\frac{\Delta P}{P} = \underset{(0,16)}{0,006} - \underset{(-3,48)}{1,143^* h} + \underset{(8,48)}{1,328^* \pi} \qquad (5)$$

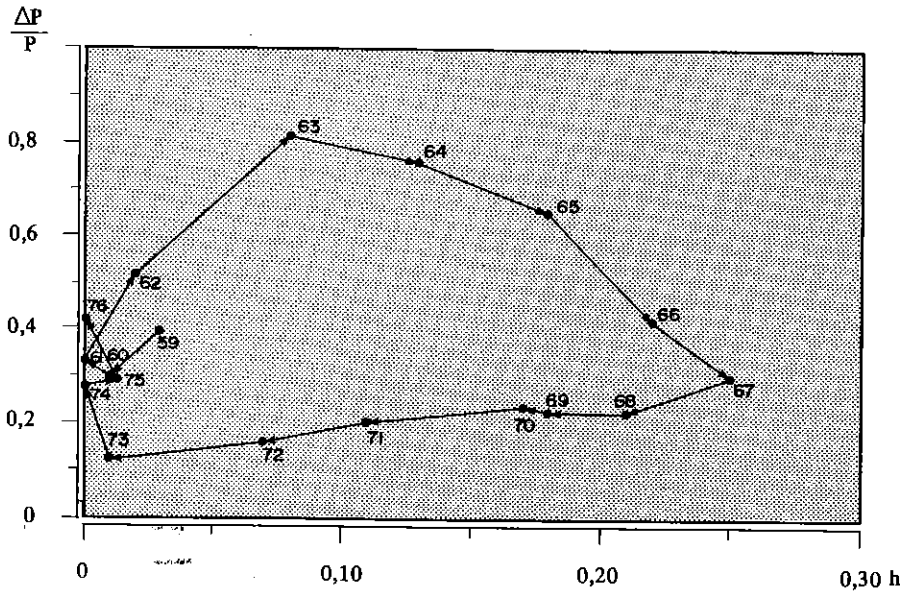
$R^2 = 0,845$
$DW = 1,55.$

Todas as regressões apresentam estimativas com sinais corretos, e com poder de explicação bastante razoável, considerando a simplicidade do modelo. A correlação serial não parece elevada ao ponto de prejudicar a confiança nas estimativas. As estimativas do parâmetro c são sempre significantemente diferentes de zero, e com valores em torno da unidade. O coeficiente b, que identifica a intensidade do *trade-off* entre inflação e capacidade ociosa, mostra-se significante para o período mais longo (1870-1977) e para o mais recente (1947-77). A julgar pelas evidências, o processo inflacionário seria mais sensível à capacidade ociosa no presente do que no passado mais remoto. Isto pode ser observado com a elevação da estimativa de b, de 0,2 até 1946 para 1,1 no período mais recente.

É importante também assinalar que os movimentos em forma de espiral girando para a direita, indicados na Figura 4, encontram pleno suporte na experiência brasileira. Para evitar um detalhamento excessivo, que inclusive dificultaria o exame visual, a Figura 5 retrata os movimentos ano a ano da taxa de inflação e capacidade ociosa da economia a partir de 1959. As setas indicam o sentido do processo, e no período examinado, a trajetória descreve nitidamente um grande círculo. Este círculo reúne experiências distintas de aceleração de preços, como por exemplo 1961-63 e 1974-76, e o longo período de estabilização entre 1963 e 1973. A seguir, tratamos de problemas específicos à política de estabilização.

FIGURA 5 – Trajetória dos Movimentos da Inflação e Hiato do PIB

(período 1959-76)



3.3. A política de estabilização: gradualismo e tratamento de choque

A Figura 4 mostrou que os efeitos de uma política destinada a reduzir a capacidade ociosa da economia são temporários e anulados tão logo as expectativas são revisadas para cima. No caso de uma política de combate à inflação, o raciocínio é análogo e no sentido oposto.

Assim, enquanto as expectativas inflacionárias não forem revistas de, digamos, 40% para 20% (e cabe lembrar que os indivíduos são mais propensos a reajustar expectativas inflacionárias para cima do que para baixo), a capacidade ociosa será mais elevada que h^*. O próprio formato não-linear da Curva de Phillips – progressivamente mais inclinada nos níveis mais altos de inflação e menos inclinada nos níveis mais elevados de capacidade ociosa – mostra porque as políticas antiinflacionárias são dolorosas e politicamente impopulares[10]. Em tais condições, o combate à inflação deve ser gradual, ao invés de abrupto. Assim, o gradualismo é a estratégia mais eficiente de minimizar as perdas da produção (ou do seu crescimento) e ao mesmo tempo reduzir a taxa de inflação.

Para cortar um súbito aumento na capacidade ociosa da economia, o que causaria taxas mais modestas de crescimento do produto, o Governo pode optar por um esquema gradual de combate à inflação. Ao invés de frustrar as expectativas inflacionárias em, digamos, 20%, (ou seja, a diferença entre a inflação antecipada de 40% e a efetivamente observada de 20% ao ano), o que elevaria a capacidade ociosa de h^* para h_2, o Governo pode escolher um esquema mais paciente. Inicialmente reduziria a inflação efetiva para 35% causando uma frustração de apenas 5%, mas com uma queda também modesta na taxa de crescimento econômico. À medida que a economia revisasse as expectativas para baixo, o Governo provocaria novas frustrações, mas sempre em doses pequenas. O único problema quanto a tal estratégia consiste no fato de esta freqüentemente conduzir à impaciência, dando lugar à tentação de se adotar uma política mais drástica. O fato de a política de estabilização ter perdurado por uma década, como mostrou a Figura 5, mostra as dificuldades com o gradualismo. A própria mudança na administração da política econômica é muitas vezes um fator de distúrbio e rompimento de um programa antiinflacionário gradual.

É importante deixar claro que o fato de o *trade-off* entre o crescimento econômico e a inflação ser transitório a curto prazo, e modesto ou nulo a longo prazo, não significa que a política de redução da capacidade ociosa e de aceleração momentânea da taxa de crescimento do PIB através da inflação deva ser banida. A

[10] Para uma discussão detalhada da experiência brasileira no tocante à estabilização é sugerida a leitura de Simonsen [14], em particular os Capítulos I, II, VI, VIII e X.

modificação das expectativas é um processo relativamente lento, e haverá um claro benefício líquido para a economia com o maior emprego e produção física no presente mesmo às custas de maior inflação no futuro.

4. Conclusões

Este trabalho procurou mostrar de forma abreviada e simples o que teria sido o crescimento econômico e o processo inflacionário do Brasil no último século. As estimativas indicaram como se modificou a taxa histórica de crescimento ao longo do tempo na nossa economia. A julgar pelas estimativas e evidências mais recentes, o ritmo de crescimento econômico tem-se acentuado desde o início do século XX, e não seria excesso de otimismo projetar uma taxa histórica pouco menor que 8% ao ano para as próximas décadas.

Demonstramos também que a nossa experiência com inflação é bastante rica e das mais variadas. Embora com curtos períodos de deflação, isto é, de queda nos preços, a inflação manteve-se elevada e persistente na maioria dos períodos.

Ao relacionar os dois fenômenos, discutimos a interdependência entre a inflação e o crescimento econômico. Os resultados empíricos comprovaram que existe um *trade-off* significante a curto prazo entre os dois fenômenos. Isto significa que o combate à inflação envolve perdas transitórias no crescimento do PIB. A política de combate gradual ou gradualismo seria, então, uma forma inteligente de minimizar as perdas reais a curto prazo.

APÊNDICE

Estatísticas de Produto Real, Preços e População do Brasil
Período 1861-1977

Período	PIB Real[a,h] Cr$ Milhões	PIB Potencial[b,h] Cr$ Milhões	Hiato do PIB[c]	Índice de Preços[d] 1949 = 100	Inflação[e]	População[f] Milhões	Renda Real[g,h] *Per Capita* Cr$
1861	14,59	20,37	0,396	2,80	...	8,55	1.707,03
1862	16,09	20,67	0,285	2,80	0,000	8,68	1.854,11
1863	16,54	20,98	0,268	2,80	0,000	8,81	1.877,41
1864	17,08	21,28	0,246	2,90	0,036	8,94	1.910,51
1865	18,23	21,60	0,185	3,10	0,069	9,08	2.007,71
1866	18,04	21,91	0,215	3,30	0,065	9,92	1.818,55

cont.

cont.

Período	PIB Real[a,h] Cr$ Milhões	PIB Potencial[b,h] Cr$ Milhões	Hiato do PIB[c]	Índice de Preços[d] 1949 = 100	Inflação[e]	População[f] Milhões	Renda Real[g,h] *Per Capita* Cr$
1867	16,41	22,23	0,355	3,60	0,091	9,36	1.753,20
1868	16,12	22,56	0,400	4,70	0,306	9,50	1.696,84
1869	17,91	22,89	0,278	4,30	-0,085	9,65	1.855,96
1870	20,69	23,22	0,122	3,60	-0,163	9,80	2.111,22
1871	20,95	23,56	0,125	3,60	0,000	9,95	2.105,53
1872	20,91	23,91	0,143	3,70	0,028	10,10	2.070,30
1873	21,46	24,26	0,130	3,70	0,000	10,29	2.085,52
1874	24,62	24,62	0,000	3,40	-0,081	10,48	2.349,23
1875	25,16	25,16	0,000	3,10	-0,088	10,69	2.353,60
1876	25,48	25,48	0,000	3,30	0,064	10,89	2.339,76
1877	23,31	25,71	0,103	3,40	0,030	11,10	2.100,00
1878	23,37	26,09	0,116	3,40	0,000	11,31	2.066,31
1879	23,56	26,47	0,124	3,50	0,029	11,53	2.043,36
1880	25,16	26,86	0,068	3,70	0,057	11,75	2.141,28
1881	24,33	27,25	0,120	3,50	-0,054	11,97	2.032,58
1882	21,90	27,65	0,263	3,80	0,086	12,20	1.795,08
1883	21,23	28,06	0,322	4,80	0,263	12,43	1.707,96
1884	20,88	28,47	0,364	3,90	-0,188	12,67	1.647,99
1885	22,41	28,89	0,289	4,20	0,077	12,92	1.734,52
1886	25,77	29,31	0,137	4,10	-0,024	13,16	1.958,21
1887	28,55	29,74	0,042	3,40	-0,170	13,41	2.129,01
1888	29,54	30,17	0,021	3,20	-0,059	13,67	2.160,93
1889	30,62	30,62	0,000	3,20	0,000	13,93	2.198,13
1890	30,79	31,03	0,008	4,20	0,313	14,20	2.168,31
1891	29,88	31,44	0,052	7,80	0,857	14,50	2.060,69
1892	29,24	31,86	0,090	10,00	0,282	14,86	1.967,70
1893	29,95	32,29	0,078	11,50	0,150	15,22	1.967,80
1894	29,20	32,72	0,121	13,40	0,165	15,85	1.842,27
1895	28,11	33,15	0,179	14,80	0,104	15,96	1.761,28
1896	25,94	33,61	0,296	16,80	0,135	16,34	1.587,52
1897	23,44	34,06	0,453	20,30	0,208	16,74	1.400,24
1898	21,99	34,52	0,570	22,10	0,089	17,14	1.282,96
1899	22,27	34,98	0,571	20,90	-0,054	17,56	1.268,22
1900	25,81	35,45	0,373	18,00	-0,139	17,98	1.435,48
1901	28,84	35,93	0,246	14,10	-0,217	18,39	1.568,24
1902	30,85	36,41	0,180	13,10	-0,071	18,78	1.642,70
1903	31,00	36,90	0,190	13,10	0,000	19,18	1.616,27
1904	31,14	37,39	0,201	13,00	-0,008	19,59	1.589,59
1905	31,86	37,89	0,189	10,20	-0,215	20,00	1.593,00
1906	33,30	38,40	0,153	10,80	0,059	20,43	1.629,96

cont.

cont.

Período	PIB Real[a,h] Cr$ Milhões	PIB Potencial[b,h] Cr$ Milhões	Hiato do PIB[c]	Índice de Preços[d] 1949 = 100	Inflação[e]	População[f] Milhões	Renda Real[g,h] *Per Capita* Cr$
1907	37,92	38,92	0,026	11,80	0,093	20,86	1.817,83
1908	34,17	39,44	0,154	10,80	-0,085	21,30	1.604,23
1909	37,77	39,97	0,058	11,00	0,019	21,75	1.736,55
1910	40,51	40,51	0,000	10,90	-0,009	22,22	1.823,13
1911	40,66	42,68	0,050	10,60	-0,028	22,69	1.791,98
1912	44,98	44,98	0,000	10,00	-0,057	23,17	1.941,30
1913	45,70	47,10	0,031	10,20	0,020	23,66	1.931,53
1914	46,28	49,32	0,066	10,20	0,000	24,16	1.915,56
1915	45,70	51,64	0,130	11,10	0,088	24,67	1.852,45
1916	47,72	54,08	0,133	11,90	0,072	25,20	1.893,65
1917	50,32	56,63	0,125	13,10	0,101	25,73	1.955,69
1918	51,33	59,30	0,155	14,70	0,122	26,28	1.953,20
1919	54,35	62,09	0,142	15,20	0,034	26,83	2.025,72
1920	59,82	65,02	0,087	16,70	0,099	27,48	2.176,86
1921	60,99	66,08	0,083	17,20	0,030	27,97	2.180,55
1922	65,75	71,29	0,084	18,80	0,093	28,54	2.303,78
1923	71,37	74,65	0,046	20,70	0,101	29,12	2.450,89
1924	72,38	78,17	0,080	24,20	0,169	29,72	2.435,40
1925	72,38	81,86	0,131	25,80	0,066	30,33	2.386,42
1926	76,13	85,72	0,126	26,60	0,031	30,95	2.459,77
1927	84,34	89,76	0,064	27,30	0,026	31,59	2.669,83
1928	94,00	94,00	0,000	26,90	-0,015	32,23	2.916,54
1929	95,01	98,12	0,033	26,70	-0,007	32,89	2.888,72
1930	93,00	101,89	0,096	24,30	-0,090	33,57	2.770,33
1931	89,97	106,09	0,179	24,30	0,000	34,26	2.626,09
1932	93,86	110,45	0,177	23,50	-0,033	34,96	2.684,78
1933	102,20	115,00	0,125	23,30	-0,009	35,67	2.865,15
1934	111,50	119,73	0,074	25,10	0,077	36,40	3.063,19
1935	114,90	124,66	0,085	26,50	0,056	37,15	3.092,87
1936	128,70	129,79	0,008	30,40	0,147	37,91	3.394,88
1937	134,60	135,13	0,004	32,70	0,076	38,69	3.478,93
1938	140,70	140,70	0,000	35,00	0,070	39,49	3.562,93
1939	144,10	146,64	0,018	34,10	-0,026	40,29	3.576,57
1940	142,70	157,83	0,106	36,50	0,070	41,11	3.471,17
1941	149,80	159,29	0,063	40,50	0,110	42,07	3.560,73
1942	145,60	166,02	0,140	45,30	0,119	43,07	3.380,54

cont.

conclusão

Período	PIB Real[a,h] Cr$ Milhões	PIB Potencial[b,h] Cr$ Milhões	Hiato do PIB[c]	Índice de Preços[d] 1949 = 100	Inflação[e]	População[f] Milhões	Renda Real[g,h] *Per Capita* Cr$
1943	158,10	173,03	0,094	50,40	0,113	44,09	3.585,85
1944	170,10	180,34	0,060	55,70	0,105	45,14	3.768,28
1945	175,60	187,95	0,070	65,30	0,172	46,21	3.800,04
1946	195,90	195,90	0,000	75,90	0,162	47,31	4.140,77
1947	200,70	208,14	0,037	93,20	0,228	48,44	4.143,27
1948	215,60	221,15	0,026	96,00	0,030	49,59	4.347,65
1949	229,90	234,97	0,022	100,00	0,042	50,77	4.528,26
1950	244,80	249,66	0,020	109,00	0,090	51,98	4.709,50
1951	259,30	265,27	0,023	122,00	0,119	53,53	4.844,01
1952	281,90	281,90	0,000	144,00	0,180	55,12	5.114,29
1953	289,00	299,47	0,036	165,00	0,146	56,77	5.090,71
1954	318,20	318,20	0,000	201,00	0,218	58,46	5.443,04
1955	340,00	340,64	0,002	248,00	0,234	60,20	5.647,84
1956	350,80	364,68	0,040	300,00	0,210	62,00	5.658,06
1957	379,10	390,41	0,030	348,00	0,160	63,85	5.937,35
1958	408,30	417,96	0,024	400,00	0,149	65,75	6.209,88
1959	431,10	447,44	0,038	557,00	0,393	67,70	6.367,79
1960	472,90	479,01	0,013	720,00	0,293	69,72	6.782,84
1961	521,60	521,60	0,000	960,00	0,333	71,81	7.263,61
1962	549,00	561,20	0,022	1.450,00	0,510	73,95	7.423,93
1963	557,50	603,90	0,083	2.630,00	0,814	76,15	7.321,07
1964	573,80	649,80	0,132	4.630,00	0,760	78,43	7.316,07
1965	589,50	699,20	0,186	7.680,00	0,659	80,77	7.298,50
1966	615,40	752,30	0,222	10.850,00	0,413	83,17	7.399,30
1967	645,00	809,50	0,255	14.150,00	0,304	85,86	7.512,23
1968	717,20	871,00	0,214	17.270,00	0,220	88,21	8.130,59
1969	788,90	937,20	0,188	21.080,00	0,221	90,84	8.684,50
1970	858,30	1.008,40	0,175	25.830,00	0,225	93,55	9.174,77
1971	972,50	1.085,10	0,116	31.070,00	0,203	96,26	10.102,80
1972	1.086,00	1.167,50	0,075	36.180,00	0,164	99,05	10.964,20
1973	1.238,00	1.256,30	0,015	40.740,00	0,126	101,93	12.145,60
1974	1.360,00	1.360,00	0,000	52.040,00	0,277	104,88	12.967,20
1975	1.436,00	1.463,40	0,019	67.140,00	0,290	107,92	13.306,20
1976	1.568,00	1.574,60	0,004	95.280,00	0,419	111,05	14.119,80
1977	1.642,00	1.694,20	0,032	135.020,00	0,417	114,27	14.369,50

Notas:

[a] A preços de 1949. De 1861 a 1946, extraído com revisão de Contador & Haddad [8] e Haddad [10]; a partir de 1947, estatísticas de Contas Nacionais da FGV.

[b] Calculado segundo descrição no texto. Para detalhes consulte Contador [5].

[c] Taxa de variação entre PIB potencial e o efetivo.

[d] Índice de custo de vida na cidade do Rio de Janeiro. De 1861 a 1943, *proxy* extraída de Contador & Haddad [8]; após 1944, da *Conjuntura Econômica*.

[e] Segundo o índice da coluna anterior.

[f] Dados retirados de publicações do IBGE.

[g] A preços de 1949.

[h] Para transformar em cruzeiros de 1976, multiplique os valores por 952,8; e para obter valores em dólares também de 1976, multiplique os valores da coluna por 89,3.

BIBLIOGRAFIA

1 BUESCU, Mircea. *300 anos de inflação.* Rio de Janeiro, APEC, 1973.

2 CONTADOR, Claudio Roberto. *Ciclos econômicos e indicadores de atividade no Brasil.* Rio de Janeiro, INPES/IPEA, 1977.

3 ———. Correção monetária e crédito no Brasil. *Conjuntura Econômica,* Rio de Janeiro, FGV, v. 29, n. 11, p. 96-101, nov. 1975.

4 ———. Correção monetária, expectativa de inflação e a demanda por ativos financeiros. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais,* Rio de Janeiro, IBMEC, v. 2, n. 4, p. 5-23, jan./abr. 1976.

5 ———. Crescimento econômico e combate à inflação. *Revista Brasileira de Economia,* Rio de Janeiro, FGV, v. 31, n. 1, p. 131-68, jan./mar. 1977.

6 ———. Efectos de la indización en el mercado de capitales del Brasil. *Cuadernos del ILPES.* La Corrección monetaria: cuatro estudios, n. 24, 1976.

7 ———. Inflação e o mercado de ações no Brasil: teste de algumas hipóteses. *Pesquisa e Planejamento Econômico,* Rio de Janeiro, IPEA, v. 3, n. 4, p. 913-936, dez. 1973.

8 CONTADOR, Claudio Roberto & HADDAD, Claudio L. Produto real, moeda e preços: a experiência brasileira no período 1861-1970. *Revista Brasileira de Estatística,* Rio de Janeiro, Fundação IBGE, v. 36, n. 143, p. 407-40, jul./set. 1975.

9 FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil.* Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1964.

10 HADDAD, Claudio L. Crescimento do produto real brasileiro: 1900/1947. *Revista Brasileira de Economia,* Rio de Janeiro, FGV, v. 29, n. 1, p. 3-26, jan./mar. 1975.

11 LANGONI, Carlos Geraldo. *As causas do crescimento econômico do Brasil.* Rio de Janeiro, APEC, 1974.

12 ONODY, Oliver. *A inflação brasileira (1820-1958).* Rio de Janeiro, 1960.

13 PRADO JR., Caio. *História econômica do Brasil.* São Paulo, Brasiliense, 1956.

14 SIMONSEN, Mário Henrique. *Inflação: gradualismo x tratamento de choque.* Rio de Janeiro, APEC, 1970.

15 SIMONSEN, Roberto Cochrane. *A evolução industrial do Brasil.* São Paulo, 1939.

16 ———. *História econômica do Brasil (1500/1820).* São Paulo, 1973.

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

Tem petrodólar, não tem? E eurodólar. Então, tome aqui o Duradólar, que é a moeda forte que a Duratex trouxe para o Brasil em 21 anos de exportação.

Duratex vai. Mais de meio milhão de toneladas de chapas duras de fibra de madeira. Duradólar vem. Milhões e milhões de Duradólares.

Isso transformou Jundiaí e Botucatu, onde estão as linhas de produção, e a Avenida Paulista, 7, onde são tomadas as decisões, numa espécie de capital das chapas de fibra de madeira.

E a Duratex passou a ser o maior exportador mundial, o que provocou um belo impacto na nossa economia.

A Duratex conquistou e dominou o mercado externo e criou condições para fornecer ao mercado interno, a preço compatível, um produto testado, respeitado, comprado e consumido no mundo inteiro.

Parece duro obter Duradólares. E é duro mesmo.

Primeiro você vence o desafio tecnológico, produzindo chapas duras de fibra de madeira melhores do que as norte-americanas e européias.

Depois você vence o desafio administrativo, criando uma estrutura de exportação para atuar diretamente sobre clientes estrangeiros. Aí, você dá duro anos e anos a fio, identificando oportunidades de mercado e aproveitando todas que aparecerem, sem deixar escapar nenhuma. As vendas são a mais pura e simples conseqüência.

E, então, os Duradólares vêm. Fácil, fácil.

O Rei do Duradólar.

DURATEX

Maior de idade em comércio exterior.

As Indecisões do Intervencionismo no Brasil após 1930. Estudo de um Caso: A Política Cambial do Brasil na Época Vargas

Geraldo de Beauclair M. de Oliveira*

No setor cambial da política de Vargas, do qual nos ocupamos neste artigo, são observadas as mais interessantes formas de políticas híbridas, geradas pela impossibilidade de um retorno ao sistema liberal e por serem inalcançáveis à época as linhas do moderno planejamento econômico, nas quais se incluiria, naturalmente, a própria política cambial.

Tal política não nos indica uma coordenação com os demais setores da economia, nem estimula abertamente a produção voltada para o mercado interno, tendo as intervenções do Estado no setor as mais variadas motivações.

Sem que isso signifique uma mentalidade francamente agroexportadora, há que ter em conta que o fator preponderante do crescimento industrial na década de 30 foi a crônica dificuldade cambial, muito maior, aliás, do que se supõe normalmente. Demonstramos, a seguir, que não foram apenas os níveis das taxas cambiais que ensejaram aquele processo, encarecendo o preço dos produtos importados. Um exame mais detido do mundo cambial revela práticas que tornaram caríssimos os produtos importados. O **mercado negro**, o **mercado cinzento**, as remunerações extras dos importadores aos exportadores, bem como as intermináveis "filas" elevaram os artigos vindos do exterior a preços insuportáveis.

Por inusitado que possa parecer, observamos que ficavam igualados nessa dramática luta para obtenção de divisas os importadores de bens de consumo e os de bens de capital e insumos básicos.

A idéia de planejamento estruturado de forma permanente (não a sua execução) foi, nada obstante, tomando formas cada vez mais nítidas ao final da época Vargas, para o que contribuiu um fator preponderante: a Segunda Guerra Mundial. E, assim, pela dura lição do conflito armado, a intervenção vigorosa para obter maior seletividade de nossas importações constituiu o último ato de gestão econômica de importância do Governo Vargas.

* Mestre em História Econômica. Professor e Coordenador da área de História Econômica da Universidade Federal Fluminense.

1. Introdução

Este trabalho tem por objetivo examinar, com base num vasto material empírico, a política cambial adotada pelo Brasil durante o Governo Getúlio Vargas nos anos de 1930 a 1945, e estudar o sentido do intervencionismo estatal nesse período. Uma análise mais detalhada da atuação do Governo no próprio setor de câmbio e no de comércio exterior será feita. Trata-se de uma contribuição ao esclarecimento do papel desempenhado pelo Estado na economia da época, motivo de profundas divergências entre os estudiosos do assunto.

O Governo Vargas, por não estar muito distante do presente, é, naturalmente, muito rico em documentação, principalmente aquela ligada a aspectos de natureza técnico-econômica, como relatórios de autoridades fazendárias e de estudos de órgãos da administração pública. A essa documentação, todavia, já podem ser incluídos arquivos pessoais e correspondências confidenciais mantidas entre seus gestores, uma vez que cerca de 30 anos já se passaram, o que enseja boas oportunidades de uma reconstituição científica.

Nada obstante, a caracterização da política econômica executada durante o período continua apresentando divergências consideráveis entre os estudiosos da época. Isto se dá, ao nosso ver, por diversas razões. Em primeiro lugar, dada a existência de um vasto material ainda inexplorado – justamente o de natureza mais técnica –, ligado inclusive aos aspectos cambiais e financeiros[1]. A segunda razão consiste no fato de os autores, em sua maioria, terem se alçado a temas muito gerais, sem o necessário respaldo documental, ou se baseado apenas em fontes atinentes a determinado setor da economia.

Assim, ora é acentuado o conteúdo conservador das diretrizes econômicas, ora é frisado o seu caráter francamente renovador. Alguns autores ressaltam a constante preocupação do Governo Vargas com o processo de industrialização, e outros destacam a intenção das medidas meramente mantenedoras do equilíbrio orçamentário e da dívida externa, sem que haja qualquer tentativa sistemática de explicar a razão de tais divergências.

Para Carlos Manuel Peláez [49], não haveria uma diferença básica entre a política econômica da chamada República Velha e a do Governo Vargas. Peláez tem por preocupação dominante refutar a tese de Celso Furtado [39 e 40], que consiste, em linhas gerais, em considerar o movimento de 1930 como uma clara reação contra o excessivo predomínio dos grupos cafeeiros.

1 O aspecto financeiro, ligado ao papel dos bancos no crescimento do setor industrial na época Vargas, foi analisado pelo autor em monografia apresentada para obtenção do grau de Mestre em História (Geraldo de Beauclair Oliveira [47]).

Annibal Villela e Wilson Suzigan [56] apresentam uma abordagem da época Vargas bastante próxima à de Peláez, conquanto revelam certas diretrizes favoráveis à industrialização, mesmo no quadro de uma política econômica predominantemente conservadora.

Por seu lado, Guerreiro Ramos [50] não vê nenhuma diferença qualitativa entre os surtos militares de 1922-24 e a Revolução de 1930, cujo objetivo, em sua opinião, *"é eminentemente liberal e se diferencia das tentativas que a antecederam por ter obtido êxito"*.

Do mesmo modo, para Lélio Jaguaribe [42], embora o momento fosse inteiramente favorável para a transformação da estrutura sócio-econômica do país, que experimentava uma crise da economia cafeeira, a classe média, por seu espírito conservador, ter-se-ia recusado a aprofundar a revolução, ensejando o aparecimento do chamado Estado Cartorial, que desviou do Estado a tarefa de promover a industrialização.

Já para Octávio Ianni [41], as modificações observadas após 1930 constituem uma etapa decisiva no processo de reelaboração das relações entre o Estado e a sociedade, abrindo definitivamente o caminho para a sedimentação do capitalismo industrial brasileiro.

Na mesma linha de idéias, Francisco de Oliveira [46], vê *"o fim de um ciclo e o início de outro na economia brasileira: o fim da hegemonia agro-exportadora e o início da predominância da estrutura produtiva de base urbano-industrial"*[2].

Para Warren Dean [37], todavia, torna-se bastante difícil afirmar que o Governo Vargas tivesse buscado coerentemente tais objetivos. A política do governo se inclinava à retomada do poder de compra do Brasil no exterior e à idéia de que o livre comércio internacional seria restaurado.

Em verdade, a complexidade dos fatos ocorridos a partir de 1930, época em que se entrechocavam problemas emergenciais com aqueles de natureza crônica, advindos do atraso econômico, exigia do Estado não só a busca do equilíbrio financeiro e cambial, como também a busca da modernização da economia. Tal conjunto de circunstâncias não recomendaria uma definição da atuação do Governo, quer como liberal, quer como conservador, ou mesmo como desenvolvimentista, porque longe estava de haver uma linha única de pensamento e um comportamento retilíneo de parte dos gestores governamentais.

2 Eli Diniz despertou minha atenção para a divergência destes autores.

Assim é que, durante o Governo Vargas, talvez como em nenhum outro, houve a coexistência de orientações teóricas e atuações das mais diversas na área econômica, além de uma indecisão profunda em prolongar ou não a intromissão do Estado na ordem econômica. É precisamente essa indecisão no setor cambial e no do comércio exterior que merecerá nosso estudo ao longo deste trabalho.

As ocorrências da época explicam tais políticas, pois justamente a partir de 1930, ano marcado pela crise da maior repercussão até hoje observada, o pensamento e a prática econômica liberal vão perdendo terreno entre os países ocidentais[3].

No pensamento econômico liberal, de Adam Smith a Mill, eram sempre encontradas diretrizes de política econômica e normas reguladoras das articulações entre o Estado e a economia. Tratava-se, sem dúvida, de uma Economia Política, na acepção mais precisa do termo, e existia uma permanente fonte – a Teoria Econômica Liberal – a partir da qual se edificava uma Teoria Política Liberal.

Como se sabe, para os economistas clássicos e neoclássicos, que dominavam o pensamento econômico ocidental até 1929, o interesse individual (a propensão à troca e a expectativa de benefícios máximos) coincidia com o interesse coletivo ou deveria coincidir, sempre que atuassem as livres forças do mercado, num sistema em que toda interferência central em seu funcionamento, como uma política protecionista, seria altamente prejudicial. Embora variassem as agendas do Estado de acordo com as circunstâncias históricas, teriam como objetivo preponderante restituir ao mercado suas condições "naturais" de funcionamento, dentro dos princípios de *laissez faire*[4].

Assim, através da teoria econômica liberal ficavam definidas as atribuições do poder público, inclusive nos países de diversos graus de desenvolvimento econômico, para os quais existia uma maior ou menor agenda estatal. Mas as técnicas de controle, financeiras, fiscais ou cambiais, surgiam tão-somente para garantir a permanência do sistema de mercado, evitando-se a tomada de medidas suscetíveis de interferirem em sua "mecânica" e perfeito funcionamento. As forças naturais, embora subsistissem por si mesmas na concepção liberal, necessitavam de um meio social apropriado, visando a ingerência do Estado na ordem econômica apenas a manutenção desse meio.

3 Naturalmente, os anos de 1929/30 constituem um marco definitivo, mas não podemos esquecer as atitudes intervencionistas que vinham se delineando desde o início do século XX, provocadas pelas falências bancárias, pelas crises européias, bem como pela guerra de 1914.

4 Isto não significa, como podemos observar na nota precedente, que ao longo do século XIX e durante os primeiros anos do atual não fossem adotadas ou tentadas políticas intervencionistas na Europa e nas Américas, principalmente sob inspiração das escolas socialistas francesas ou da Escola Histórica Alemã.

Com a derrocada, a partir de 1930, da imagem econômica liberal, surgiram exigências de dilatação das atividades estatais, tanto no que se refere às políticas de reconstituição do nível de emprego quanto às de amparo a atividades privadas que tendessem a estimular os sistemas em crise. Uma vez que, em muitos casos, ocorreu a irreversibilidade dos desdobramentos da atividade pública nas fases de depressão dos países industriais, não mais se poderia falar de um "automatismo de mercado" como até então acontecia. Se o controle ao nível econômico poderia permanecer indefinidamente, naturalmente a teoria econômica liberal perdia a condição de edificar políticas.

As autoridades fazendárias, fiscais e cambiais ficaram carentes a partir de 1930, mesmo nos países industrializados, de uma teoria que legitimasse as intervenções do Estado na ordem econômica. A economia keynesiana, intervencionista em sua essência, e difundida na década de 30, não ensejou a possibilidade de se estabelecerem critérios definidos de intervenção e não determinou limites nítidos da ação estatal[5].

Se ocorreram indecisões nos países industriais, não foram de menor intensidade nos países agroexportadores, pois nestes as atribuições estatais, além de visarem uma política anticíclica, se defrontavam com toda uma gama de problemas específicos dessas áreas. Dentre as nações pouco desenvolvidas, principalmente naquelas em que eram observados pequenos surtos industriais – como exemplo, podemos citar o Brasil – o papel do Estado deveria se estender também à montagem de uma base operativa para o sistema, responsabilizando-se inclusive pela criação ou fiscalização de organizações financeiras.

As atribuições estatais não poderiam visar exclusivamente a manutenção de um mercado em condições normais de funcionamento e a restituição dos níveis anteriores de emprego. Assim, em 1930, ainda mais indefinidos ficavam os limites do poder público em países como o Brasil, assumindo as técnicas de controle complexidade extrema. E o que é fundamental: muitas vezes a indeterminação dos objetivos a serem alcançados lançava os agentes estatais a verdadeiro tateamento na busca de suas próprias atribuições.

Não seria possível, portanto, esperar que o Governo Revolucionário, acompanhando as transformações que marcavam a economia do mundo na década de 30, quando a ideologia liberal cedeu lugar ao intervencionismo, tivesse introduzido no

5 O keynesiano Taylor [53, p. 629] sintetiza bem o problema ao afirmar que: *"Os governos conservadores podem desenvolver e usar as idéias de Keynes sobre normas gerais dentro de linhas perfeitamente conservadoras e com resultados conservadores, mas os governos ou partidos no poder com idéias e propósitos socialistas ou de 'Estado beneficiente' podem desenvolver e usar as mesmas idéias".*

Brasil as preliminares do moderno planejamento econômico. Sem negar, de modo algum, que Vargas estava perfeitamente convencido de que a economia nacional dependia da intervenção governamental como elemento necessário à industrialização, ponderamos que os instrumentos efetivos para tal fim não estavam inteiramente definidos.

Chegamos a essa conclusão justamente porque, no setor cambial, do qual nos ocuparemos, podem ser observadas as mais interessantes formas de políticas híbridas, geradas pela impossibilidade de um retorno ao sistema liberal, e por serem inalcançáveis à época as linhas do moderno planejamento econômico, nas quais se incluiria, naturalmente, a política cambial.

Além disso, devem ser levadas em conta as tendências ideológicas divergentes dos gestores públicos e a composição heterogênea do governo, mesmo na fase do Estado Novo, procedimento que nos alerta contra conclusões precipitadas que a ele atribuem uma linha única de pensamento e uma estrutura monolítica de poder.

Se em seus discursos Vargas referia-se às novas funções do Estado como coordenador dos diversos setores da economia e considerava pueril manter-se fiel aos postulados da economia clássica (Vargas [55, t. 1, pp. 116-19 e t. 3, pp. 135-36]), essa não era a tônica observada nos setores especializados. Whitaker [58, p. 12], seu primeiro Ministro da Fazenda, referia-se em 1931 ao "predomínio inevitável das leis naturais" e Oswaldo Aranha, que lhe sucedeu ainda na fase do Governo Provisório, deixou patente ao assumir a pasta da Fazenda que só lhe cumpria prosseguir na "política de economias", de restauração do crédito exterior e de normalização da vida econômico-financeira (Brasil [27]). Durante a chamada Época Constitucional, assim como a do Estado Novo, Souza Costa [35], que ocupou aquela pasta durante cerca de 10 anos, escrevia, em 1941, que todas as intervenções que praticou tinham caráter provisório até que pudesse exercitar a ação da *vis medicatrix naturae.*

2. A Política Cambial do Governo Provisório

São conhecidos os efeitos da grande depressão no comércio exterior do Brasil. A crise cambial foi inevitável não só pela retração do mercado externo, como pela fuga de capitais do país.

Em visita ao Brasil no início de 1929, um conhecido financista americano, Edwin Kemerer, organizador na década de 20 de inúmeros bancos centrais latino-americanos, considerava impossível que a conversibilidade-ouro dos países que a mantinham perigasse em conseqüência da queda de suas exportações. Seu argumento [43], insustentável nos dias de hoje, baseava-se no fato de que uma redução drástica nas exportações levaria a uma carência na oferta de cambiais. Para contornar essa situação e atender a procura dessas divisas pelos importadores, os bancos centrais (ou os órgãos que desempenhassem esse papel) deveriam vender parte do ouro que lastreasse a circulação das moedas conversíveis. Com isso, haveria uma redução proporcional do meio circulante, do consumo e das importações, reequilibrando assim a situação cambial.

Kemerer, em sua análise, presa à mais ortodoxa teoria monetária, não levou em conta nem a situação de extrema penúria que adviria dessa política com a redução drástica do consumo, nem um fato que já se delineava a essa época, contribuindo ainda mais para agravar a situação cambial dos países sul-americanos: a retirada dos capitais estrangeiros e o seu carreamento para os países de origem.

Ora, a queda dos preços provocada pela crise foi de tal ordem que o índice do valor-ouro das exportações brasileiras, considerando-se a média dos anos compreendidos entre 1924 e 1928 como 100, reduziu-se para 69 em 1930, para 52 em 1931 e finalmente para 38 em 1933. Em suma, as exportações brasileiras em 1933 se reduziram em 62% em relação à média dos anos compreendidos entre 1924 e 1928 (Banco do Brasil [5]).

Mas a balança comercial por si só não poderia afetar em profundidade o nosso estoque de divisas (Banco do Brasil [3, p. 16]). Se as vendas no exterior caíram em 62% nos anos analisados, as compras sofreram uma queda de 76%. Assim sendo, um fator importante, explicativo da crise cambial brasileira, foi a saída de capital estrangeiro do país, que alcançou a cifra de 30 milhões de libras, importância apreciável, tanto mais que houve uma paralização total da entrada desses recursos[6].

Diante de tão profundo desequilíbrio externo, não era possível deixar que o mecanismo automático de correção funcionasse livremente, como pretendia Kemerer. Dentro do padrão-ouro automático, e deixadas livres as forças do mercado, a perda de ouro e a contração dos meios de pagamento ensejaria uma situação deflacionária inimaginável e um verdadeiro cortejo de misérias, como a redução drástica do consumo, a conseqüente quebra do padrão de vida, a redução do produto social e o desemprego. Enfim, a sociedade pagaria um preço elevadíssimo até que se restabelecesse o equilíbrio em novos níveis.

O repúdio ao padrão-ouro ortodoxo foi uma imposição dos fatos ao pensamento econômico de nossas autoridades monetárias da época e, por decreto de 22

6 A importância da evasão do capital estrangeiro na explicação da crise cambial foi estudada por Souza Reis [51, pp. 3-7] logo após o evento.

de novembro de 1930 foi extinta a Caixa de Estabilização. Mas mesmo num regime de papel-moeda inconversível e câmbio livre, o mecanismo regulador automático provocaria crises de certa gravidade além de desvalorizações sucessivas na moeda brasileira. Assim, para evitar um mal maior, não cabia apenas desistir das tentativas feitas no Governo Washington Luiz de restaurar o padrão-ouro sob um sistema de moeda conversível. Era imperiosamente necessário controlar o câmbio, a exemplo, aliás, do que então ocorria na maior parte dos países do mundo[7].

Todavia, esta última medida não foi inicialmente adotada pelo Governo Provisório, que procurou implantar uma política econômica francamente liberal. Uma das linhas dessa liberalidade econômica pode ser muito bem avaliada pelo exame do Relatório apresentado à Assembléia de Acionistas do Banco do Brasil em 1931 [3], que se constituiu numa inequívoca demonstração de como o não-intervencionismo marcava grande parte dos homens daquele Governo. O documento se constitui numa verdadeira peça defensória da economia liberal.

Como causas internas da crise foram apontadas muitas das orientações da República Velha:

> *"A valorização do café sob o nome de 'defesa'(...) levantou um dique ao curso natural das leis econômicas (...) Os capitais, atividades e braços disponíveis foram atraídos ou desviados das outras para a cultura privilegiada, na certeza de que não faltariam ao financiamento da produção recursos do Estado (...)"* [3, pp. 8-9].

Mas a crítica é também estendida aos setores industriais brasileiros:

> *"No terreno industrial, a proteção concedida aos tecidos, embora em ponto menor e sob outra modalidade – a das tarifas – produziu resultado análogo. A super-produção a custo elevado – conseqüência inevitável da produção protegida – encontrou os consumidores empobrecidos e com a capacidade de aquisição reduzida. E como a proteção aduaneira estimulou a multiplicação das fábricas, a indústria dos tecidos tem vivido no regime de funcionamento intermitente (...)"* [3, pp. 10-11].

---

7 As conseqüências financeiras da crise mundial de 1929/30 finalmente destruíram, em todo mundo, a frágil fachada da conversibilidade, tão dolorosamente restaurada em fins da década de 20. A conversibilidade foi mais uma vez suspensa na Grã-Bretanha em 21 de setembro de 1931, acarretando longos anos de caos monetário internacional, composto pela grande depressão da década e a ampla propagação da instabilidade das taxas de câmbio e do controle cambial.

O intervencionismo foi então condenado, tanto no setor cafeeiro como no industrial, e os princípios econômico-liberais, de modo geral, foram assentados claramente:

> *"A tarefa da Segunda República será liquidar o inventário desta herança de erros, renunciar ao critério regional, à política de industrialização prematura do país e estabelecer o livre jogo das leis econômicas"* [3, p. 11].

Praticamente todas as linhas que compõem o conjunto da economia clássico-liberal, como a teoria da divisão internacional do trabalho e o princípio da não-intervenção foram recordadas no Relatório[8]. O mesmo ocorreu com a teoria monetária clássica:

> *"Apesar da considerável redução da receita pública, o Governo Provisório tem resistido à pressão dos inflacionistas e vem preferindo o sacrifício das economias estritas e do recurso aos impostos (...)"* [3, p. 23].

No que se refere ao problema cambial, a política adotada foi praticamente liberal, tendo sido adotado não só um mercado livre de câmbio (de compra e venda de moeda para atendimento de exportadores, importadores, assim como para remessas financeiras), como também um mercado de taxas livres. Esses últimos fatos agravariam a desvalorização da moeda nacional, gerando aumentos substanciais no preço dos artigos importados:

> *"A situação do comércio, entretanto, vai se ressentindo dos efeitos da baixa do câmbio, a qual lhe exige sacrifícios não previstos por ocasião de suas encomendas no exterior"* [3, p. 23][9].

A preocupação com o pagamento da dívida externa marcava também a linha do Governo Provisório. Extinta a Caixa de Estabilização, como vimos, foi logo de-

---

8 A teoria da divisão internacional do trabalho foi aceita sem restrições: *"O princípio, aliás nunca inteiramente observado, de que cada país deve produzir o que lhe sai por menor custo para permutar pelo produto dos demais, parece inteiramente abandonado. Ainda não foi aventada a idéia de cultivar café na Inglaterra ou fazer metalurgia na Argentina, mas vai ganhando terreno o erro de que cada país se deve bastar a si mesmo (...)"*

"(...) o ouro não tem para a economia a importância que vulgarmente se lhe atribui. Esse metal só oferece uma utilidade real: a de manter a estabilidade relativa da moeda circulante pela sua conversão" [3, p. 15].

9 Os gestores do Banco do Brasil S.A. entendiam que os controles de câmbio somente eram admissíveis durante as guerras externas ou em períodos de comoção. *"Tais restrições perdem a sua justificativa cessadas aquelas perturbações"* [3, p. 29].

terminada a remessa para Londres do seu saldo em ouro, para atender ao pagamento das prestações da dívida externa, em vista da escassez de cambiais. Com essa medida – incluída, aliás, no próprio decreto que extinguiu a Caixa – o Governo Provisório *"demonstrou o seu firme propósito de satisfazer os compromissos da nação à custa de quaisquer sacrifícios"* [3, p. 33].

A questão orçamentária era conduzida nos moldes tradicionais. Whitaker manifestava, não só através do Relatório da Fazenda mas, principalmente, por meio de correspondências mantidas com Vargas, a imperiosa necessidade de reduzir as despesas administrativas.

> *"O conhecimento que tenho de Vossa Excelência dá-me a certeza de que, não sendo lícito contar com novos empréstimos internos, a dificuldade não será resolvida pelo recurso funesto da emissão. Havemos de trilhar o caminho dos sacrifícios, reduzindo as despesas até quase o insuportável (...)"*

Whitaker, nessas cartas [33], pediu a Vargas que obtivesse de cada Ministro uma redução de 15% em seus respectivos orçamentos, que só poderia ser atingida através da suspensão de todos os serviços e obras possíveis de serem adiados sem causar inconvenientes gravíssimos.

Por tudo que vimos não podiam ser mais ortodoxas as práticas iniciais do Governo Revolucionário, que tinha como metas o equilíbrio orçamentário, o combate à inflação, o pagamento das dívidas externas e a liberdade cambial. Mas os fatos emergentes de uma fase crítica da História iriam alterar um pouco a política tradicional do Governo Provisório. Como já foi notado, a própria quebra da conversibilidade não poderia deixar de vir ao lado de um controle cambial, como ocorreu na maior parte dos países[10].

Uma carta de José Maria Whitaker a Getúlio Vargas [32], recentemente localizada, é muito significativa a esse respeito:

> *"O câmbio continua a cair e eu não tenho elementos no Banco do Brasil para tentar qualquer ação contrária, nem de crédito, nem de recursos. O único meio seria intervir (...) Assim o fizeram alguns outros presidentes, (...) Se V.Exa. não repelir* in limine *essa sugestão que faço a contragosto e em desespero de causa, poderei dar os detalhes pessoalmente."*

10 Não resta dúvida de que a medida era praticamente universal. É abundante a literatura a respeito, da qual destacamos: R. Triffin [54, pp. 10-20]; P. David [36, pp. 3-5]; Paris [48, p. 23]; Bossard [19]; e Scheyer [52].

Os termos da carta do Ministro denotam um profundo desagrado em ter que praticar uma intervenção no mercado, desagrado esse que parece ser também compartilhado por Vargas, pois Whitaker parece recear sua desaprovação *in limine*.

Embora a contragosto e, naturalmente, após muitas indecisões e tateamentos, o controle cambial foi adotado, tendo sido conferido ao Banco do Brasil o monopólio das compras de câmbio em todo o país através do Decreto nº 20.451, de 28 de setembro de 1931.

Tal medida foi imposta por contingências exteriores, responsáveis pela violenta redução de nossas receitas cambiais e pela fuga generalizada de capitais estrangeiros.

Como medida de emergência, o monopólio cambial não estava articulado com qualquer estratégia de industrialização nem teve o sentido de proteger qualquer setor do aparelho produtivo. O objetivo principal parecia ser, inclusive, a abertura de um caminho para o cumprimento dos compromissos externos. O Governo havia reiniciado em setembro de 1931 as entabulações para a consolidação dos débitos externos.

Estabeleceu-se, então, que seriam suspensos todos os pagamentos, à exceção dos referentes aos *fundings* de 1898 e 1914 e dos serviços de juros do próprio acordo que se fazia (Brasil [31, pp. 260-67]). Mas mesmo em bases bastante suaves como estas, e apesar do empréstimo de 18 milhões de libras que então se procedia, sem uma intervenção vigorosa no mercado cambial não seria possível o cumprimento do esquema estabelecido.

Um reforço para a evidência de que o monopólio de câmbio objetivou, principalmente, o pagamento das dívidas externas é a sua própria mecânica de funcionamento. As exportações somente eram admitidas quando as cambiais resultantes fossem previamente vendidas ao estabelecimento oficial, e este atendia às necessidades do mercado consoante critérios de preferência. A prioridade de câmbio era dada justamente à dívida externa e às compras do Governo. Somente depois, na medida das disponibilidades, as divisas se destinariam às importações essenciais. A procura de cambiais para outros fins, como por exemplo as remessas financeiras (referentes a rendimentos de capitais, manutenção de pessoa no exterior etc.), era atendida em último lugar. Foi organizada uma verdadeira "fila cronológica" para os que procuravam divisas para saldar seus compromissos (Banco do Brasil [2, p. 2]).

O caráter temporário da medida e a indecisão de intervir em profundidade no mercado de câmbio, eliminando os agentes privados, logo se fizeram sentir. Não havia decorrido um mês e o Banco do Brasil já possuía uma faculdade semi-liberalizante. Quando julgasse conveniente, essa instituição poderia renunciar, total ou par-

cialmente, ao privilégio de comprar cambiais. Essa medida tinha por objetivo permitir que os demais bancos entrassem no mercado com a licença do Banco do Brasil (Decreto nº 20.572, de 28.10.31).

Assim, embora sob um regime de monopólio cambial e taxas oficiais fixas, o Banco do Brasil, mitigando o intervencionismo, delegava poderes aos bancos autorizados para operarem em câmbio por sua conta, dando-lhes a cobertura respectiva, ou permitindo-lhes a utilização das compras que tivessem efetuado. Os bancos particulares compravam as cambiais pela taxa oficial fixa, mas eram obrigados a entregar ao Banco do Brasil, com pequeno lucro, o produto total das compras dessas divisas.

As autoridades cambiais da época evitavam assim intervenções que eliminassem de todo as regras do mercado e a situação concorrencial. O Banco do Brasil, mesmo gozando de uma situação de monopólio, agia de modo indireto ao procurar os meios de atingir os objetivos que lhe tinham sido propostos.

No entanto, novos controles eram, por essa época, efetuados pela Consultoria da Fazenda, em sintonia com as atribuições do Banco do Brasil. Qualquer artigo ou produto exportado, não importando a sua natureza, somente poderia ser faturado em moeda estrangeira, e sua exportação somente poderia ser realizada depois que o exportador fizesse prova de haver vendido as cambiais correspondentes ao Banco do Brasil (Brasil [30])[11]. O fato de não haver até a época aqui tratada uma articulação da linha cambial com uma política industrialista naturalmente não significa a inexistência de condições propícias ao fortalecimento do mercado interno[12]. Essas condições realmente existiram, como veremos adiante.

11 Hoje pode parecer estranho que o faturamento de uma mercadoria exportada se fizesse em moeda nacional. Esse fato, todavia, ocorria antes do advento da medida executada pela Consultoria da Fazenda.

12 A desarticulação da política cambial do Governo Provisório com qualquer política de industrialização reafirma a concepção de Rômulo de Almeida de que não houve até 1950 uma política econômica integrada *"que manejasse controles permanentes, por partir da constatação de que o equilíbrio automático não opera em tempo útil"*. A política cambial até aqui analisada se incluiria no que aquele autor denominou de *"controles ocasionais e típicos"* e de sentido emergencial (Rômulo Almeida [1, pp. 45-46]).

Em verdade, toda a política de intervenção do câmbio no segundo semestre de 1931 não logrou uma acentuada valorização da moeda nacional mas, apenas, uma ligeira estabilização da taxa cambial. *"O valor da moeda sofreu oscilações sensíveis no decurso do ano de 1931, só adquirindo relativa estabilidade a partir de setembro"* (Banco do Brasil [4, p. 5]). O quadro abaixo oferece uma idéia da evolução da taxa cambial naquele ano.

TABELA 1 – Oscilações do Valor da Libra em Réis em 1931

Meses	Réis
Janeiro	53$028
Fevereiro	56$429
Março	61$449
Abril	66$479
Maio	72$728
Junho	64$863
Julho	67$947
Agosto	75$907
Setembro	72$584
Outubro	61$935
Novembro	69$232
Dezembro	53$059
Média Anual	63$803

Fonte: Banco do Brasil [4, Anexos].

O ponto a que chegou a taxa ao final do ano foi semelhante ao nível do início do período, e ambas as posições expressam uma acentuada queda do valor do mil-réis em relação aos anos anteriores.

TABELA 2 – Médias Anuais do Valor da Libra em Réis no Decênio 1922-31

Anos	Réis por Libra
1922	33$537
1923	44$651
1924	40$421
1925	39$588
1926	33$610
1927	41$069
1928	40$742
1929	41$014
1930	44$393
1931	63$803

Fonte: Banco do Brasil [4, Anexos].

Como reflexo dessas dificuldades, todo o movimento cambial reduziu-se. O montante global das operações de compra e venda de câmbio foi de 82.431.000 libras em 1931, sensivelmente inferior ao de 1930, (189.737.000 libras) e, de modo geral, aos dos últimos 10 anos (exceção feita a 1923), como se pode constatar na Tabela 3.

TABELA 3 – Movimento das Operações de Compra e Venda no Período 1921-31

Anos	Em Milhares de Libras
1921	138.055
1922	140.545
1923	77.877
1924	93.113
1925	124.538
1926	159.734
1927	113.838
1928	99.538
1929	180.954
1930	189.737
1931	82.431

Nota: Em 18 de setembro de 1931 a Inglaterra suspendeu o regime do padrão-ouro.

Fonte: Banco do Brasil [4, Anexos].

Assim, muito embora os controles governamentais ao dificultarem indiretamente as importações essenciais não distinguissem aqueles produtos indispensáveis ao crescimento da indústria, este setor logrou beneficiar-se com a situação geral de dificuldades e restrições.

A situação cambial não apresentaria melhoras. Nos anos de 1932 e 1933 os saldos da balança comercial eram absorvidos inteiramente pelo serviço de pagamento da dívida externa, feito com base no Acordo de 1931 (Banco do Brasil [5, p. 11]). Havia naturalmente uma procura insatisfeita de moeda estrangeira para atendimento das importações e das remessas financeiras (lucros, juros, *royalties*, etc.), e o **mercado negro** ameaçava expandir-se perigosamente.

O Governo Vargas estava assim ante uma situação extremamente grave. Dispunha de duas saídas difíceis: liberar o câmbio, cedendo às pressões dos que procuravam divisas, permitindo que a taxa cambial atingisse os níveis determinados pela oferta e procura de cambiais ou, então, intensificar a intervenção, organizando uma armadura de regulamentos que resistisse às investidas dos tomadores de cambiais.

No entanto, predominaram as soluções intermediárias, a ligeira abertura e o tênue controle, situação típica de uma época de ausência de linhas teóricas definidas e indício tanto da perda de convicção na "ordem natural" como da falta de certeza quanto à intervenção nessa mesma ordem.

Em 1933 o Brasil passou a adotar um sistema cambial *sui generis*, que visava evitar o **mercado negro** sem liberar excessivamente o mercado cambial. Os exportadores, quando da entrega de suas cambiais de exportação ao Banco do Brasil, ou a um banco autorizado a operar em câmbio, indicavam o nome de um importador a quem o banco obrigatoriamente vendia uma percentagem da cambial, percentagem essa que se situava em torno de 25%. Os exportadores, em negociação direta com os importadores, recebiam destes um prêmio pela cessão, benefício esse concedido em moeda nacional.

A percentagem de câmbio negociada entre exportadores e importadores possibilitava a saída imediata da "fila" dos que aguardavam impacientes a obtenção do câmbio, enquanto que a entrega do restante do câmbio ao Banco do Brasil (ou aos bancos autorizados) facultava a lenta e paulatina liquidação dos atrasados comerciais e de outras obrigações financeiras (Banco do Brasil [2, p. 3]). O sistema era efetivamente engenhoso. Os exportadores, em seus acordos com os importadores, recebiam uma remuneração e isso representava um "prêmio" que evitava a entrega ilegal dos recursos em moeda estrangeira ao **mercado negro**. Esse prêmio atuava também como incentivo ao exportador, pois representava uma remuneração em moeda nacional que era, talvez, até mais significativa que a gerada pela desvalorização da própria moeda. Quanto aos importadores, que pagavam a remuneração aos exportadores, tinham a vantagem de obter mais rapidamente as divisas de que necessitavam, saindo da já citada "fila cronológica", que passara a existir desde a instituição do monopólio.

Mas vejamos mais de perto esse processo. O Banco do Brasil, ao receber a oferta de divisas produzidas pela exportação, passava a autorizar o ofertante a utilizar uma parte delas para venda a qualquer tomador interessado em obter divisas destinadas a pagar uma importação ou uma remessa financeira. Com isso foram fomentadas as exportações e adquiridas muitas cambiais. O Banco do Brasil aliviou muito bem a sua posição de operador no mercado de câmbio, pois a parte restante que ficava em seu poder era utilizada para apressar a "fila" dos tomadores de câmbio e cobrir os compromissos mais urgentes.

Assim, aqueles que mais necessitavam de câmbio para cobrir seus compromissos no exterior praticamente subsidiavam a exportação, pois que pagavam apreciáveis ágios para obter lotes de câmbio liberados pelo Banco do Brasil.

O câmbio conduzido através desse mercado era realmente híbrido. Tratava-se, de um lado, de um mercado oficial, regulado pelo próprio Banco do Brasil, à taxa oficial, e que só admitia a realização de operações lícitas, comprovadas por documentos regulares. De outro lado, o ágio era livremente negociado entre exportadores e importadores e pago por fora, sem a interferência do estabelecimento oficial. Esse mercado foi designado com muita propriedade de **mercado cinzento**, pois realmente se situava entre o **mercado negro** (que nada mais é do que um mercado livre não admitido oficialmente) e o mercado oficial.

O **mercado cinzento**, como não poderia deixar de ser, teve repercussões imensas na economia do país. Favoreceu em muito o setor exportador da economia (exceto o do café, que fora excluído dessa mecânica) e encareceu o preço dos produtos importados que eram adquiridos através dos seus mecanismos. Apesar dessas notáveis repercussões na ordem econômica, a decisão de organizar o **mercado cinzento** partiu da Diretoria de Câmbio do Banco do Brasil S.A., agência governamental relativamente dependente dos centros coesos de decisão, aos quais deveria caber a execução e o controle central das normas e diretrizes da política econômica[13].

O **mercado cinzento** foi encerrado ainda em 1933, mas a prática de remunerar os exportadores com ágio ainda perdurou extra-oficialmente, aumentando os encargos cambiais dos importadores. Naturalmente, apenas nas operações em que o interveniente era um banco privado e não o Banco do Brasil é que este fato ocorria (Haroldo Levy [44, p. 45]). Afora a mecânica do **mercado cinzento**, continuavam o monopólio cambial e as taxas oficiais fixas, inclusive com o Banco do Brasil mitigando a intervenção e delegando poderes aos bancos particulares para operarem em câmbio.

Um problema crucial surgira, entretanto, na economia brasileira: o pagamento das dívidas externas do Governo estava sendo feito em detrimento da liquidação dos atrasados comerciais. Nos meses de junho e julho de 1933, para atenuar essa situação, o Banco do Brasil foi autorizado a emitir promissórias em pagamentos de atrasados comerciais, ficando-lhe assegurada, para esse fim, a reserva preferencial de divisas provenientes das exportações (Decretos nº 22.870, de 28.6.33, e nº 22.905, de 8.7.33).

A preocupação com a liquidação dos atrasados comerciais se acentuou, com o objetivo de facilitar a situação das firmas estrangeiras (em sua maior parte norte-

13 *"Engenhosamente, decidiu o então Diretor da Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, Sr. Carlos de Figueiredo, dar certa flexibilidade ao mercado cambial, resolvendo a um só tempo o problema da carência de ofertas e a angústia dos tomadores"* (Haroldo Levy [44, p. 40]).

americanas) que tinham importâncias a receber. A emissão das referidas notas fazia parte de um contrato firmado entre o Brasil e credores americanos para acelerar a sua liquidação. Naquela ocasião foi dada grande relevância ao acordo, considerando que o Brasil *"foi o primeiro país sul-americano que enfrentou o problema relativo à transferência dos créditos comerciais (...)"* (Banco do Brasil [5, p. 12]).

Em 29 de junho do mesmo ano foram firmados convênios para liquidação dos débitos com firmas européias. *"A despeito das dificuldades consideráveis, em que a transferência de fundos importava, o Governo da União reputou questão de honra nacional cumprir os compromissos assumidos"* (Banco do Brasil [6, p. 11]).

Houve também reformulação da dívida externa em fevereiro de 1934 através do chamado "esquema Aranha", tendo sido os pagamentos de serviços dessa dívida substancialmente reduzidos, medida esta que estaria articulada com a maior atenção dada aos atrasados comerciais[14]. É inegável, portanto, a preocupação do Governo Provisório com a liquidação das dívidas externas e dos atrasados comerciais num período de profundas dificuldades cambiais, em que foram praticamente inexistentes as entradas de recursos do exterior.

3. A Inclinação Liberalizante (1934-36)

Ainda como um dos últimos atos do Governo Provisório no campo da Economia, em 19 de maio de 1934 foram tornadas livres as operações de câmbio não provenientes das exportações do país, isto é, todas aquelas advindas das demais fontes de recursos em moeda estrangeira (importâncias diversas remetidas para o Brasil). Também seriam conduzidas pelo mercado livre as remessas feitas para fora do país e destinadas ao pagamento, no estrangeiro, de lucros e dividendos, e outras de natureza semelhante. Ainda ficavam integralmente mantidas as disposições então vigentes, relativas ao monopólio de compras de letras de exportação em favor do Banco do Brasil. O fundo dessas compras era aplicado exclusivamente no pagamento de dívidas externas e de importações devidamente comprovadas.

Funcionavam assim dois mercados: o oficial (destinado a operações de câmbio provenientes da exportação e da importação, e ao pagamento das dívidas externas) e o livre (destinado a operações cambiais efetuadas para realização de meras remessas financeiras). No ano de 1934, o comportamento das taxas cambiais nos dois mercados deu-se como se expõe na Tabela 4:

14 Não sendo possível cumprir o terceiro *funding* de 1932, o "esquema Aranha" fez novo reescalonamento para o pagamento dos juros e de amortização dos empréstimos externos, a partir de abril de 1934. (Brasil [28, pp. 161-67]).

TABELA 4 – Curso de Câmbio

Meses	Mercado Oficial		Mercado Livre	
	£	US$	£	US$
	(em mil-réis)		(em mil-réis)	
Janeiro	60,0	11,8	–	–
Fevereiro	59,9	11,8	–	–
Março	60,0	11,7	–	–
Abril	60,0	11,6	–	–
Maio	60,0	11,7	–	–
Junho	60,0	11,8	82,2	16,2
Julho	60,1	11,8	78,9	15,7
Agosto	60,0	11,8	75,5	14,9
Setembro	59,8	11,9	70,9	14,1
Outubro	58,5	11,8	67,5	13,6
Novembro	59,0	11,8	70,5	14,1
Dezembro	58,5	11,8	74,0	14,9

Fonte: Banco do Brasil [6, Anexos].

A taxa cambial era mais baixa no mercado oficial (representando um maior poder aquisitivo e maior valorização da moeda nacional no exterior) do que no mercado livre (exprimindo maior desvalorização da moeda nacional em relação à de outros países). Com isso, as importações, que podiam ser feitas pelo mercado oficial, gozavam de uma taxa favorecida, que ensejava a chegada das mercadorias ao país a preço mais baixo do que o atingido caso estas fossem conduzidas pelo mercado livre. Como tais importações consistiam, também, em bens de consumo, não houve, através dessa política cambial, qualquer preocupação de proteger a indústria da concorrência externa.

Por outro lado, as operações cambiais derivadas das exportações, conduzidas através do mercado oficial, à mais baixa taxa de câmbio, não se sintonizavam com o interesse do setor exportador, pois produziriam menos mil-réis por cada unidade de moeda estrangeira trocada.

Ocorre que inúmeras políticas adotadas pelo Conselho Federal de Comércio Exterior passaram a proteger em diversas oportunidades o setor agroexportador da economia[15]. Permitiu-se que, nas operações cambiais decorrentes das vendas de diversos produtos para o exterior, os de menor peso em nossa balança do comércio (denominados de **não-tradicionais**) fossem conduzidos através do mercado livre de câmbio[16]. Mas o setor exportador ainda mereceu maiores favorecimentos. Em 10 de setembro de 1934, com exceção do café, todas as cambiais obtidas com exportação de mercadorias puderam ser negociadas no mercado livre (Banco do Brasil [6, p. 13]).

Ora, se foi feita uma distinção entre os produtos exportados favorecendo alguns deles (inicialmente os menos tradicionais, e posteriormente todos os demais, exceto o café), poderia também ter sido adotada a mesma política com relação à importação, favorecendo, por exemplo, a importação de bens de produção (colocando-a no mercado oficial) e desfavorecendo a de bens de consumo (que passariam a ser transacionados no mercado livre) para evitar que competissem com a produção. Vê-se nessa política cambial um esforço muito maior em proteger os bens substitutivos do café na pauta de exportação do que aqueles voltados para o mercado interno. Até essa altura do Governo Vargas, nada indicava a existência de uma política cambial voltada para a proteção do setor industrial.

O setor exportador não-cafeeiro foi, assim, auxiliado pela política de permitir que as divisas obtidas exclusivamente com o café fossem as únicas sustentadoras do pagamento das dívidas externas e das importações, dentro do mercado oficial. Com isso, agravaram-se os atrasados comerciais e financeiros que, em momento algum, deixaram de preocupar os homens do Governo Vargas.

Assim, justamente com o objetivo de regularizar nossos débitos, foi novamente modificado o regime cambial por decisão do Conselho Federal do Comércio Exterior de 11 de fevereiro de 1935 (Banco do Brasil [7, p. 15]). As letras de exportação de nossos principais produtos comercializados no exterior (que não o café), que estavam no mercado livre, passaram a ser vendidas parte no mercado livre (65%) e parte no mercado oficial, através do Banco do Brasil (35%). Os demais produtos eram exportados e as cambiais respectivas negociadas à taxa do mercado livre (moeda nacional mais desvalorizada) e, portanto, com maiores vantagens. Continuava assim a política de proteção aos produtos não-tradicionais.

A totalidade das compras de cambiais para pagamento das importações passou a ser feita no mercado livre, encarecendo tanto os bens de consumo como os bens de capital e matérias-primas importadas. Em conseqüência, se no primeiro regime as im-

15 O Conselho Federal de Comércio Exterior (CFCE) foi criado em 1934 justamente com o objetivo de propor normas coordenadoras para o incremento das exportações, em particular, e da produção nacional, em geral. Somente em 1937 ganhou amplitude em suas incumbências, passando a ser órgão consultivo da Presidência para questões econômicas (Brasil [22]).

16 O Conselho Federal de Comércio Exterior estudou em separado para cada mercadoria muitos casos de liberação cambial, como o do babaçu, da mamona, da carnaúba, da banha e dos couros (Banco do Brasil [17]).

portações barateavam no seu todo (tornando difícil a concorrência para a produção nacional voltada para o mercado interno, mas reduzindo por outro lado o preço dos bens de capital e matérias-primas importadas), no segundo sistema haveria um encarecimento geral dos preços de todas as importações. Neste último, ficaria facilitada, de um lado, a produção voltada para o mercado interno dado o encarecimento dos preços dos produtos estrangeiros mas, de outro, aumentaria o preço das importações de bens de produção e matérias-primas utilizados na indústria.

Houvesse a intenção de favorecer harmonicamente a indústria nacional através do câmbio, e ter-se-ia naquela oportunidade conduzido a importação de bens de consumo pelo mercado livre (elevando os seus preços e dando condições competitivas à indústria nacional), ao mesmo tempo em que a importação de bens de capital e insumos seria feita através do câmbio oficial, com vistas ao barateamento dos custos industriais.

Mas a preocupação fundamental era a dívida externa. Todas as cambiais compradas no mercado oficial eram destinadas ao pagamento dessa dívida, pois as importações, frisamos, eram todas conduzidas pelo mercado livre[17].

Isto gerou, como não poderia deixar de ser, maior procura de cambiais no mercado livre, fazendo com que essa taxa subisse consideravelmente, agravando ainda mais o preço dos produtos importados e, ainda, favorecendo o setor industrial voltado para o mercado interno em sua concorrência com os produtos estrangeiros, embora tenham aumentado, em contrapartida, os custos dos materiais utilizados.

4. A Política Cambial e o Intervencionismo Econômico Durante a Segunda Guerra

Como se sabe, a guerra inverteu amplamente a situação cambial brasileira entre 1940 e 1945 e, de países tradicionalmente devedores, passamos a credores dos países economicamente maduros e industrializados. O mecanismo que nos levou a essa situação foi a sensível redução de nossas importações, motivada por situações excepcionais de guerra, que não permitiam aos países beligerantes o atendimento de nossas necessidades.

Conhecidos são, igualmente, os fatos que levaram o Governo brasileiro a congelar o preço de nossos produtos exportáveis (a cooperação com o esforço bélico aliado), os quais atingiriam níveis altíssimos, dada a necessidade que tinham deles os importadores estrangeiros para a manutenção do programa de guerra. Com o acordo

17 Nada obstante, o saldo da balança comercial não era suficiente para pagar as amortizações da dívida externa e promover a liquidação, em dia, dos atrasados comerciais. (Boletim Estatístico [18, p. 59] e Banco do Brasil [8, p. 26]).

de estabilização de preços no mercado externo, o café e os demais produtos de nossa pauta de exportação (o algodão, o cacau, os minérios, as carnes, os cereais e outros de menor significação) foram negociados a preços fixados nos níveis que vigoravam antes da guerra (Banco do Brasil [15, v. 1, p. 116]). Em verdade, não foram levados em conta nem o encarecimento da força de trabalho interna (decorrente da escassez do fator humano) nem o desgaste dos equipamentos de nossa produção, que trabalhava com plena utilização deles, pois a situação de guerra impedia a sua importação.

Devido ao desequilíbrio entre as importações e as exportações verificou-se, após vários anos de déficit e escassez de divisas, um período de superávit e acumulação de saldos no exterior[18] (Banco do Brasil [9, Anexos]). Esses saldos não representavam, todavia, riquezas acumuladas, mas importações adiadas pela guerra. Poder-se-ia falar de um enriquecimento financeiro aparente, através do acúmulo de cambiais, e de um empobrecimento econômico, provocado pelo desgaste de nossos equipamentos industriais.

Se, diante disso, o Governo brasileiro tivesse deixado a sua moeda valorizar-se em relação às estrangeiras, dar-se-ia um significativo decréscimo do valor em cruzeiros recebido pelos exportadores[19]. Porém, a fim de manter o nível interno da produção e de emprego, ele se viu obrigado a sustentar uma taxa que exprimia artificialmente a desvalorização de nossa moeda, sendo conseqüentemente levado a emiti-la em quantidades cada vez maiores, para adquirir a preço alto as cambiais de exportação (que de outra forma não teriam compradores, pois o setor importador estava retraído), fato que provocou acentuada inflação interna.

Todavia, tomou-se patente a posição desfavorável dos países de economia fraca quando, findo o conflito, a elevação dos custos nos países beligerantes provocou o aumento no preço das manufaturas e a conseqüente diminuição do poder aquisitivo das reservas acumuladas nos anos de guerra. Mas vejamos as conseqüências

18 Reserva de Divisas

Médias dos Qüinqüênios	Milhões de Cruzeiros
1925/29	–
1930/34	–
1935/39	514
1940/44	5.449

Fonte: FGV [38, p. 123].

19 Passamos a utilizar a expressão **cruzeiro** dada a modificação do padrão monetário em 1942.

da manutenção de uma taxa cambial alta, expressiva de uma desvalorização da moeda nacional em relação às estrangeiras, quando a conjuntura forçava o contrário, ou seja, a sua valorização.

TABELA 5 – Taxas Cambiais

Anos	Médias Anuais 1 US$ por cruzeiros
1939	17,72
1940	17,72
1941	20,59
1942	20,47
1943	20,37
1944	20,04

Fonte: Banco do Brasil [9 a 14, Anexos].

Essa situação favorecia os exportadores (que receberiam mais cruzeiros por dólar obtido), mas não os produtores voltados para o mercado interno, pois não estavam sofrendo a concorrência estrangeira (as importações estavam praticamente paralisadas). O quadro observado durante a guerra é, portanto, de uma ajuda artificial ao sistema agroexportador, visto que os industriais independiam de proteção pelas naturais dificuldades de importação. Em 1941 foi criada a Carteira de Importação e Exportação (CEXIM), com o objetivo de estimular e amparar a exportação de produtos nacionais e assegurar condições favoráveis às importações de produtos estrangeiros. As atribuições daquele órgão consistiam em adiantar recursos a produtores de mercadorias exportáveis cujo comércio apresentasse dificuldades transitórias, e em financiar importações indispensáveis ao consumo interno, ou seja, matérias-primas e aparelhagem necessária às empresas nacionais, sendo de se notar o mesmo tratamento dado aos bens de consumo e aos bens de capital.

A intensidade da intervenção em certos mercados era muito acentuada, posto que à CEXIM era atribuída a possibilidade de comprar mercadorias exportáveis e adquirir no estrangeiro, por conta de terceiros, importações essenciais (Lei nº 3.293, de 21.5.41). Não se inseria, contudo, no elenco de suas atribuições, a faculdade de concessão de **licença prévia** a certos produtos cuja importação fosse considerada desejável, e a de proibição, ao revés, da entrada no país de bens considerados supérfluos.

O Ministro Souza Costa [34, pp. 37-40], em 1941, discorrendo sobre a política de câmbio entre 1930-39, escreveu que as causas da depreciação da moeda brasileira eram bem profundas, e que, para reagirmos a essa tendência, mister se fazia reaparelharmos todo o nosso parque industrial e toda a produção agropecuária.

> *"É uma obra de transformação estrutural em nossa economia, a que o Governo está atento e que se terá de completar no tempo, através de uma sucessão de esforços contínuos".*

Realmente, o que se observava até então era uma indecisão profunda nas intervenções. A meta desenvolvimentista exigiria atitudes e medidas muito mais amplas e inter-relacionadas, a fim de provocar o crescimento simultâneo de vários setores. É comum, no Governo Vargas, o erro de se conferir a denominação de planos a diversos documentos que não tinham características em comum. Como já foi observado de passagem por alguns economistas atuais, esse aspecto seria bastante relevante na análise do período de 1934-45, quando os chamados planos, então apresentados, como o Plano Especial de Obras Públicas e Aparelhamento da Defesa Nacional ou Plano Especial, 1939-43, e o Plano de Obras e Equipamentos, 1943-48, não passavam de um reforço do orçamento da União (Jorge Monteiro e Luiz A. Cunha [45]).

Isso não significa, entretanto, que não existissem no período da guerra e na fase anterior a 1939 órgãos de planejamento seccional, isto é, aqueles que atingiam especificamente determinados setores da produção, embora esses numerosos órgãos de controle trabalhassem de modo disperso e procurassem resultados mais imediatos nas emergências da crise.

O Instituto do Açúcar e do Álcool foi estabelecido em 1931 para defender a economia açucareira de uma crise de demanda, que afetava a região nordestina. O Instituto Nacional do Pinho data de 1941, e foi criado para estabelecer as bases da defesa da produção madeireira e assegurar uma distribuição eqüitativa dos mercados, além de atender aos interesses do consumo e dos produtores. Com objetivos idênticos, foram criados em 1938 e 1940, respectivamente, o Instituto Nacional do Mate e o Instituto Nacional do Sal[20], além de tantos outros (Rômulo Almeida [1]).

A partir de 1938 os assuntos que diziam respeito ao Conselho Federal de Comércio Exterior foram se ampliando consideravelmente. Esse Conselho passou a tratar de assuntos não diretamente ligados aos problemas de comércio exterior, identificando-se cada vez mais com um órgão central de coordenação econômica. O Conselho congregava pessoas sem *status* de ministros – os Conselheiros –, os quais, nada obstante, possuíam peso considerável nas diretrizes da política econômica.

[20] Seria exaustiva, aqui, a citação de todos os órgãos de controle de certos produtos, mesmo porque nos afastaríamos do tema principal deste trabalho, centrado na política de câmbio e do comércio exterior.

Uma prova inconteste dessa importância é a Circular nº 4/44 da Presidência da República, que estabelece a necessidade de serem fielmente observadas as ordens do CFCE pelos ministérios e órgãos da Presidência da República (Banco do Brasil [16]).

Durante a guerra, todavia, a exemplo do ocorrido com o Conselho Federal de Comércio Exterior e o Conselho Técnico de Economia e Finanças, surgiram órgãos de planejamento geral, como o Conselho Nacional de Política Industrial, criado em 1944 no Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio, sob a presidência do Ministro desta pasta, e tendo como membros homens de influência no setor industrial e comercial brasileiro. A finalidade última deste Conselho era estudar a política industrial e comercial para o pós-guerra, e foram acenados ali vários problemas técnicos de planejamento econômico. A iniciativa da criação daquele Conselho partiu do mais influente representante da indústria, Roberto Simonsen. O projeto do Conselheiro Simonsen sofreu veementes ataques de outros membros denotando que também no Conselho Nacional de Política Industrial, a exemplo do ocorrido nos dois outros Conselhos supracitados, havia amplas e profundas divergências entre seus membros[21] (Brasil [21]).

No relatório apresentado, sugere Simonsen que:

> *"(...) o grau de intervencionismo do Estado seria estudado com as várias entidades de classe para que fosse utilizada ao máximo a iniciativa privada, não se prejudicando as atividades já em funcionamento"* (Brasil [21, p. 53]).

O relator do projeto, Prof. Eugênio Gudin, adepto do liberalismo clássico, criticava tal sugestão porque via *"dentro de uma moldura de tonalidades liberais todas as portas do intervencionismo do Estado"* (Brasil [21, p. 53]).

A proposição de Simonsen visava, em síntese, a busca de um consenso entre os diversos setores influentes no Governo (indústria, comércio e agricultura) numa tentativa de promover um desenvolvimento econômico integrado. Esse desenvolvimento, para ele, não poderia ser sustentado pelo empresariado nacional. O Governo assumiria a responsabilidade de uma grande operação no exterior para concessão de empréstimos à indústria nacional. Como se vê, seria realmente liberal o pano de fundo da proposta de Simonsen, já que apelava a um instrumento clássico de política econômica que é a assistência creditícia, só que, neste caso, seria o Governo o fiador na obtenção dos recursos externos. Simonsen fez, todavia, referência ao êxito das indústrias tuteladas pelo Estado, como a de aço e a de álcalis (Brasil [21, p. 9]).

21 Até certo ponto, esses fatos favorecem a tese de Francisco Weffort [57], que caracteriza o período como aquele em que nenhum dos grupos participantes pode oferecer ao Estado as bases de sua legitimidade.

Contudo, o relator do projeto, Prof. Gudin, procurava voltar-se para os princípios liberais receando qualquer tateamento intervencionista:

> *"(...) é preciso escolher entre dois caminhos: ou a supressão da propriedade privada dos meios de produção ou a democracia política e de economia liberal"* (Brasil [21, p. 54]).

Essa posição torna-se importante porque revela as dificuldades existentes na época em se determinar as atribuições de um Estado intervencionista. Para o relator, não haveria (é o que se infere de suas palavras) teorias passíveis de legitimarem as intervenções sem que houvesse uma nítida inclinação para as duas grandes alternativas (o **modelo socialista** ou o **modelo liberal**). A saída da política liberal levaria ao caminho socialista. O relator do projeto não deixou de abordar o problema do câmbio e do comércio exterior e considerou a criação de um instituto de licença prévia para produtos importados – grande aspiração de Simonsen – como um passo muito perigoso (Brasil [21, p. 97]). O licenciamento – que foi afinal adotado no Brasil – consistia, basicamente, em vedar a entrada de bens de consumo similares aos fabricados internamente.

Na época, não foi propriamente a CEXIM a encarregada dessa forma de intervencionismo, mas sim o Conselho de Mobilização Econômica[22]. Porém, o Serviço de Licenciamento de Despachos de Produtos Importados, integrante desse Conselho, foi então criado mais com a finalidade de atenuar as dificuldades de importação provocadas pela guerra. Era imperiosa a necessidade de serem distribuídos aos reais consumidores, e de forma eqüitativa, os produtos e matérias-primas de interesse vital para as indústrias brasileiras, de importação difícil pelas dificuldades do momento. Competia ao aludido serviço licenciar nas repartições aduaneiras os despachos de importação de matérias-primas e produtos acabados, instruindo os importadores no sentido de entregá-los, de acordo com as quotas de distribuição fixadas, às várias indústrias do país. Tratava-se eminentemente de um controle de guerra. (Brasil [20, pp. 194-5]). Terminado o conflito bélico, novas formas de intervenção foram esboçadas. Cogitando sobre o reaparelhamento que se fazia necessário ao Brasil, principalmente pelo desgaste sofrido pelo nosso aparelho industrial, o Governo baixou, em princípios de 1945, a Portaria Interministerial nº 7, dos Ministérios da Fazenda e das Relações Exteriores. Visava-se evitar que as disponibilidades cambiais

22 O Conselho de Mobilização Econômica foi um órgão armado com poderes amplos sobre os órgãos de administração e entidades privadas para coordenar a mobilização econômica do país em tempo de guerra. Dentre suas numerosas atribuições se destacavam as seguintes: orientar os setores da economia no sentido de utilizá-los totalmente para a produção máxima das matérias mais necessárias e urgentes, baixar normas para essas atividades ou assumir a sua direção, diretamente, na falta da iniciativa privada e fixar o preço de qualquer mercadoria (Brasil [20]).

até então acumuladas se desviassem para a aquisição de produtos suntuários ou dispensáveis e foi, sem dúvida, a primeira medida objetiva no sentido de selecionar nossas importações. Durante os 15 anos do Governo Vargas não tinham sido adotados critérios seletivos, através da política cambial, para favorecer as importações necessárias ao nosso equipamento industrial. O surgimento de situações criadas pela guerra levou os seus gestores à adoção dessa medida.

5. Conclusão

Não podemos considerar que o Estado brasileiro, a partir de 1930, tenha optado por uma política de profunda coordenação dos elementos do sistema econômico, e introduzido a base do moderno planejamento econômico no Brasil. Também não caberia interpretar os episódios econômicos daquela época como uma subida ao poder dos grupos industriais.

A política de câmbio, como procuramos demonstrar ao longo deste trabalho, não nos indica uma coordenação com os demais setores da economia, nem estimula abertamente a produção voltada para o mercado interno, tendo as intervenções do Estado no setor sido provocadas pelas mais variadas motivações, nas quais se incluem a preocupação com a dívida externa, com os atrasados comerciais e, também, com o estímulo a setores exportadores substitutivos do café.

De nenhum modo isso significa, no entanto, o predomínio de uma mentalidade agroexportadora. Desde 1934 as tarifas alfandegárias, embora em tonalidade moderada, têm o intuito de proteger o mercado interno e oferecer resistência ao *dumping* dos países industrializados.

O fator preponderante do crescimento industrial na década de 30 foi a crônica dificuldade cambial do período, muito maior, aliás, do que se tem escrito sobre ela. Não foram apenas os níveis das taxas cambiais, representativas da desvalorização da moeda nacional, que ensejaram aquele processo, encarecendo o preço dos produtos importados. Um exame mais detido do fechado mundo cambial revelou práticas que tornaram mais caros os preços dos artigos importados. O **mercado negro**, o **mercado cinzento**, e a prática de os importadores oferecerem remunerações extras aos exportadores para obterem as divisas desejadas elevaram os artigos vindos do exterior a preços insuportáveis.

Além disso, os trâmites administrativos no Banco do Brasil, as "filas" dos importadores e a sua obrigatoriedade de entregarem a moeda nacional para só obterem a cobertura cambial meses após formavam uma verdadeira "barreira" de penetração dos artigos importados.

Por inusitado que possa parecer, ficavam igualados nessa dramática luta para obtenção de divisas os importadores de bens de consumo e aqueles que traziam bens de capital, matérias-primas e insumos básicos para o crescimento industrial. Não fosse o desinteresse do setor têxtil (e outros em superprodução) em importar maquinaria para suas atividades e a situação dos demais industriais seria dramática. O mesmo processo que elevava o preço das importações e favorecia a indústria nacional na concorrência elevava o preço das matérias indispensáveis à produção de similares.

Não é possível concluir, portanto, pela existência de uma ação estatal que, por todos os meios, procurasse favorecer o setor industrial. Se assim fosse, fatalmente haveria taxas de câmbio diferentes para as importações de bens de consumo e de bens de capital, a exemplo do que ocorreu com relação aos diferentes setores da exportação, favorecendo os produtos substitutivos do café.

Não é certo, do ponto de vista ideológico, que os quadros dirigentes tenham abandonado as fórmulas liberais, como também não é certo que eles tenham permanecido fiéis às doutrinas clássicas. Em verdade, e refletindo as grandes indecisões do pensamento econômico mundial, a política dos gestores do Governo Vargas se caracterizou por um intervencionismo cauteloso de penetração e recuo, de investida mais audaciosa em alguns setores e de manutenção das regras do *laissez-faire* em outros. A política cambial representou em todos os seus momentos uma impressionante indecisão dos gestores governamentais em executar uma decidida intervenção do Estado na ordem econômica.

As discussões ocorridas dentro dos principais órgãos de política econômica revelam profundas divergências entre seus membros, os quais, por representarem grupos de interesses divergentes, ainda tornaram mais difíceis as decisões finais, que tendiam quase sempre a se configurarem como linhas de menor resistência, situações intermediárias de moderado intervencionismo.

Não se poderia esquecer a difícil conjuntura que envolveu a época Vargas, provocada pela crise e pela guerra. O atendimento a situações de emergência haveria que ter preferência sobre a adoção de medidas planejadas e de longo efeito.

Todavia, a própria idéia de planejamento estruturado de forma permanente (não a sua execução) foi tomando formas cada vez mais nítidas ao final da época Vargas, para o que contribuiu um fator preponderante: a Segunda Guerra Mundial. Independentemente de planos que vigoravam (e muitos deles não seriam conceituados como planos pela ciência econômica de hoje) ou de controles oficiais sobre o mercado de determinados produtos, foram surgindo órgãos como o CFCE, em sua última fase, como o Conselho Nacional de Política Industrial e a própria Comissão de Mobilização Econômica, os quais, mesmo possuindo membros das mais variadas

tendências e atribuições indefinidas, representavam o início de uma caminhada ingrata e difícil no sentido do planejamento econômico independente das grandes opções teóricas.

Como se apenas ao fim da jornada se percebesse – e, mesmo assim, pela dura lição da guerra – a necessidade de uma intervenção vigorosa para se obter maior seletividade de nossas importações, surgiu um documento que propunha evitar que se gastassem as divisas tão duramente acumuladas em artigos supérfluos e desnecessários: a histórica Circular Interministerial, último ato de gestão econômica de importância do agitado Governo Vargas.

BIBLIOGRAFIA

1 ALMEIDA, Rômulo. Experiência brasileira de planejamento, orientação e controle da economia. *Estudos Econômicos,* Rio de Janeiro, n. 2, p. 45-6, jun. 1950.

2 BANCO DO BRASIL S.A. *Fiscalização bancária.* Encargos, atribuições, prerrogativas, finalidades. Rio de Janeiro, 1965.

3 ___. *Relatorio 1931.* Rio de Janeiro, 1932.

4 ___. *Relatorio 1932.* Rio de Janeiro, 1933.

5 ___. *Relatorio 1934.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1935.

6 ___. *Relatorio 1935.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1936.

7 ___. *Relatorio 1936.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1937.

8 ___. *Relatório 1937.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1938.

9 ___. *Relatório 1940.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1941.

10 ___. *Relatório 1941.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1942.

11 ___. *Relatório 1942.* Rio de Janeiro, Typ. Jornal do Commercio, 1943.

12 ___. *Relatório 1943.* Rio de Janeiro, Jornal do Commercio, 1944.

13 ___. *Relatório 1944.* Rio de Janeiro, Jornal do Commercio, 1945.

14 ___. *Relatório 1945.* Rio de Janeiro, Jornal do Commercio, 1946.

15 BANCO DO BRASIL S.A. Arquivo Histórico. Comissão Mista Brasil-E.E.U.U. *Relatório Geral.* Rio de Janeiro.

16 ___. *Pastas de circulares da Presidência da República 1944.* Rio de Janeiro.

17 ___. *Processos n. 842.25, 842.96, 842.561, 843.13, 845.731.* Pasta de coletânea de decisões do Conselho Federal de Comércio Exterior. Rio de Janeiro.

18 BOLETIM ESTATÍSTICO. Rio de Janeiro, Seção de Estatística e Estudos Econômicos do Banco do Brasil, n. 8, p. 59, 1937.

19 BOSSARD. *L'economie dirigée aux Etats-Unis 1929-34.* Paris, 1934 |Tese|

20 BRASIL. Coordenação da Mobilização Econômica. *Economia de guerra no Brasil.* Rio de Janeiro, 1945. v. 1.

21 BRASIL. Conselho de Segurança Nacional. Comissão de Planejamento Econômico. *Relatório sobre o projeto de planificação da economia brasileira.* Rio de Janeiro, Conselho Nacional de Política Industrial e Comercial, 1945.

22 BRASIL. Conselho Federal de Comércio Exterior. *Dez anos de atividades.* Rio de Janeiro, 1944.

23 BRASIL. Leis, decretos, etc. *Decreto n. 20.572 de 28 de outubro de 1931.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1931.

24 ___. *Decreto n. 22.870 de 28 de junho*

25 ___. *Decreto n. 22.905 de 8 de julho de 1933.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1933.

26 ___. *Lei n. 3.293 de 21 de maio de 1941.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1941.

27 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição relativa ao período de 3 de novembro de 1930 a 15 de novembro de 1933.* Rio de Janeiro, Jornal do Commercio, 1935.

28 ___. *Finanças do Brasil. Dívida externa.* Histórico dos empréstimos emitidos pelos Estados e ainda em circulação até 1934. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1935. v. 3.

29 ___. *Plano de obras e equipamentos.* Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1943.

30 BRASIL. Ministério da Fazenda. Arquivo e Biblioteca. *Circular n. 18 de 22 de dezembro de 1931.* Consultoria da Fazenda. Pasta de circulares. Rio de Janeiro.

31 BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Técnico de Economia e Finanças. *História da dívida externa da União.* Rio de Janeiro, Jornal do Commercio, 1946.

32 CARTA de José Maria Whitaker a Getúlio Vargas, 26 de fevereiro de 1931. In: ARQUIVO GETÚLIO VARGAS. |Documento não catalogado|

33 CARTAS de José Maria Whitaker a Getúlio Vargas, 4 e 17 de março de 1931. In: ARQUIVO GETÚLIO VARGAS. |Documento não catalogado|

34 COSTA, Artur de Souza. *Finanças e política.* Rio de Janeiro, 1941.

35 ___. *Panorama financeiro e econômico da República.* Rio de Janeiro, Depto. de Imprensa e Propaganda, 1941.

36 DAVID, Paul. *Essai sur l'intervention de l'Etat dans le commerce de banque.* Paris, Lib. Générale de Droit, 1937.

37 DEAN, Warren. *A industrialização de São Paulo.* São Paulo, USP, 1971.

38 FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS, Rio de Janeiro, *Estudos.* Rio de Janeiro.

39 FURTADO, Celso. *The economic growth of Brazil.* Berkeley, Ca., Univ. of California Press. 1963.

40 ___. *Formação econômica do Brasil.* Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1959.

41 IANNI, Octavio. *Estado e planejamento econômico no Brasil (1930-1970)* Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1971. 316 p. (Retratos do Brasil, 83)

42 JAGUARIBE, Hélio. *Desenvolvimento econômico e desenvolvimento político.* Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1969.

43 KEMMERER, Edwin. *Em torno da estabilização.* Sintese de entrevistas no "O Paiz" nas edições de 15 de abril a 30 de maio de 1929. Rio de Janeiro, Imp. Nacional, 1930.

44 LEVY, Haroldo. *Prática cambial no Brasil.* São Paulo, Max Simonad, 1956.

45 MONTEIRO, Jorge Vianna & CUNHA, Luiz Roberto Azevedo. Alguns aspectos da evolução do planejamento econômico no Brasil (1934-1963). *Pesquisa e Planejamento Econômico,* Rio de Janeiro, IPEA, v. 4, n. 1, p. 1-24, fev. 1974.

46 OLIVEIRA, Francisco. A economia brasileira. Crítica à razão dualista. *Estudos CEBRAP,* São Paulo, CEBRAP, out. 1972.

47 OLIVEIRA, Geraldo de Beauclair. *A evolução do sistema financeiro na época Vargas.* Rio de Janeiro, UFF. Inst. de Ciências Humanas e Filosofia, 1974.

48 PARIS. Societé des Nations. *Memoranda sur les banques commerciales 1913-1914.* Genéve, 1931/1935. v. 1.

49 PELÁEZ, Carlos Manuel. *História da industrialização brasileira.* Rio de Janeiro, APEC, 1972. 241 p.

50 RAMOS, Guerreiro. *A crise do poder no Brasil.* Rio de Janeiro, Zahar, 1961.

51 REIS, F.T. de Souza. *A depressão commercial e o funding-loan de 1931.* Rio de Janeiro, 1934.

52 SCHEYER. *Les aspects monetaires et financiers de la crise Allemand.* Paris, 1934. [Tese]

53 TAYLOR, Overton. *História do pensamento econômico.* Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1960. T. 2.

54 TRIFFIN, Robert. *O sistema monetário internacional.* Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1972. 235 p. (Economia e administração)

55 VARGAS, Getúlio Dornelles, presidente do Brasil. *A nova política do Brasil.* Rio de Janeiro, J. Olympio, 1938/1944.

56 VILLELA, Annibal Villanova & SUZIGAN, Wilson. *Política do governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945.* Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1973. 468 p. (Brasil. IPEA/INPES. Monografia, 10)

57 WEFFORT, Francisco. *Classes populares e política.* São Paulo, USP, 1968.

58 WHITAKER, José Maria. *A administração do govêrno provisório de 4 de novembro de 1930 a 16 de novembro de 1931.* São Paulo, Rev. dos Tribunais, 1933.

Os Mercados Monetário e de Capitais de Economias em Desenvolvimento – Uma Argumentação em Favor do Planejamento*

David Gill**

Este artigo apresenta duas abordagens para o desenvolvimento de mercados financeiros – uma passiva, fruto da evolução da economia e outra ativa, fruto do planejamento de governos. Examina brevemente as experiências de três países, Coréia, Brasil e Canadá, onde o governo foi especialmente ativo no desenvolvimento dos mercados financeiros e propõe uma estratégia de planejamento para o setor com particular aplicação ao caso das Filipinas.

1. Introdução

Como os mercados financeiros eficientes parecem ter se tornado cada vez mais um objetivo de grande parte das estratégias de desenvolvimento financeiro nacional, o tema deste trabalho assume um valor especial.

Há alguns meses, durante a Financial Times Conference sobre os mercados financeiros do sudeste asiático, realizada em Manila, tive a oportunidade de expressar algumas idéias a respeito do papel das agências internacionais no auxílio ao desenvolvimento de mercados monetários e de capitais – que passarei a denominar **mercados financeiros** e, caso uma definição mais restrita seja mais apropriada, **mercados de títulos**. Naquela ocasião, citei alguns exemplos daquilo que nós, do Grupo do Banco Mundial, havíamos realizado a fim de prestar assistência nesta área a alguns dos países membros; discuti também alguns pré-requisitos específicos, importantes para o desenvolvimento de um mercado de títulos.

---

* Título original: The Money and Capital Markets of a Developing Asian Economy – A Case for Planning. Tradução de Marise Philbois Toledo.

** O autor é Diretor do Departamento de Mercado de Capitais da International Finance Corporation – IFC.

Neste trabalho, meus comentários enfocarão, inicialmente, o surgimento dos mercados financeiros e seu papel no processo global de desenvolvimento financeiro ou, como se diz correntemente, o processo de "aprofundamento financeiro".* Neste estudo, delinearei de maneira abrangente duas possíveis abordagens referentes à formação ou ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Farei, em seguida, algumas observações quanto ao conceito de formulação de estratégias nacionais ativas destinadas a incentivar o "aprofundamento financeiro" e o fortalecimento dos mercados financeiros, concluindo com algumas idéias referentes às Filipinas.

Esquematizada em linhas gerais, a área financeira, que se generalizou por meio de uma ampla gama de experiências históricas apresentaria duas trajetórias claramente distintas com relação ao desenvolvimento do mercado financeiro e, em particular, ao do mercado de títulos. De um modo geral, esse desenvolvimento foi basicamente evolucionário. Contudo, em alguns casos, constitui o resultado de um planejamento consciente e ativo por parte dos governos.

2. A Abordagem sobre o Processo Evolucionário

Considerando primeiramente a abordagem evolucionária, a evidência sugere que os mercados financeiros tenham surgido em resposta a necessidades de financiamento tendo, em seguida, sofrido alterações em algumas de suas principais características, à medida que as instituições financeiras cresciam durante o processo de "aprofundamento financeiro".

Talvez fosse conveniente apresentar uma explicação do que entendo por "aprofundamento financeiro", termo igualmente relevante para a abordagem da trajetória evolucionária bem como para a do planejamento. O termo foi criado pelo professor Edward Shaw, da Universidade de Stanford, em seu recente livro *Financial Deepening and Economic Development*, com referência ao processo pelo qual os ativos e instituições financeiras crescem rapidamente em relação ao PNB (Produto Nacional Bruto) no curso do desenvolvimento econômico, e através do qual a taxa de tal crescimento influencia a taxa de crescimento do PNB. Naturalmente, o processo de crescimento dos ativos financeiros ocorre em quase todos os países; porém, sua velocidade varia, conforme documentou o professor Raymond Goldsmith, da Universidade de Yale, em seu livro *Financial Structure and Development*. Uma das medidas práticas de "aprofundamento financeiro" usadas pelo professor Goldsmith – relações entre os ativos totais das instituições financeiras e o PNB (que passarei a denominar relação financeira institucional) – é apresentada para vários países na Tabela 1. Isto indica que há diferenças explícitas entre os países, mas que esta relação para os países desenvolvidos é cerca de duas vezes maior do que a dos países em desenvolvimento.

* No original, "financial deepening" (Nota do Tradutor).

TABELA 1 – Relação Entre Ativos das Instituições Financeiras e o Produto Nacional Bruto: 1948-73[1]

	1948	1957	1967	Estimativa[2] 1973
Países Desenvolvidos				
Bélgica	100	113	153	173
Canadá	127	117	140	159
França	60	81	121	126
Alemanha	–	103	147	149
Reino Unido	177	138	172	174
Japão	58	130	192	180
Estados Unidos	147	147	164	152
Países em Desenvolvimento				
Brasil	61	61	59	72
Colômbia	35	51	64	91
Índia	33	42	52	50
Jamaica	42	34	57	72
Coréia	–	33	53	71
México	38	36	59	60
Marrocos	–	–	48	53
Filipinas	38	43	80	96
Tailândia	24	42	53	58
Turquia	–	71	76	67
Venezuela	36	63	68	80

Fonte:

[1] GOLDSMITH, Raymond William. The development of financial institutions during the post-war period. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Roma, Banca Nazionale del Lavoro, nº 97, June 1971.

[2] Países desenvolvidos: *OECD Financial Statistics*, Paris, OCDE, v. 8, t. 1, 1974.

Países em desenvolvimento: estimativas do IFC. *International Financial Statistics*, Washington, IMF, v. 28, nº 7, July 1975.

Neste contexto, o mercado financeiro pode ser dividido, em linhas gerais, em três segmentos:

a) intermediários monetários, ou seja, banco central e bancos comerciais;
b) intermediários não-monetários, que incluem uma ampla gama de instituições especializadas, tais como as instituições de poupança e empréstimo, os bancos de desenvolvimento, os fundos mútuos e fundos de investimento, juntamente com as companhias de seguro e os fundos de pensão; e
c) mercados de títulos, constituídos principalmente pelos mercados de ações e de títulos de renda fixa.

Em termos de experiência histórica, os países mais antigos da Europa Ocidental e a América do Norte sempre dispuseram, tradicionalmente, de importantes mer-

cados de títulos. Nos primeiros estádios da revolução industrial, surgiram os mercados primários de títulos para financiamento direto, em resposta a uma necessidade de capital por parte do mundo financeiro e dos governos, aliada a uma correspondente aptidão e predisposição das pessoas ricas em fazer investimentos diretos ou empréstimos a esses tomadores. Os indivíduos ricos, especialmente na Europa, tinham mais recursos que os bancos que se estavam formando naquela época e preferiam investir através dos *money brokers** – os primitivos corretores de títulos. Com a evolução do sistema bancário básico e seu envolvimento em operações financeiras de curto prazo, os mercados de títulos respondiam pelo maior volume das operações financeiras de longo prazo da época. Estes mercados era dominados por uma classe restrita e se caracterizavam por uma quase total ausência de supervisão. Analogamente, não dispunham nem da participação institucional extensiva nem da ampla participação dos pequenos poupadores, a qual caracteriza os modernos mercados de títulos.

Os mais antigos mercados da Europa Ocidental e da América do Norte oferecem outros aspectos interessantes. Os instrumentos financeiros privados tinham, freqüentemente, maior importância que os papéis do governo, uma vez que os investidores da época, provavelmente de modo bastante acertado, confiavam mais em seus homens de negócios locais do que em seus governos.

Após o surgimento destes primeiros mercados de títulos e o crescimento do sistema bancário, os intermediários especializados de natureza não-monetária começaram a se estabelecer, e cresceram gradualmente em importância com relação aos bancos. Cem anos depois, na Europa, 80% a 90% do financiamento que fluía das instituições financeiras provinha do sistema bancário comercial, o que é freqüentemente o caso dos países menores em desenvolvimento dos dias de hoje. Atualmente, nos países desenvolvidos e em alguns dos países em desenvolvimento mais adiantados, este percentual de financiamento institucional através de bancos comerciais caiu para 40% ou menos, o que ilustra a crescente importância dos intermediários especializados. Estas tendências são apresentadas na Tabela 2.

O crescimento dos intermediários não-financeiros tem constituído não só um fenômeno de notável regularidade ao longo do curso do desenvolvimento como também um importante fator no processo de "aprofundamento financeiro". Além disso, tem sido um importante fator a influenciar o papel e a natureza dos mercados de títulos. Com o desenvolvimento dos intermediários especializados – principalmente daqueles voltados para planos contratuais de poupança, tais como os fundos de pensão – tem se manifestado, em muitos países desenvolvidos, uma tendência,

* *Money brokers* – instituições financeiras especializadas em transações no mercado de moeda com empréstimos e títulos de curto prazo e com ouro e moedas estrangeiras.

por parte dos poupadores do setor-família, no sentido da conservação de maiores volumes de ativos financeiros indiretos, com a conseqüente redução da participação relativa no mercado de títulos. Isto não implica, contudo, em um declínio no papel relativo dos mercados de títulos, mas sim numa tendência evolutiva em seu relacionamento com os outros dois segmentos do mercado financeiro. Os mercados de títulos são especialmente importantes como uma fonte de financiamentos de longo prazo, e a maioria das instituições envolvidas em operações financeiras de longo prazo ou compram ou emitem títulos, ou realizam ambas as operações contando, conseqüentemente, com os mercados de títulos para a eficiência de suas operações. Na verdade, nos países desenvolvidos, a interação que ocorre nos mercados financeiros entre os poupadores finais e os tomadores finais de empréstimos tem se tornado cada vez mais complexa; ao longo do tempo, a importância relativa dos três segmentos básicos do mercado financeiro, delineados anteriormente, incluindo os mercados de títulos, tem variado, embora a interrelação entre os três ainda permaneça.

TABELA 2 – Distribuição dos Ativos Totais das Instituições Financeiras entre os Principais Tipos de Instituições e Grupos de Países – 1948, 1957 e 1967

(em %)

Países Desenvolvidos (17)	1948	1957	1967
Intermediários Financeiros	54,0	44,6	41,9
Banco Central	19,1	12,5	8,5
Bancos de Depósito	34,9	32,1	33,4
Intermediários Não-Financeiros	45,8	55,4	58,2
Associações de Poupança	17,5	18,8	19,3
Companhias de Seguro	18,6	23,7	23,3
Bancos Hipotecários e de Desenvolvimento	6,9	8,8	10,6
Outros	2,8	4,1	5,0
Países Menos Desenvolvidos (19)			
Intermediários Financeiros	75,2	71,4	66,9
Banco Central	35,0	29,5	23,6
Bancos de Depósito	40,2	41,9	43,3
Intermediários Não-Financeiros	24,8	28,7	33,1
Associações de Poupança	8,2	8,0	8,0
Companhias de Seguro	8,1	10,4	11,1
Bancos Hipotecários e de Desenvolvimento	8,1	9,9	13,0
Outros	0,4	0,4	1,0

Fonte: GOLDSMITH, Raymond William. *Development of financial institutions.* Table 15, p. 166.

Como ilustração adicional, alguns países desenvolvidos, como o Japão, têm limitados mercados de títulos em relação a seu sistema de intermediários financeiros monetários e não-monetários, de um modo geral, altamente desenvolvido. Os títulos mantidos fora das instituições financeiras constituem aproximadamente 2% do valor dos ativos das instituições financeiras no Japão em 1973, em comparação com 26% nos Estados Unidos no mesmo ano. Por outro lado, é interessante notar que a relação financeira institucional no Japão é correspondentemente mais elevada que a dos Estados Unidos – cerca de 180 *versus* 150. Contudo, a combinação destes dois indicadores, que representam tanto os instrumentos financeiros diretos quanto os indiretos em mãos de todos os poupadores, é aproximadamente a mesma nos dois países, indicando um alto grau de substituição entre as abordagens direta e indireta referentes às finanças. Isto não significa que o Japão não tenha um forte mercado de títulos, especialmente em ações, mas sim que seu mercado é altamente institucionalizado, e que a maioria dos financiamentos de débito se faz a curto prazo, através do sistema bancário, e não a longo prazo, através do mercado de títulos da dívida pública.

O papel desempenhado pelos governos na evolução dos mercados financeiros é particularmente significativo. Na maioria dos países, há leis que regulam a estrutura dos mercados financeiros (leis de bancos, de companhias, de títulos, etc.) que, em geral, tem sido implementadas para estruturar e orientar as atividades dos mercados financeiros. As políticas monetária e fiscal têm ocupado uma posição extremamente importante em relação à taxa e ao curso do desenvolvimento dos mercados financeiros e dos mercados de títulos. No que se refere ao processo evolucionário, em alguns países tem-se a impressão de que as regulações e políticas do governo (especialmente as políticas referentes à taxa de juros e à tributação) são deliberadamente planejadas com o objetivo de desincentivar o desenvolvimento do mercado financeiro. O inverso ocorre em muitos outros países, mas este ponto será abordado posteriormente.

Em resumo, a experiência nos tem mostrado que, tendo se originado das necessidades de financiamento direto, os mercados de títulos evoluíram como parte integrante de um complexo mercado financeiro. Embora as tendências geralmente aceitas na trajetória evolucionária do desenvolvimento financeiro sejam claras, é também indiscutível que há grandes divergências nestas tendências gerais, ocorrendo uma taxa de variação de país para país e, ao longo do tempo, dentro dos mesmos países. Algumas destas divergências podem ser explicadas pelas respostas dos mercados a várias circunstâncias específicas de cada país. Em muitos casos, porém, acidentes históricos ou regulações e políticas inadequadas parecem ter sido a causa. A introdução de novas tecnologias financeiras pode ter estimulado um desenvolvimento financeiro específico em um ponto específico no tempo; ou então, políticas monetárias altamente inflacionárias ou políticas de tributação repressivas podem ter retardado o desenvolvimento das finanças. Em alguns casos como estes, a trajetória evolucionária histórica do desenvolvimento financeiro obviamente não foi o processo ótimo que poderia ter sido seguido.

Isto conduz ao que denominei de a segunda trajetória de desenvolvimento dos mercados financeiros e dos mercados de títulos – a abordagem do planejamento ativo.

3. A Abordagem através de Planejamento

É evidente que os governos se tornaram cada vez mais conscientes da importância do desenvolvimento financeiro em relação ao desenvolvimento econômico.

Um dos principais problemas para os governos que buscam ativamente aperfeiçoar seus mercados financeiros se refere aos papéis relativos que os três segmentos básicos (bancos, intermediários não-bancários e mercados de títulos) deveriam desempenhar. Comparações, tais como as que mencionei anteriormente, indicam que, para alcançar o desenvolvimento, os mercados financeiros necessitam estender-se além de um sistema bancário básico, na direção de fontes não-bancárias de finanças, incluindo finalmente, mercados de títulos. Ainda que tais comparações proporcionem algumas indicações sobre o âmbito ótimo para as diferentes classes de instituições e mercados, considerações específicas com relação ao país – dentre estas, algumas de natureza básica, tais como o porte da economia – influenciarão também os objetivos de uma política ativa.

O Brasil, o Canadá e a Coréia são bons exemplos de países que, em pontos específicos no tempo, têm buscado atingir o desenvolvimento financeiro equilibrado, com ênfase nos mercados de títulos. Alguns comentários a respeito das medidas tomadas nesses países e suas razões ajudarão a explicar as vantagens que a abordagem sobre o planejamento pode fornecer.

3.1. Coréia

A Coréia ilustra a importância de um crescimento equilibrado incluindo os mercados de títulos. Em tempos passados, políticas inflacionárias e controles repressivos da taxa de juros haviam retardado o desenvolvimento financeiro coreano. Uma investida positiva para o desenvolvimento do sistema bancário básico foi em-

preendida pelo governo em meados da década de 60 e, principalmente através da elevação das taxas de juros a níveis realísticos, alcançou-se uma rápida expansão na relação entre os ativos do sistema bancário e o PNB, os índices de inflação foram menores, tendo ocorrido também um incremento equilibrado nas poupanças e no crescimento real.

Esta experiência revelou algumas das fraquezas de uma política do setor financeiro que se limita aos intermediários monetários básicos, na medida em que não se desenvolveu um mercado de longo prazo. Conseqüentemente, a Coréia teve que recorrer cada vez mais a mercados estrangeiros para suprir as necessidades financeiras de longo prazo. Isto, contudo, limitou a capacidade do governo em controlar sua dívida externa global e retardou um progresso posterior no "aprofundamento financeiro" doméstico. Assim, em 1968, o governo passou a adotar uma série de medidas para desenvolver os mercados de títulos, estimulando tanto o lado da oferta quanto o da demanda. A resposta a estas medidas tem sido notável, considerando-se que a aquisição líquida, pelos indivíduos, de títulos de empresa e da dívida pública elevou-se de 8 bilhões para 153 bilhões, em 1973.

3.2. Brasil

No Brasil, a partir de meados da década de 60, o governo assumiu um papel ativo no incremento das poupanças e na ampliação da base de propriedade da indústria de transformação. Isto foi conseguido, em sua maior parte, através de um sistema de incentivos fiscais que incentivava tanto os investidores institucionais como os privados a destinar uma parte de suas poupanças a investimentos em ações. Foram concedidos incentivos fiscais significativos tanto a companhias que abrissem seu capital, quanto aos poupadores que nelas investissem. Naturalmente, tais medidas foram favorecidas por um sistema real de tributação, já que os incentivos fiscais significam muito pouco para aqueles que não pagam impostos. Além disso, o Imposto de Renda das sociedades anônimas estava relacionado a um sistema de correção monetária que permitia às companhias reavaliarem seus ativos onerando, assim, a depreciação, para propósitos de impostos, a taxas que se relacionavam de forma mais aproximada aos custos de reposição. As autoridades também incentivaram o desenvolvimento de fundos mútuos, de firmas profissionais de corretagem e de bancos de investimento; aperfeiçoaram, ainda, as normas de contabilidade e reforçaram os procedimentos das bolsas de valores.

As inovações do mercado financeiro do Brasil resultaram de uma capacidade interna bastante aperfeiçoada para a mobilização de poupanças através de meios não-inflacionários. As poupanças provenientes de todos os instrumentos financeiros, com exceção da moeda, cresceram de 3,3% do PNB, em 1962, para 16%, em 1974, como mostra a Tabela 3.

TABELA 3 – Poupanças Provenientes de Novas Emissões de Instrumentos Financeiros Não-Monetários, Brasil, 1962-74

(em Cr$ milhões correntes)

Ano	Depósitos a Prazo		Depósitos de Poupanças			Letras de Câmbio			Vendas Líquidas de Fundos Mútuos		Reservas Técnicas		Total de Poupanças Provenientes de Intermediários (1)	Como % do PNB
	Bancos Comerciais	Bancos de Investimento	Caixas Econômicas Federais e Estaduais	Sociedades de Crédito Imobiliário	Associações de Poupanças e Empréstimo	Instituições Financeiras	Bancos de Investimento	Letras Imobiliárias	Vendas Regulares	Incentivos Fiscais	Seguros	Capitalização		
1962	12	–	5	–	–	33	–	–	4	–	6	1	81	1,0
1963	28	–	–	–	–	29	–	–	7	–	33	1	98	0,9
1964	52	–	6	–	–	172	–	–	-5	–	45	1	271	1,2
1965	88	–	30	–	–	450	–	–	-2	–	53	1	620	1,7
1966	480	2	33	–	–	110	99	7	2	–	42	2	777	1,4
1967	251	83	-3	9	–	755	461	133	-5	–	87	3	1.774	2,5
1968	438	324	65	41	19	2.065	363	321	18	65	111	7	3.837	3,9
1969	-45	690	230	23	43	827	705	461	200	88	196	8	3.426	2,6
1970	600	1.709	1.171	74	88	1.927	146	802	256	26	225	...	7.024	4,1
1971	1.849	2.697	1.468	130	50	4.136	989	1.038	2.452	-14	85	...	14.795	6,4
1972	2.733	4.597	3.952	529	284	6.949	-52	1.887	479	111	287	...	21.747	6,1
1973	867	7.598	6.409	1.887	447	16.143	-1.584	1.502	-282	460	305	...	33.752	8,5
1974	1.146	2.735	14.955	3.431	847	10.296	-566	1.876	-294	1.010	470	...	35.906	8,2

cont.

conclusão

II. Poupanças Provenientes de Emissões Diretas de Títulos

Ano	Sociedades Anônimas		Governo Federal	Ações do Banco do Brasil	Outros	Total de Títulos Diretos Emissão (2)	Como % do PNB	Total de Poupanças Provenientes de Emissões de Instrumentos Financeiros Emissões (1 + 2)	Como % do PNB
	Subscrições em Caixa Mais Novas Incorporações Líquidas de Absorção de Intermediários		ORTN e LTN						
	Total	Ofertas Públicas							
1962	170	...	–	-23	7	154	2,3	215	3,3
1963	256	...	–	12	70	338	2,8	436	3,7
1964	347	...	41	158	-20	526	2,3	797	3,5
1965	996	23	324	-152	18	1.186	3,2	1.806	4,9
1966	1.430	19	531	-105	–	1.856	3,5	2.633	4,9
1967	2.334	26	240	-1	5	2.578	3,6	4.352	6,1
1968	4.555	401	485	–	-14	5.026	5,0	8.863	8,9
1969	5.345	175	800	–	-19	6.126	4,6	9.552	7,2
1970	6.055	300	1.684	–	–	7.739	4,4	14.763	8,5
1971	14.616*	3.200	3.177	–	–	17.793	7,6	32.588	14,0
1972	15.525*	410	10.710	–	45	26.690	7,5	48.437	13,6
1973	21.287*	495	12.169	–	6	33.957	8,5	67.709	17,0
1974	24.039*	456	9.426	–	55	33.976	7,8	69.882	16,0

* Não reduzido para absorção de intermediários, com exceção de Fundos Mútuos e Fiscais

Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório*. Brasília, BCB. (vários números)
BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília, BCB. (vários números)
CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, FGV. (vários números)
RESENHA SN. Rio de Janeiro, Organização SN Consultores Financeiros S.A.

Nesta mesma tabela, pode-se verificar o importante papel dos mercados de títulos na mobilização das poupanças. Considerando apenas as emissões diretas de títulos para o público, isto é, excluindo as vendas de títulos às instituições financeiras, pode-se observar que as emissões diretas de títulos aumentaram de 2,3% do PNB, em 1962, para 7,8%, em 1974, e responderam aproximadamente pela metade de todas as poupanças privadas mobilizadas anualmente por meio de instrumentos financeiros durante o período. O custo mais baixo do capital acionário – causado pelo dramático aumento do mercado –, e o crescente volume de negociações das ações foram os principais fatores para o aumento do total das emissões de ações de novas empresas durante este período. As ofertas de novas ações ao público aumentaram de cerca de 10 anualmente, nos primeiros anos da década de 60, para 253, em 1971 (ano em que ocorreu grande pico), mostrando que a venda de emissões de ações ao público tornou-se uma alternativa viável para o aumento dos recursos externos para as empresas. Ao mesmo tempo, a vulnerabilidade associada à excessiva dependência de financiamentos de curto prazo a uma taxa de juros flutuante foi muito reduzida.

3.3. Canadá

No Canadá, a situação era muito diferente. O mercado de títulos vinha operando com razoável eficácia durante muitos anos, independentemente do modo de atuar do governo, quer a favor, quer contra. No início da década de 60, contudo, o governo passou a se preocupar com o crescente controle externo sobre a indústria canadense e com um coincidente fluxo de saída de poupanças das famílias e das instituições do país dirigido para investimentos em carteira estrangeira. Num esforço para reduzir estas tendências, o governo instituiu importantes alterações nos impostos e na regulação. Estas medidas incluíam o aumento do imposto sobre a renda de títulos estrangeiros, o aumento da proporção de ativos ou reservas que os fundos de pensão ou as companhias de seguros poderiam investir em ações de empresas canadenses, e a permissão de que os empréstimos concedidos pelos bancos comerciais para financiar negociações com títulos (empréstimos diários aos corretores) tivessem a garantia de exigências aceitáveis, como reservas secundárias junto ao Banco Central. O resultado destas implementações e de outras a estas relacionadas foi uma reversão em que o fluxo de recursos canadenses para investimento retornou para o mercado canadense. Uma prova do sucesso obtido foi que, nos últimos anos, registrou-se um volume de emissões de novas ações, vendidas no Canadá, superior a 100 milhões de dólares. No início da década de 60, uma emissão de ações de 25 milhões de dólares teria sido quase o máximo que o mercado poderia ter absorvido.

3.4. Resumo das vantagens de uma abordagem através de planejamento ativo

Após estes exemplos de uma abordagem de planejamento ativo para o desenvolvimento financeiro, especialmente na medida em que se relaciona com o fortale-

cimento dos mercados de títulos, seguem-se algumas observações resumindo as vantagens deste tipo de enfoque:

a) a ampla gama de instrumentos de mercado e de participantes envolvidos num mercado altamente acessível permite ao capital que flui através dele ser racionalmente avaliado e, conseqüentemente, fluir para as oportunidades de máxima produtividade, aperfeiçoando a eficiência da alocação de recursos e incrementando o crescimento econômico. Além disso, os mercados de títulos ampliam a gama de alternativas de financiamento disponíveis a empresas privadas e governamentais, e permitem um planejamento mais racional do desenvolvimento industrial de longo prazo, já que as fontes de recursos de longo prazo (empréstimos e ações) podem ser manipuladas de forma a se igualarem aos compromissos de investimento de longo prazo;

b) do ponto de vista dos poupadores, os mercados financeiros oferecem, através dos títulos, um número maior de opções referentes à relação risco/remuneração e um meio mais eficiente de eles ajustarem suas carteiras para enfrentar circunstâncias mutáveis. Por proporcionarem tal gama de oportunidades de poupança, bem mais ampla e mais conveniente, o "aprofundamento" e a diversificação financeira aumentam as poupanças financeiras agregadas. Para os investidores institucionais, a capacidade de ajustar carteiras a mercados líquidos significa uma menor exigência de liquidez de caixa e, assim, um menor custo de intermediação para o benefício de poupadores e de usuários do capital;

c) nos segmentos em que as políticas ou as regras referentes aos mercados financeiros têm se revelado negativas ou neutras, um mercado não-oficial tem se desenvolvido paralelamente ou em substituição a um mercado financeiro oficial e regulado. Estes mercados não-oficiais têm se caracterizado por amplos diferenciais, elevados riscos e evasão de impostos como práticas típicas. Nos pontos em que as políticas e as regras têm sido mais favoráveis ao desenvolvimento financeiro, os mercados financeiros tendem a ser mais organizados, com remunerações, especialmente para os poupadores, mais coerentes com os riscos envolvidos, estando as margens de lucro dos intermediários financeiros mais de acordo com as demais atividades econômicas. Na maioria dos países, crescem os interesses estabelecidos em determinados segmentos do sistema financeiro, o que torna a reforma posterior muito mais difícil de ser realizada. Um programa de ação bem elaborado pode ajudar a evitar estas armadilhas, que prejudicam o desenvolvimento financeiro (se ocorrer numa base *ad hoc*, através do estabelecimento de regras precisas, antes que os interesses estabelecidos tornem-se um problema; e

d) talvez o melhor argumento em favor de uma abordagem ativa do desenvolvimento de mercados financeiros seja o próprio fato de que o uso de tecnologia altamente eficientes, relevante para as circunstâncias locais, tem se revelado em todos os setores, de grande utilidade para o aumento do PNB *per capita*, o qual é superior ao que teria sido atingido de outra forma. Considerando-se que há pouca argumentação no sentido de que um sistema financeiro eficiente, ou um eficiente mercado de títulos, pode acelerar o crescimento econômico real, uma abordagem planejada para o desenvolvimento do mercado financeiro é, em todos os sentidos, tão válida quanto para qualquer outro setor. Para os países em um estágio inicial de desenvolvimento financeiro, faz-se necessário uma abordagem ativa, caso tais mercados venham de fato a surgir dentro de um razoável período de tempo.

4. Uma Estratégia de "Aprofundamento Financeiro" e seus Custos

Ao sugerir as vantagens de uma abordagem ativa ao desenvolvimento do setor financeiro, é pertinente considerar os custos, tanto **operacionais**, em termos de exigências de força de trabalho e possíveis transferências de impostos, quanto **de capital**, em termos de base patrimonial necessária às instituições financeiras em questão.

Como no caso dos custos da estratégia anterior, a precisão é impossível. Contudo, constitui uma estimativa razoável afirmar que, embora não sejam insignificantes em termos absolutos, tornam-se relativamente baixos quando comparados a programas de desenvolvimento em outros setores econômicos. Além disso, estes custos seriam mais do que compensados pelas vantagens que acarretariam em termos de taxas mais elevadas de crescimento econômico e de mais eficiente administração da economia como um todo, ao lado de conseqüentes receitas tributárias aumentadas.

No que diz respeito às exigências de custo de capital envolvidas, tomarei como exemplo a Tabela 4. Esta tabela apresenta alguns aspectos de um possível modelo de desenvolvimento financeiro institucional para as Filipinas, destinado a reforçar o crescimento do PNB, através da maximização do nível de poupanças domésticas, bem como a contribuir na obtenção de condições que conduzam à alocação ótima dos fundos mobilizados, quer para o setor público, quer para o privado. Este esquema hipotético de "aprofundamento financeiro" apresenta um espectro de instituições e suas respectivas participações nos ativos totais, numa distribuição que deveria promover um crescimento econômico mais rápido do que o que seria atingido na ausência de tal desenvolvimento institucional. Os pontos centrais desta estratégia constituiriam um esforço no sentido de atingir os seguintes objetivos:

a) aumentar a relação financeira institucional do nível atual de cerca de 96 para um nível de cerca de 150, em 1980;

b) aumentar a proporção dos ativos totais de intermediários não-monetários de cerca de 32% para cerca de 45% dos ativos totais de todos os intermediários financeiros; e

c) fortalecer os mercados de títulos.

TABELA 4 – Filipinas: Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico, 1974-80. Efeitos do "Aprofundamento Financeiro" (em bilhões de pesos correntes)

	PNB	Ativos Totais das Instituições Financeiras	Relação Entre Ativos Financeiros e PNB	Total	Banco Central	Bancos Comerciais	Bancos de Poupança[a]	Bancos Rurais e bancos governamentais[b]	Companhias de Seguro	Instituições de Investimento[c]	Outros[d]
	(1)	(2)	(3)	(4)							
Ano Base 1974	99	95	96	95	21,4	42,9	1,7	10	9,1	6,8	3,1
Crescimento Estimado do PNB e das Instit. Financ.				Crescimento Líquido Estimado dos Ativos Totais e Ações – 1974-80							
Crescimento baseado nas séries históricas	235[a/]	289[b/]	123	194[c/]	44	88	3	20	19	14	6
Crescimento baseado no "aprofundamento financeiro"	237[d/]	355	150[e/]	260[f/]	39	104	13	26	39	26	13
Exigências Estimadas de Capital das Instituições Financeiras (Supondo-se "Aprofundamento Financeiro")											
Relações de Alavancagem				–	–	15:1	15:1	10:1	g/	15:1	10:1
Patrimônio Líquido Adicional Exigido				12,7	–	6,5	0,8	2,4	0,2	1,6	1,2
Capital Adicional em Ações Exigido[h]				6,4	–	3,3	0,4	1,2	0,1	0,8	0,6
Ativos Totais Estimados das Instituições Financeiras em 1980 (Supondo-se "Aprofundamento Financeiro")				355	60	147	15	36	48	33	16

Notas:

[a] Crescimento real de 7% ao ano, ao longo do período 1976-80, e taxas de incremento do deflator do PNB de 8% durante o período. Isto resulta em uma taxa composta de crescimento de 15,5% ao ano, em termos nominais, no período.

[b] Com base na média histórica de crescimento de 20,4% ao ano, em termos nominais, no período 1960-74.

[c] Distribuição dos ativos em 1974: Banco Central, 22,5%; bancos comerciais, 45,1%; bancos de poupança, 1,8%; bancos rurais e outros, 10,5%; companhias de seguros, 9,6%; instituições de investimento, 7,2%; e outros, 3,3%.

[d] Crescimento real de 8% ao ano no período 1978-80. Nenhuma variação na taxa de inflação.

[e] Supõe-se que a relação entre os ativos e o PNB atinja 150 em 1980.

[f] Os ativos são distribuídos como se segue: Banco Central, 15%; bancos comerciais, 40%; bancos de poupança, 5%; bancos rurais e outros, 10%; companhias de seguros, 15%; instituições de investimento, 10%; e outros, 5%. [Crescimento líquido total = coluna (3) – (1)]

[g] Difícil de especificar, uma vez que as reservas são, neste caso, os parâmetros relevantes, e as taxas resultantes não podem ser determinadas de forma precisa. Ao invés disso, os números derivaram de um mínimo especificado pela nova legislação referente aos seguros, acoplado à hipótese de que cerca de 20 a 25 novas firmas de seguros seriam licenciadas no período 1974-80.

[h] Necessidades residuais, supondo-se que os lucros retidos contribuem com 50% do aumento no patrimônio líquido das instituições financeiras durante o período 1974-80.

Os objetivos da relação e do percentual indicados nas análises a e b, respectivamente, baseiam-se nos números relevantes que se associaram ao crescimento acelerado do PNB em outros países, combinados a uma taxação que pudesse ser viável para as Filipinas ao longo de um período de cinco anos. A viabilidade de tal estratégia em muito dependeria, naturalmente, do fato de outras políticas monetárias e fiscais relacionadas com a mobilização de poupanças serem ou não colocadas em vigor.

Seria conveniente enfatizar que este exemplo foi desenvolvido integralmente por meus colegas do Departamento de Mercado de Capitais da International Finance Corporation, com base nos conceitos desenvolvidos pelos professores Shaw e Goldsmith. A aplicação de seus conceitos à estratégia delineada na Tabela 4 foi por nós realizada, e não representa os pontos de vista do Grupo do Banco Mundial ou das autoridades das Filipinas.

Esta estratégia foi desenvolvida com base na pressuposição de que, com um programa ativo de desenvolvimento do sistema financeiro, maior volume de recursos seria canalizado para as instituições financeiras *per se*. Supõe-se também que estes recursos representariam um aumento nos estoques de ativos financeiros em poder do setor-família. Um crescimento mais rápido do PNB derivaria do fato de que, com um sistema financeiro bem desenvolvido, e, especialmente, com um mercado de títulos eficiente, as poupanças líquidas e a eficiência da utilização do capital aumentariam. Conseqüentemente, a taxa resultante de crescimento do PNB seria mais elevada do que a obtida de outra forma, por ambas as razões citadas. Outro benefício possível seria uma menor necessidade de recursos externos ou uma maior capacidade para a obtenção, em condições mais favoráveis, dos recursos externos necessários. Como esta não é uma teoria inteiramente comprovada, estamos pressupondo, como resultado provável desta estratégia de "aprofundamento financeiro", apenas um crescimento marginal do 1% no PNB. Contudo, os exemplos do Brasil e da Coréia são fortes evidências de que, ao longo dos últimos cinco anos e em ambos países, o PNB aumentou cerca de 10% anualmente, em termos reais. Ao menos parte destes incrementos pode ser atribuída a seus eficientes mercados financeiros.

A Tabela 1 também apresenta grande suporte a este conceito, na medida em que existe uma correlação entre uma alta relação financeira institucional e um elevado nível de PNB *per capita.*

É evidente que, para atingirem os graus de crescimento indicados, as instituições financeiras (tanto já estabelecidas quanto as novas) teriam de aumentar substancialmente suas bases de capital. Os números da Tabela 4 sugerem que o montante de capital adicional necessário às instituições financeiras das Filipinas, caso esta hipótese ocorresse, poderia ser da ordem de 13 bilhões de pesos por volta de 1980, a preços correntes. Metade deste capital poderia provir dos lucros retidos, mas o restante (cerca de 6,5 bilhões de pesos) teria de ser financiado externamente.

Os *brokers**e os *underwriters* naturalmente reconhecerão que, supondo políticas monetárias e fiscais adequadas, poderiam (na qualidade de intermediários de títulos, ao invés de investidores diretos) gerar sua participação no fluxo ampliado de poupanças domésticas como resultado de uma rotação mais rápida de novas emissões de títulos de longo prazo e de uma venda mais agressiva de seus serviços de corretagem e assessoria de investimentos, contando, assim com uma menor dependência do capital básico aumentado do que outras instituições.

Abandonando a questão da percentagem dos ativos das outras instituições financeiras que provavelmente corresponderia aos títulos (sejam estes do mercado monetário, ou títulos de renda fixa de longo prazo e ações), isto nos traz de volta à relação entre os ativos das instituições financeiras e o montante de instrumentos financeiros mantidos pelo setor-família e por outras instituições não-financeiras. Embora este último montante, como uma percentagem do primeiro, seja estimado atualmente em cerca de 7% para as Filipinas – o que é bastante alto, em comparação com os 2% do Japão – é evidente que, se o "aprofundamento financeiro" nas Filipinas alcançasse os padrões dos países desenvolvidos, ou esta percentagem teria de aumentar para cerca de 25%, ou a relação das instituições financeiras deveria elevar-se a cerca de 170-180. Já foram mencionados os principais méritos de um sistema mais flexível e diversificado (isto é, um nível razoavelmente elevado de financiamentos diretos através dos títulos comprados pelo setor-família e por outras instituições não-financeiras). Este último ponto sugere uma vantagem adicional, qual seja, o processo seria menos custoso no que diz respeito ao aumento necessário da base de capital das instituições financeiras como um grupo. (Para se alcançar uma relação de 175, seria exigido um capital adicional de cerca de 17 bilhões de pesos, a preços correntes, incluindo os lucros retidos, em comparação com os 13 bilhões, aproximadamente, para atingir 150.)

* Nó 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.

É interessante notar que, caso a relação de 1973 entre os ativos das instituições financeiras e os principais títulos mantidos fora destas instituições continuasse inalterada, as omissões de títulos de longo prazo deveriam ser da ordem de 7 bilhões de pesos em 1980. Contudo, devido à imaginação e ao caráter empreendedor que as instituições de mercados de títulos das Filipinas vêm apresentando nos últimos anos, este número poderia ser dobrado, para o benefício geral da economia do país.

5. Conclusão

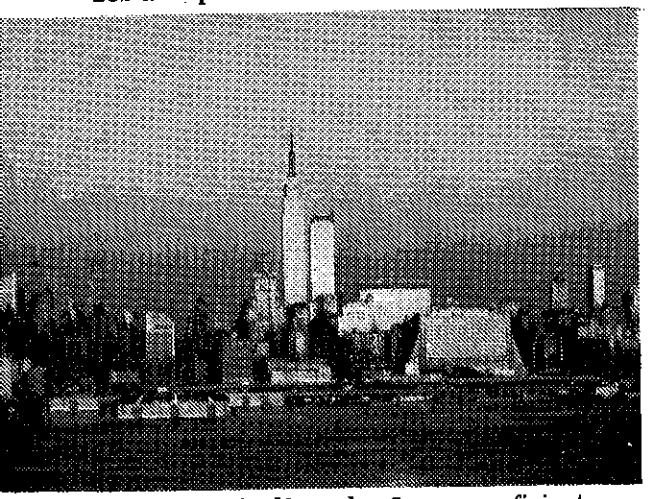
Tentei destacar alguns dos importantes aspectos das abordagens passiva e ativa para o desenvolvimento do mercado financeiro e chamar a atenção para os méritos da última.

Estou certo de que já existe um consenso não só quanto à importância dos mercados de títulos para o crescimento econômico, mas também quanto à conveniência da promoção do desenvolvimento de um sistema financeiro como um todo, através de um processo ativo e planejado. Tenho esperanças de que minhas observações quanto à matéria sirvam para reforçar esta posição.

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro convida você a fazer um Curso de Mercado de Capitais na New York University.

Você conhece alguma coisa mais valorizada do que um curso sobre mercado de capitais na New York University? Pois é isso que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro está oferecendo a você.

Sob a responsabilidade da New York University, você vai passar 13 dias nos Estados Unidos aprendendo tudo sobre o mercado financeiro e de capitais americano.



Frequentando um curso onde você terá como professores os mais conceituados "cobras" de todo o mundo neste assunto. Entre outros: L. Enberg (Ph.D na Columbia University), Ingo Walter (Ph.D na New York University), Robert Kavesh (Ph.D em Harvard), Ernest Bloch (economista do Federal Reserve Bank) e Arnold Sametz (Ph.D na Princeton University).

Como o seu inglês pode não ser o suficiente para acompanhar o que eles vão dizer, a New York University providenciou todo um sistema de tradução simultânea. Enquanto isso, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro já contratou técnicos brasileiros para acompanhar você o curso todo, tirando todas as suas dúvidas.

Além dessas conferências e aulas, você também vai visitar lugares importantes como o Federal Reserve Bank, a New York Stock Exchange e algumas das maiores e mais conhecidas corretoras de Wall Street, como a Merril Lynch e a Smith Barney. Isso sem contar com a viagem que você vai fazer a Washington e Chicago para palestras e visitas às Bolsas de Opções e de Commodities.

Todo esse programa, que no final dará a você um certificado da New York University, pode ser financiado pelo Banerj.

Basta que você se inscreva já.

O preço inclui hospedagem, café da manhã e transporte.

E pode ter um desconto de 10%, se você levar mais alguém da sua empresa.

Ligue agora mesmo para 224-2238 ou 231-5854 e fale com o Sr. Roberto Meire, no ramal 459, para obter informações mais detalhadas.

Ou então vá até a Praça XV de Novembro, 20 - 1º andar, Divisão Educacional.

Inscreva-se logo, porque só 30 privilegiados participarão deste curso, podendo se valorizar ainda mais no mercado financeiro.

Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

Estrutura do Mercado das Sociedades Corretoras*

Miguel Dirceu Fonseca Tavares**

Partindo da agregação dos balanços e contas de resultado das Sociedades Corretoras realizamos reagrupamentos, com base em aspectos patrimoniais, dos resultados e configurações institucionais e regionais destas firmas. Através deste procedimento procuramos determinar os padrões institucionais de seu mercado, ressaltando os aspectos concorrenciais e processos de capitalização. São também apreciadas as principais tendências das Sociedades Corretoras segundo os aspectos analisados e a política institucional que regula sua constituição e funcionamento no Brasil.

1. Introdução

O presente estudo, parte de uma pesquisa realizada no IBMEC, procura identificar padrões estruturais do mercado das Sociedades Corretoras e suas tendências em face das políticas de desenvolvimento do mercado financeiro nacional.

---

* Gostaríamos de expressar nossos agradecimentos a Luiz Fernando Soares Brandão, José Guilherme Almeida Reis, Marília Sá de Paula, Tereza Maria Amorim das Neves, Léa Kaplan, Ricardo Bittencourt Vale, que realizaram os ajustes e codificação dos demonstrativos contábeis analisados e contribuíram na fixação do plano de contas, de vital importância para o estudo; a Jorge Thadeu Chaia de Sampaio e Francis Szrajbman, pelo apoio que nos deram quando do processamento de dados, sem o qual teria sido impossível trabalhar o material levantado; a Delmar Martins Sampaio, que contribuiu com seus conhecimentos contábeis para a interpretação das contas e procedimentos contábeis das Sociedades Corretoras; às equipes técnicas e da biblioteca do IBMEC, pelas sugestões e pesquisa bibliográfica, respectivamente. Em particular, gostaríamos de ressaltar as substanciais críticas e comentários de Learte Saint-Clair, Helio O. Portocarrero de Castro e Walter Lee Ness, Jr., que contribuíram inclusive para o aspecto formal da apresentação do artigo.
Acentuamos, finalmente, que as idéias manifestas, bem como as falhas e omissões, são de inteira responsabilidade do autor.

** O autor é membro do quadro técnico do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais.

O período estudado compreende os anos de 1970 a 1974, e envolve informações semestrais, resultando num conjunto de dez observações para cada firma inserida no estudo.

As informações provêm, basicamente, de demonstrativos contábeis referentes aos meses de julho e dezembro, ajustados segundo o padrão de balanço consolidado constante do Apêndice deste trabalho.

A determinação das Sociedades Corretoras que participaram da amostra estudada obedece ao seguinte critério: para a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ – incluímos todas as firmas em atividade nas datas levantadas; para a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA –, dada a impossibilidade, na ocasião, de adotarmos procedimento idêntico, incluímos apenas as firmas por amostragem.

A amostra total obtida, e especificada por extrato, é apresentada na Tabela 1.

TABELA 1 – Composição da Amostra por Extratos das Sociedades Corretoras

Nº de Corretoras Por Extrato	1970		1971		1972		1973		1974	
	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.
Total	82	112	79	103	76	113	115	114	97	99
Rio de Janeiro	82	73	79	71	76	73	76	72	61	58
São Paulo	0	39	0	32	0	40	39	42	36	41
Independente Total	72	94	66	83	61	89	86	81	64	65
Independente RJ	72	62	66	59	61	59	62	55	44	41
Independente SP	0	32	0	24	0	30	24	26	20	24
Grupo Total	10	18	13	20	15	24	29	33	33	34
Grupo RJ	10	11	13	12	15	14	14	17	17	17
Grupo SP	0	7	0	8	0	10	15	16	16	17
Sociedade Total	47	59	45	59	46	69	72	70	60	61
Sociedade RJ	47	41	45	43	46	44	47	44	38	35
Sociedade SP	0	18	0	16	0	25	25	26	22	26
Limitada Total	35	53	34	44	30	44	43	44	37	38
Limitada RJ	35	32	34	28	30	29	29	28	23	23
Limitada SP	0	21	0	16	0	15	14	16	14	15

A observação do padrão de concentração das firmas por extrato definido na amostragem e por agrupamentos segundo variáveis definidas a partir dos balanços consolidados orientou basicamente o procedimento analítico adotado para determinar a estrutura do mercado. Com base nos extratos amostrais e nas variáveis de agrupamento, cruzamos os resultados obtidos, relativos aos cortes, o que nos proporcionou um melhor entendimento da significância dos métodos adotados. Como procedimento final, realizamos o cotejamento dos ajustes das firmas, por extratos, aos

requisitos de capital mínimo e examinamos o problema relativo às corretagens fixas e sua tendência comparada àquela verificada nos Estados Unidos.

Uma das conclusões ressalta que a estrutura do mercado mostrou-se, no período coberto pela análise, fundamentalmente marcada pelo fato de as firmas serem independentes ou ligadas a grupos financeiros, e que esta distinção prevalece sobre a divisão regional, muito embora a BOVESPA se caracterize pela presença dominante de firmas ligadas a grupos, e a BVRJ apresente uma predominância das independentes.

2. Estrutura do Mercado das Sociedades Corretoras

O sistema nacional de bolsas de valores é muito concentrado. Nos negócios globais deste sistema as Bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo respondem por uma participação nunca inferior a 80%[1].

A Bolsa paulista vem registrando maior volume de negócios que a Bolsa carioca desde 1972, sendo que no último ano do período em análise os volumes das duas Bolsas quase se equipararam. Quanto ao número de operações, observa-se uma significativa vantagem da BOVESPA, o que representa um valor médio de operações mais baixo que o verificado para a BVRJ[2]. Por esta constatação podemos inferir que o mercado paulista está sujeito a menores oscilações que o mercado carioca e, em vista da maior dispersão das operações, podemos esperar uma maior receita, posto que sobre o total dos negócios incidirão taxas de corretagens mais elevadas.

Conquanto a observação relativa às oscilações do mercado seja respaldada pelo exame do quadro das margens de lucro – onde as variações para o Rio são mais pronunciadas – não nos parecem conclusivos os dados sobre a maior lucratividade, dada a incidência de maiores taxas decorrentes da dispersão dos negócios.

Se as Sociedades Corretoras ligadas às Bolsas operassem exclusivamente neste mercado, a grande predominância dos custos fixos associados a essas operações agiria no sentido de diluir os lucros pela queda do valor médio operado. Isto nos pare-

1 Segundo os dados dos relatórios da BOVESPA sobre os anos de 1970, 1971, 1972, 1973 e 1974 a participação do total negociado pelas duas Bolsas no total apurado para as Bolsas do país é de 89,42%; 97,11%; 96,86%; e 94,89% para os anos acima, respectivamente.

2 Valor médio das operações = volume total das operações no ano dividido pelo número de operações. Por esta fórmula, no ano de 1974, o valor médio para o Rio foi de Cr$ 20.619,20, enquanto para São Paulo foi de Cr$ 13.911,82. O número de operações atingiu 314.118 no Rio, e 502.055 em São Paulo.

ce claro uma vez que o lucro proveniente de corretagens (l_c) é uma função direta do número de operações (N) e de seu respectivo valor médio ($\bar{V}$).

$$l_c = f(N; \bar{V}).$$

TABELA 2 – Margem de Lucro para o Rio e São Paulo* e para Corretoras Ligadas a Grupos e Independentes

Especificação	Lucro/Receita				
	1970	1971	1972	1973	1974
BVRJ	29,4	34,1	10,7	4,7	46,2
BOVESPA	29,6	47,5	19,6	28,5	27,4
BVRJ e BOVESPA	29,5	36,3	13,0	6,8	43,0
Corretoras Ligadas a Grupos	37,4	51,0	11,5	27,2	30,4
Corretoras Independentes	26,8	30,7	13,7	4,1	49,0

* Calculada sobre o total da amostra, para cada Bolsa.
Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

Assim, operações distintas em valor seriam idênticas em custo – desde que suportadas pelos mesmos componentes operacionais (cautelas e clientes). É óbvio que um acréscimo no número de cautelas eleva o custo operacional para a corretora; porém isto se fará a taxas decrescentes, permitindo uma diluição do custo médio das operações, se realizadas de forma mais ou menos agregada. Nesta circunstância, as carteiras próprias das corretoras, compostas por títulos negociáveis em bolsa, atuariam compensatoriamente sobre o lucro patrimonial destas firmas, pelas variações no seu valor em função do mercado e pelo recebimento de benefícios associados a esses títulos, cobrindo as oscilações em suas receitas decorrentes de operações com clientes.

No entanto, desde 1971 as corretoras vêm ampliando sua participação no mercado de balcão, o que representa uma diversificação de sua área operacional e dilui, conseqüentemente, os riscos relativos à variação normal dos mercados de bolsa. No mercado de balcão, o lucro será fortemente influenciado pela estrutura de carteira da corretora, uma vez que o ganho nas operações provém do diferencial de preços de compra e venda dos títulos negociados. É certo também que ocorrerá uma redução no custo médio, que se evidenciará pela elevação dos valores transacionados em cada operação.

Além dos componentes da receita das corretoras, tem-se os serviços relativos ao câmbio e à administração de Fundos de Investimento, que exercem grande influência nos resultados destas firmas e estão igualmente sujeitos à redução de custos por valores crescentes de operação.

Para complementar a apreciação das margens calculadas, mostramos a Tabela 3, onde constam as Receitas do Exercício e seus componentes por área de atuação das corretoras. Apesar da baixa freqüência das informações particularizadas, a sua análise permite inferências de algum valor explicativo. Por exemplo: não obstante ter sido verificado que as Receitas Patrimoniais respondem por uma participação das mais significativas na receita global da amostra apresentada, a representatividade desse resultado poderia ser abalada pela superioridade de freqüência dos dados concernentes a elas em relação aos que se referem aos demais componentes. Porém, a indicação inicial é corroborada pelo fato de o Somatório das Receitas por Áreas ter representado – principalmente nos três primeiros anos – grande parte das receitas do exercício (acima de 1/3). Cumpre observar que por Receitas Patrimoniais estamos considerando – além de itens de menor representatividade em termos de valor – dividendos ou bonificações recebidas, e lucro na venda de ativos, incluindo a dos valores da carteira própria. Em ordem decrescente, apresentamos as Receitas de Bolsa, as Receitas de Câmbio, as Receitas de Mesa e, finalmente, aquelas provenientes da administração de Fundos. Vale ressaltar que a baixa representatividade das Receitas de Fundos no total das receitas decorre da pequena gama de informações disponível, o que pode ser constatado através do exame da freqüência nas duas últimas linhas da Tabela 3. Já as Receitas de Mesa, embora não constem sempre das informações prestadas pelas corretoras da amostra, revelam uma mudança extremamente significativa em sua tendência: em 1973, com 22 firmas informando, obtivemos um resultado de Cr$ 5,5 milhões, bem inferior ao de 1974, ano em que, com 21 firmas informando, o resultado foi de Cr$ 18,5 milhões. A esta intensificação da atuação na área de balcão corresponde uma queda nos negócios de bolsa, principalmente no período 1972/73.

Os resultados para a BVRJ sugerem, por sua maior participação na amostra, o sentido do total desta, enquanto que para a BOVESPA os dados apresentam-se bem menos oscilantes em todas as áreas de atuação.

2.1. Padrão de concentração das sociedades corretoras, segundo as variáveis de estratificação

A fim de estendermos as conclusões sobre a concentração do mercado das corretoras aos demais extratos em que se abre o campo amostral, fizemos cortes verticais para diversas variáveis dos demonstrativos contábeis existentes.

TABELA 3 – Valores das Receitas para o Total da Amostra das Sociedades Corretoras

(em Cr$ 1.000 correntes)

Anos	Nº Corretoras da Amostra	Receitas do Exercício A	C/A % B	Σ Receitas p/Área C	Receitas Bolsa D	Receitas Mesa E	Receitas Câmbio F	Receitas Fundos G	Receitas Patrimoniais H
1970	112	106.253	44,0	46.710	19.967	5.579	6.766	601	13.797
1971	103	297.172	32,5	96.722	36.210	5.583	7.250	44	47.635
1972	113	216.873	31,4	68.125	33.628	3.980	5.843	454	24.220
1973	114	1.060.299	8,9	94.443	32.319	5.543	19.326	355	36.900
1974	99	567.156	29,6	168.023	39.490	18.458	22.033	899	87.143

Anos		70	71	72	73	74
Nº de Corretoras com Informação		111	102	108	111	94
Corr. Informaram / Corr. Amostra	x 100	99,1	99,0	95,6	97,4	94,8
Receitas do Exercício	A	–	–	–	–	–
C/A %	B	–	–	–	–	–
Σ Receitas p/Área	C	–	–	–	–	–
Receitas Bolsa	D	48,2	28,2	26,5	31,6	33,3
Receitas Mesa	E	54	29	30	36	33
Receitas Câmbio	F	44	21	22	21	21
Receitas Fundos	G	39,3	20,4	19,5	19,3	21,2
Receitas Patrimoniais	H	38,4	25,2	20,3	28,9	30,3
		4,5	1,9	5,3	8,8	9,1
		68,7	67,9	71,7	82,5	79,8

Nota: A diferença entre as Receitas do Exercício (A) e Σ Receitas p/Área (C) se deve à diferença nas freqüências das informações disponíveis.

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

TABELA 4 – Valores das Receitas p/A Amostra das Corretoras

(em Cr$ mil correntes)

Especificações	1970	1971	1972	1973	1974
Rio de Janeiro					
Nº de Corretoras da Amostra	73	72	73	72	58
A – Receitas do Exercício	79.489	248.522	160.766	966.729	469.347
B – C/A %	49,2	34,6	33,6	6,3	25,7
C – Σ Receitas p/Áreas (D + E + F + G + H)	39.150	85.981	53.984	60.480	120.658
D – Receitas Bolsa	17.601	32.726	27.328	20.662	26.158
E – Receitas Mesa	3.690	1.689	1.575	3.547	16.079
F – Receitas Câmbio	5.187	5.387	4.214	11.220	14.729
G – Receitas Fundos	290	6	391	286	249
H – Receitas Patrimoniais	12.382	46.173	20.476	24.765	63.443
São Paulo					
Nº de Corretoras da Amostra	39	32	40	42	41
A – Receitas do Exercício	26.765	48.650	56.107	93.570	97.808
B – C/A %	28,3	22,1	25,2	36,3	48,4
C – Σ Receitas p/Áreas (D + E + F + G + H)	7.565	10.746	14.147	33.966	47.369
D – Receitas Bolsa	2.367	3.485	6.300	11.657	13.333
E – Receitas Mesa	1.890	3.895	2.406	1.997	2.380
F – Receitas Câmbio	1.580	1.864	1.630	8.107	7.305
G – Receitas Fundos	312	39	65	69	650
H – Receitas Patrimoniais	1.416	1.463	3.746	12.136	23.701

Nota: A diferença entre Receitas do Exercício (A) e Σ Receitas p/Área (C) decorre da diferença de freqüência das informações disponíveis.

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras de São Paulo – IBMEC.

A estratificação básica em que se apresenta a amostra manifesta padrões de concentração diversos, e para sua melhor apreciação seria útil uma descrição da amostra e das variáveis pelas quais se arrolou as firmas corretoras.

Obviamente, esperam-se resultados mais concentrados nos extratos compostos de menor número de firmas. No entanto, suas tendências poderão reforçar a explicação do sentido global do mercado, ressaltando suas particularidades mais relevantes.

Este conjunto de procedimentos analíticos procura aproximar, com maiores detalhes, o mercado das Sociedades Corretoras. Conforme ressalta Eckaus [6], a análise estrutural aqui desenvolvida pode funcionar como substituto – ainda que

deficiente – de um estudo dos aspectos comportamentais dos mercados e das firmas que os integram. Assim, com este propósito, selecionamos as seguintes variáveis:

1ª Variável: Patrimônio Líquido (PTLQ)

Definido como o capital próprio das corretoras e calculado com base no total do patrimônio, subtraindo-se os valores em contas de compensação, os valores exigíveis e os valores pendentes ativos, e somando-se os valores pendentes passivos, o PTLQ, em verdade, não reflete a real situação da empresa, pois não leva em conta as obrigações de recompra das corretoras em operações correntes de mesa, devido à deficiência sistemática da referida informação.

Através da variável Patrimônio Líquido (PTLQ) observamos que a BOVESPA apresenta uma concentração maior do que a da BVRJ, por uma diferença de aproximadamente 15% ao nível das cinco maiores firmas, e de aproximadamente 10% ao nível das 10 maiores, em seus diversos extratos. Esta maior concentração é evidenciada pelo número de firmas que perfazem os 50% e 90% do total do PTLQ das firmas da amostra. Nos dois casos, o número de firmas da BVRJ é, aproximadamente, 1,5 vezes maior que o da BOVESPA.

Uma observação sobre o total geral da amostra revela que no decurso do período os 50% do volume do patrimônio líquido total foram representados pelo PTLQ de nove a 14 firmas, e os 90% pelo PTLQ de 44 a 65 corretoras. Os percentuais relativos às cinco e às 10 maiores firmas oscilaram entre 25% a 36% e 41% a 52%, respectivamente.

TABELA 5 – Valor do Patrimônio Líquido do Total das Corretoras da Amostra

(em Cr$ mil correntes)

Ano	PTLQ	Nº de Corretoras da Amostra
1970	118.443	112
1971	336.533	103
1972	275.782	113
1973	500.636	114
1974	629.448	99

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

Como seria de se esperar, a concentração cresce com o estreitamento da extratificação. No entanto, o extrato mais concentrado é constituído de corretoras ligadas a grupos (G), em que duas firmas, em média, atingem 50% do total para as duas

Bolsas e 10 firmas respondem por 90% no Rio, enquanto que oito perfazem este mesmo percentual em São Paulo. Apesar da maior concentração observada neste extrato, sua tendência durante o período em estudo se revelou em declínio, tendo reduzido a participação relativa tanto ao nível das cinco quanto ao das 10 maiores firmas. Em oposição, as corretoras independentes (I) – conquanto apresentam-se menos concentradas – mostram uma tendência crescente a ampliar sua participação relativa ao final do período considerado.

Pode-se ter uma medida da dispersão do mercado comparando-se o número de empresas cuja soma de PTLQ representa 50% àquele cuja soma representa 90% do total. A esta diferença de 40% corresponde um acréscimo de aproximadamente 300% no número de firmas.

Nos extratos referentes às sociedades ligadas a grupos (G), a participação relativa das 10 e das cinco maiores corretoras se aproxima muito, conquanto apresentam nos demais extratos uma diferença de aproximadamente 20%.

De um modo geral, os resultados dos anos de 1973 e 1974 refletem uma maior concentração destes valores por Sociedade Corretora em relação aos anos anteriores, tendo superado os 50% de participação na maioria dos extratos referentes às cinco maiores.

As sociedades constituídas na forma limitada (L) são, por sua vez, mais concentradas que as Sociedades Anônimas, configuração bastante ampliada nos últimos anos do período em análise. Como a condição de limitada (L) praticamente impossibilita a condição de ligada a grupo (G) (existindo, na amostra, apenas quatro firmas que reúnem as duas condições (GL)), esse fato faz com que as firmas do extrato G tendam à concentração nos moldes verificados para as Sociedades Anônimas (S), ou seja, à desconcentração, enquanto que as independentes (I) apresentam uma tendência à concentração.

2ª Variável: Ativo Total (ATV)

Efetua-se o cálculo desta variável subtraindo-se do total do ativo dos balanços, os valores em contas de compensação.

A concentração do mercado (relativa à variável Ativo Total) é maior em São Paulo, embora tal diferença tenha se reduzido nos últimos anos do período em análise. Conquanto se observe uma aproximação das configurações de concentração das duas Bolsas, verificou-se uma tendência à concentração crescente em todos os extratos – com exceção dos relativos a grupos (G) –, destacando-se as firmas constituídas na forma limitada.

De um modo geral, a concentração referente ao ATV é menor que a referente ao PTLQ. Com respeito ao total geral da amostra, os 50% de participação são atingidos por um número de firmas que varia de 10 a 15, sendo os 90% atingidos por 52 a 63 corretoras. Em média, a passagem de 50% para 90% representa um alargamento de aproximadamente 350% no número de firmas.

TABELA 6 – Valor do Ativo Total para o Total das Corretoras da Amostra

(em Cr$ mil correntes)

Ano	Ativo
1970	395.787
1971	1.106.258
1972	1.158.626
1973	1.675.047
1974	1.684.874

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

Considerando-se esta variável, o ano de 1970 revelou a menor concentração das firmas no período analisado. Na passagem de 1970 para 1971 a concentração atinge aproximadamente o dobro em relação à do ano base, exceto nos resultados dos extratos referentes a grupos (G). Nestes, o movimento tendeu à desconcentração durante quase todo o período analisado.

3ª Variável: Imobilizado Técnico (ITEC)

Durante o período em análise, a participação média desta variável no ativo total (ATV) foi de 5,5%, apresentando uma concentração mais elevada para as firmas da BOVESPA em comparação com as da BVRJ.

Para o total da amostra, verificou-se uma tendência à menor concentração, apesar da baixa amplitude de variação dos percentuais relativos tanto às cinco quanto às 10 maiores firmas. Como exceção, no entanto, podemos citar as firmas de São Paulo, que se mostraram concentradas no que concerne à variável em foco. Nos demais extratos – à exceção dos relativos a grupos (G) – observou-se uma tendência à maior concentração, em que São Paulo superou o Rio. Ao nível das 10 maiores firmas ocorreu uma tendência à concentração, tanto para o total da amostra, quanto para os demais extratos (com exceção daqueles das corretoras ligadas a grupos). Só nos extratos das S/A (S) e das independentes S/A (IS), em São Paulo, tais firmas mostraram uma tendência à desconcentração. A amplitude de variação sobre tempo é, em média, mais baixa para as 10 maiores firmas, registrando-se uma variação máxima de 10%; ao nível das cinco maiores firmas, esta amplitude varia conforme sua

ligação ou não a grupos. Caso sejam ligadas a grupos, a amplitude atinge 20%; em caso contrário, permanece em 10%. Neste nível, as exceções são mais abundantes, tendo-se verificado uma quebra da tendência geral (tomada sobre o total) nos extratos (L) e (IL), e nos extratos (S) e (IS) para São Paulo. Nos dois níveis, os extratos relativos a grupos (G) se mostraram desconcentrados, e a passagem dos 50% para os 90% corresponde à quadruplicação do número das firmas.

TABELA 7 – Valores do ITEC para o Total da Amostra das Sociedades Corretoras

Ano	ITEC (em Cr$ mil correntes)	ITEC/ATV (em %)
1970	26.970	6,8
1971	54.241	4,9
1972	66.957	5,8
1973	81.822	4,9
1974	86.275	5,1

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

Para o total da amostra, 12 a 19 firmas respondem pelos 50%, ao passo que 50 a 63 delas perfazem os 90%. As cinco maiores perfazem de 20% a 32% do total, ao passo que as 10 maiores respondem por 33% a 46% do mesmo. Nestes termos, a configuração da variável ITEC é menos concentrada em relação à das variáveis já estudadas.

4ª e 5ª Variáveis: Despesas com Pessoal (DESP. P) e Despesas Totais (DESP. T)

Apresentam uma tendência à concentração muito semelhante à das demais, das quais diferem apenas ao nível das cinco maiores empresas, no extrato das Sociedades Anônimas (S). As despesas com pessoal tendem a uma concentração mais acentuada do que a observada para o total das despesas no período analisado. No entanto, verifica-se que no exercício de 1973 houve uma queda nas despesas com pessoal além da verificada para o conjunto das despesas. Este fato coincidiu com uma elevação da concentração do mercado, que teve reduzido o número de firmas a perfazerem os 50% e os 90%. Cumpre ressaltar que o mercado do Rio concentrou-se mais que o paulista durante o período.

Quanto ao número de firmas que perfazem os 50% e os 90%, embora apresentem um mesmo padrão de alargamento na passagem de um nível para outro – ou seja, a ampliação da participação relativa em 40%, decorrente de um alargamento no número de firmas da ordem de 350% para as duas variáveis – a concentração referente às despesas com pessoal é muito maior que a relativa às despesas totais. Ao nível

dos 50% (com relação ao total da amostra), o número de firmas varia de 13 a 22 para as despesas totais, enquanto que para as despesas com pessoal esta variação é de nove a 15. Ao nível dos 90% tem-se para as primeiras 25 a 70, e para as segundas 38 a 48. As despesas totais variam mais que as despesas com pessoal e, ao nível das configurações Rio/São Paulo, o segundo apresenta maior concentração que o primeiro: sua diferença para as cinco e 10 maiores empresas é de aproximadamente 15%, enquanto que nas despesas com pessoal é de 5% a 10%. Em relação à variável despesas com pessoal, a concentração das firmas ligadas a grupos (G), ao contrário da tendência geral, apresenta maior amplitude de variação no período analisado, o que ressalta a sua maior desconcentração.

6ª Variável: Receita do Exercício (REC)

Para se chegar à variável REC, subtrai-se do total das receitas a conta lucros do semestre anterior. Esta variável compreende o somatório de todas as receitas das Sociedades Corretoras. Vale salientar que um fator de perturbação à análise proposta foi a baixa freqüência das informações sobre as receitas particularizadas em áreas de operações, conforme se pode observar na Tabela 8.

TABELA 8 – Valor das Variáveis: Despesas Totais e Despesas com Pessoal para o Total da Amostra

Ano	Desp. Totais (A) (em Cr$ mil correntes)	Desp. c/Pessoal (B) (em Cr$ mil correntes)	B/A (C) (em %)	Desp. c/Pessoal Ativo (D) (em %)	Σ Desp. c/Pessoal Ativo / n (E) (em %)
1970	81.660	28.267	34,6	7,1	
1971	231.459	76.196	32,9	6,9	
1972	233.072	71.773	30,8	6,2	6,18
1973	242.212	59.758	24,7	3,6	
1974	353.521	119.254	33,7	7,1	

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

Parametrizada por esta variável, a configuração do mercado das corretoras apresenta-se bastante diferenciada do ponto de vista temporal. Assim, os dados sobre o período 1970-72 formam um grupo menos concentrado em comparação com os anos restantes. Para os anos 1973/74, a maioria dos extratos apresenta participação superior a 50%, com oito exceções no último ano do período, ao nível das cinco maiores firmas. A tendência geral à concentração continuou idêntica à da variável anterior, revelando desconcentração para as firmas ligadas a grupos (G), em todas as suas configurações, e forte concentração para as independentes (I). Do ponto de vista geográfico, continuou a haver indicações de maior concentração das

firmas paulistas em todos os extratos, exceto no das independentes S.A. (IS), em que as firmas cariocas estão significativamente mais concentradas nos três primeiros anos e equiparáveis nos dois últimos, tanto ao nível das cinco quanto das 10 maiores corretoras da amostra. A diferença entre as tendências à concentração para os dois níveis (10 e cinco maiores) é no sentido de menor variação para as 10 maiores. As firmas constituídas como S.A. (S) concentram-se menos que as da forma limitada (L). Um número de firmas que varia de um a 21, nas 10 observações sobre a amostra total, atinge os 50% da Receita. Sobre a mesma amostra, e no mesmo período, os 90% da Receita são atingidos por um número de firmas que se estende a 42 e 71, como seus pontos mínimos e máximos, respectivamente. A participação das cinco maiores firmas nos negócios varia de 18% a 76% e a das 10 maiores atinge de 30% a 81%.

Finalmente, cumpre observar que o diferencial de 40% na participação relativa é obtido por um acréscimo de aproximadamente 300% no total das firmas.

7ª Variável: Lucro Líquido (LUCR)

Considerando-se esta variável, o mercado das Sociedades Corretoras se mostra muito concentrado, embora as Sociedades Anônimas (S) de São Paulo e o total das corretoras ligadas a grupos (G) tendam à desconcentração. Esta configuração é mantida tanto para as cinco quanto para as 10 maiores firmas. Ao nível das 10 maiores, somente os extratos (S) e total apresentam, para o ano de 1974, participação inferior a 80%; a grande maioria dos extratos, contudo, apresenta participação superior a 90%. Se analisarmos as firmas cujos lucros somados perfazem 50% e 90% do total da amostra, este alto nível de concentração acentua-se bastante. Com respeito ao total, onde se verifica a maior dispersão, os limites relativos a 90% se fixam entre 21 a 47 firmas, e para 50%, entre nove a 15. Para os diversos extratos referentes a São Paulo, o número máximo de firmas a perfazerem 90% é de 15, fixando a média bem abaixo deste algarismo. O número máximo de firmas (considerando os anos e extratos) a perfazerem 50% é nove.

Independentemente da tendência dos diversos extratos, as firmas de São Paulo são mais concentradas que as do Rio, apresentando uma margem de 20% a 30% ao nível das cinco maiores, e de 10% a 20% ao das 10 maiores. Com relação ao fator tempo, nas primeiras a variação é maior. Quanto ao número de firmas, à passagem de 50% para 90% corresponde uma variação de aproximadamente 450%.

O padrão de lucratividade nominal das Sociedades Corretoras, conquanto tenha se apresentado bastante baixo para os anos 1972/73, mostrou-se crescente no total do período, com taxas bastante elevadas de lucro sobre o capital próprio e alta margem sobre as receitas. No entanto, em decorrência da escassez de informação

sobre o giro destas empresas, é de se esperar taxas mais baixas do que aquelas que os poucos dados disponíveis permitiram que calculássemos.

TABELA 9 – Valor do Lucro Líquido para o Total da Amostra das Sociedades Corretoras

Ano (A)	Lucro Líquido (em Cr$ mil correntes) (B)	Lucro / Ativo (em %) (C)	Lucro / PTLQ (em %) (D)	Lucro / Rec. Total (em %) (E)
1970	31.304	7,9	26,4	29,5
1971	107.802	9,7	32,0	36,3
1972	28.321	2,4	10,3	13,1
1973	71.874	4,3	14,4	6,8
1974	243.798	14,5	38,7	43,0

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

8ª Variável: Auto-Financiamento (A. FIN)

Através dessa variável a estrutura do mercado das Sociedades Corretoras mantém seus traços fundamentais quanto à concentração. O mercado da BOVESPA apresenta-se mais concentrado que o da BVRJ, superando-o por uma margem de 15% a 20% ao nível das cinco maiores firmas e de aproximadamente 10% ao nível das 10 maiores.

A tendência à desconcentração é a mesma observada para a variável Lucro apresentada nos extratos das Sociedades Anônimas (S) e nos relativos a grupos (G). As firmas limitadas (L) revelam o mais elevado grau de concentração, seguidas das independentes limitadas (IL). O mercado está de tal forma concentrado ao nível das cinco maiores que a passagem para as 10 maiores corretoras não representa grandes acréscimos no percentual; ambos os grupos apresentam baixa variação no período. Esta concentração é evidenciada ainda pelo baixo número de firmas que perfazem 50% dos negócios. O ano de 1974 apresenta a maior concentração e, para o total da amostra, o número de firmas que perfazem os 50% varia de cinco a 10, sendo de 21 a 47 o número de corretoras que respondem pelos 90%. A participação percentual das cinco maiores firmas varia entre 31% e 54%, e a das 10 maiores entre 53% e 76%.

TABELA 10 – Valores da Variável Auto-Financiamento para o Total da Amostra das Sociedades Corretoras

Ano	Auto-Financiamento (em Cr$ mil correntes)	Auto-Financiamento Lucro (em %)
1970	28.180	90,0
1971	101.494	94,1
1972	24.796	87,6
1973	68.709	95,6
1974	233.114	95,6

Fonte: Balanços Consolidados das Sociedades Corretoras – IBMEC.

9ª Variável: Compensação (COMP)

Segundo a participação relativa no total da amostra, o índice de concentração do mercado das corretoras é muito elevado e tende a subir mais. Com exceção do ano de 1970, a participação das cinco maiores firmas no total superou em muito os 50%. No caso de São Paulo, cuja concentração se revela, durante todo o período, superior à do Rio, esta participação vem ultrapassando a casa dos 90% desde 1972. Esta tendência torna-se bastante clara ao observarmos o número de firmas que perfazem 50% e 90% do total da amostra.

A alta concentração dos valores dessa variável pode ser explicada tanto pela presença de Instituições *Dealers* no conjunto das Sociedades Corretoras quanto pela inclusão de estatísticas relativas à aquisição de títulos federais nessa variável.

10ª Variável: Valores da Carteira Própria (CART. 1)

Embora o padrão de concentração não se mostre muito elevado para o total da amostra e para as firmas do Rio especificamente, em São Paulo são atingidos valores bastante significativos, tanto ao nível das cinco maiores firmas, quanto ao das 10 maiores. A variação sobre o tempo é bastante baixa, mostrando uma configuração estável da variável em questão. A passagem de 50% para 90% de participação apresenta uma estabilidade no mercado do Rio e uma forte concentração no de São Paulo.

11ª Variável: Valores da Carteira (CART. 2)

Ao incluirmos na carteira própria (realizável à vista) os valores relativos ao realizável a curto prazo e ao imobilizado financeiro, obtemos uma maior dispersão das firmas em todos os níveis e durante todo o período coberto pela análise. Embora a concentração de São Paulo continue mais elevada que a do Rio, a diferença entre as duas praças diminui significativamente. A amplitude da concentração sobre o tempo é bastante baixa, sendo que nas firmas do Rio há uma tendência à desconcentração ao nível das cinco maiores firmas.

12ª Variável: Operações Pendentes Ativas (Op. Pend. A)

Segundo esta variável, as corretoras apresentam-se de forma diversa da configuração geral que vem caracterizando seu mercado. Conquanto haja uma tendência geral à desconcentração, as firmas cariocas não só deixaram de acompanhar esta tendência como também mostraram maior concentração que as paulistas nos anos 1972/73. Com respeito ao total da amostra, somente no ano de 1972 a participação das cinco maiores firmas superou 50%, enquanto que a das 10 maiores foi inferior a 60%. O número de firmas cuja participação relativa ao total perfaz 50% e 90% mostrou-se crescente, tendo-se observado um acréscimo da ordem dos 350% na passagem de um nível a outro.

13ª Variável: Operações Pendentes Ativas e Passivas (Op. Pend. A + P)

Ao adicionarmos às operações pendentes o total das operações passivas, ou seja, ao considerarmos o total de operações pendentes em compras e vendas de títulos, a configuração do mercado se modifica substancialmente. A tendência geral passa a ser a de concentração, muito embora a dispersão do mercado seja ampliada. Com a introdução desta modificação na variável, as firmas de São Paulo se mostram em desconcentração, e a passagem de 50% para 90% é acompanhada por um alargamento da ordem de 400% no número de firmas. Ao nível das 10 maiores firmas, verifica-se uma tendência à desconcentração tanto para o total da amostra quanto para São Paulo, e ocorrendo o oposto com respeito ao Rio. O nível de concentração do Rio é superior ao de São Paulo em todo o período por uma margem de aproximadamente 10%, o que representa uma significativa redução em comparação à variável original.

As tendências gerais quanto à concentração do mercado das Sociedades Corretoras ficam ressaltadas pelo conjunto de informações provenientes da análise até aqui desenvolvida.

A configuração deste mercado mostrou-se bastante estável, ocorrendo, na maioria dos casos, uma coincidência dos resultados obtidos pelos diversos extratos e cortes em que se desdobrou a amostra. Em decorrência deste fato, torna-se possível formular algumas generalizações, acrescentando elementos mais nítidos para o delineamento dos contornos do mercado das corretoras.

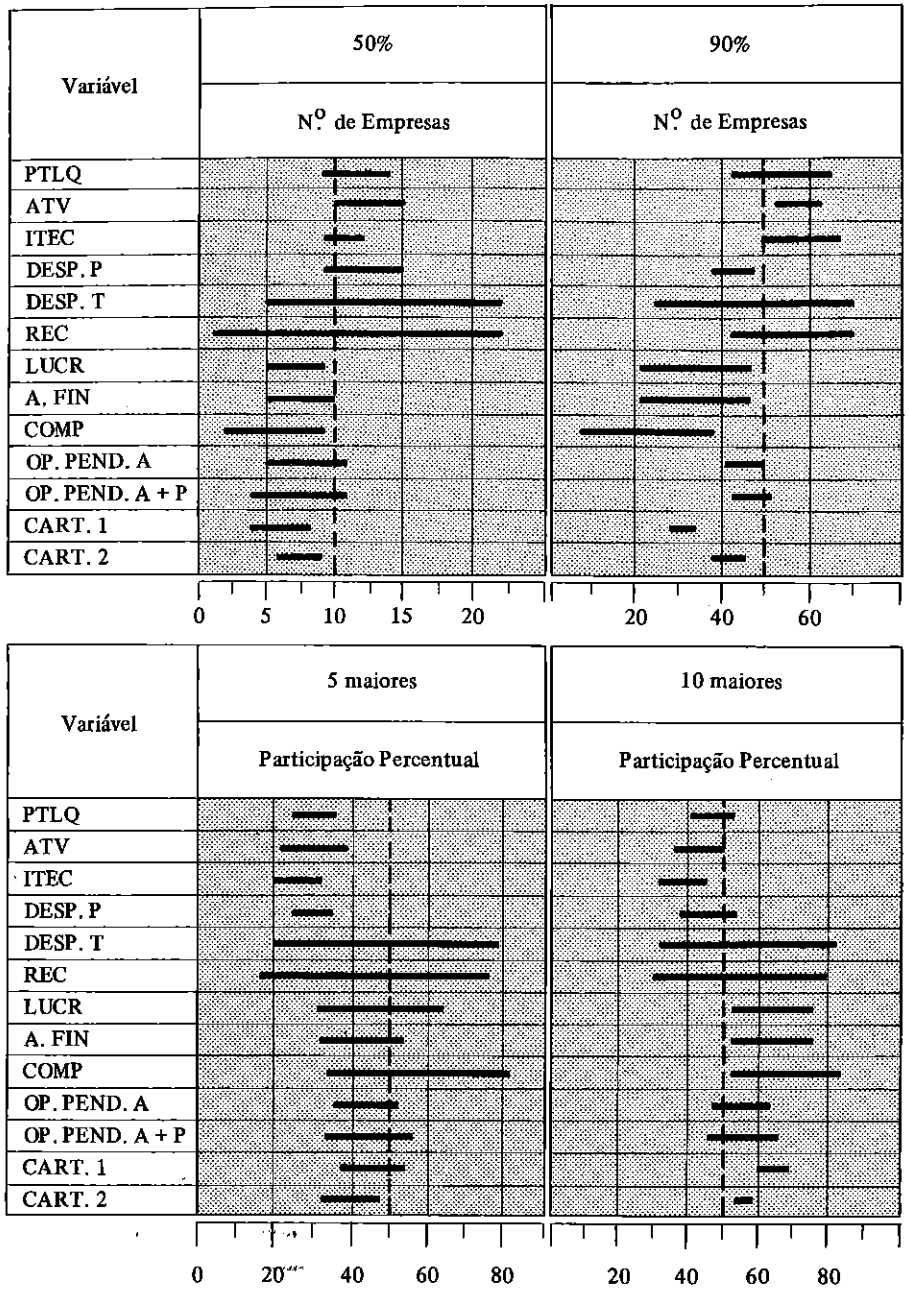
As firmas constituídas sob a forma de Sociedades Anônimas mostraram desconcentração durante o período analisado, ao passo que as limitadas apresentaram forte concentração. As corretoras ligadas a grupos financeiros, cuja constituição preponderante é na forma de S.A., mostraram uma tendência à desconcentração superior à das próprias Corretoras na forma de Sociedades Anônimas como um todo. As firmas limitadas, por sua vez, revelaram-se como as de maior tendência à concentração. Em termos de tendência, as firmas independentes e constituídas na forma de S.A. revelam menor concentração que as da modalidade S.A. em si e que as limitadas, sendo que as primeiras, para algumas variáveis, apresentaram uma desconcentração na praça de São Paulo.

Embora a gama de informações apresentadas nos possibilite uma visão razoavelmente precisa dos mercados das corretoras bem como a extrapolação de algumas conclusões significantes, é necessário proceder a uma análise sobre o cruzamento deste conjunto de observações a fim de ampliar os limites de nosso estudo. Com este propósito tomamos os resultados obtidos pela análise de grupamentos para os extratos relativos às corretoras paulistas e cariocas, bem como para o seu total.

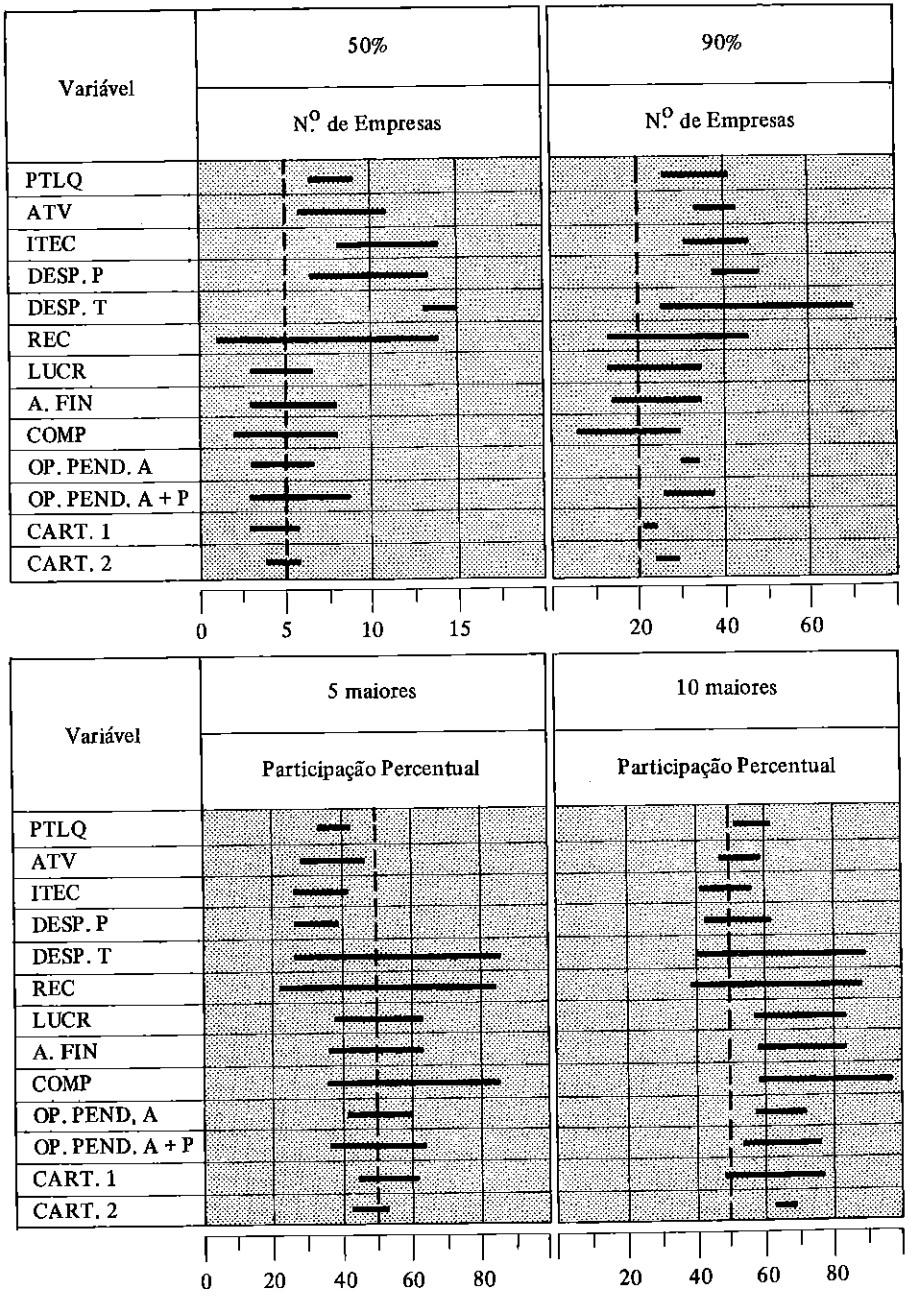
Com o objetivo de estabelecermos o padrão de concentração do mercado e a indicação da existência ou não de competitividade em seu contexto, realizamos quatro cortes sobre estes extratos.

Os dois primeiros cortes, correspondentes à parte superior dos três quadros a seguir, mostram o número de Sociedades Corretoras cuja soma das variáveis indicadas perfaz 50% e 90% do total das firmas da amostra, respectivamente. Os outros dois, na parte inferior dos quadros, mostram os valores percentuais correspondentes à participação relativa das cinco e 10 maiores firmas do mercado (por variável arrolada) no total da amostra. Nos quatro casos as variações registradas representam os valores máximos e mínimos observados no período 1970-74, com dados extraídos dos balanços de fim de ano. Para a quase totalidade dos casos, os valores mais concentrados – menores em número de firmas e maiores na participação percentual – se verificaram nos dois últimos anos do período.

QUADRO 1 – Concentração do Mercado das Sociedades Corretoras para o Total da Amostra



QUADRO 2 – Concentração do Mercado das Sociedades Corretoras para o Rio de Janeiro



QUADRO 3 — Concentração do Mercado das Sociedades Corretoras para São Paulo

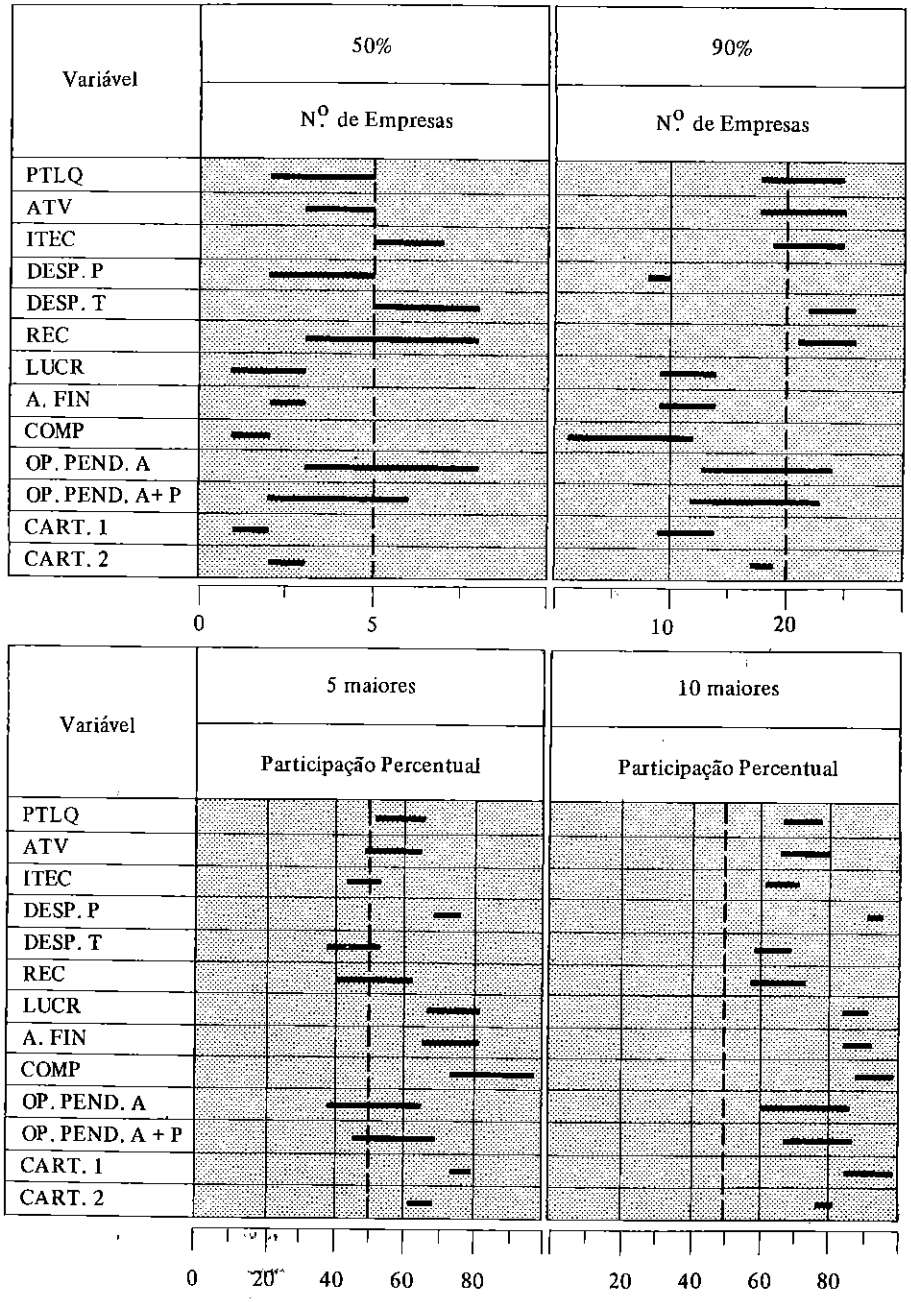


TABELA 11 — Participação Relativa das Corretoras Ligadas a Grupos e Independentes no Total da Amostra, para cada Variável de Agrupamento

(em %)

Variável	Grupo/Total					Independentes/Total				
	1970	1971	1972	1973	1974	1970	1971	1972	1973	1974
PTLQ	0,27	0,36	0,38	0,43	0,35	0,73	0,64	0,62	0,57	0,65
ATV	0,29	0,32	0,29	0,33	0,41	0,71	0,68	0,71	0,67	0,59
Comp.	0,29	0,74	0,09	0,20	0,19	0,71	0 26	0,91	0,80	0,81
ITEC	0,18	0,20	0,19	0,24	0,24	0,82	0,80	0,81	0,76	0,76
Cart. 1	0,37	0,52	0,31	0,24	0,33	0,63	0,48	0,69	0,76	0,67
Cart. 2	0,35	0,49	0,29	0,26	0,39	0,65	0,51	0,71	0,74	0,61
Op. Pend. A	0,20	0,18	0,39	0,53	0,43	0,80	0,82	0,61	0,47	0,57
Op. Pend. A + P	0,19	0,22	0,34	0,38	0,47	0,81	0,78	0,66	0,62	0,53
Lucr.	0,31	0,38	0,27	0,44	0,21	0,69	0,62	0,73	0,56	0,79
Rec. do Exercício	0,24	0,27	0,30	0,11	0,31	0,76	0,73	0,70	0,89	0,69
Rec. de Bolsa	0,02	0,01	0,21	0,13	0,65	0,98	0,99	0,79	0,87	0,35
Rec. de Mesa	0,01	0	0	0,08	0,18	0,99	1,00	1,00	0,92	0,82
Rec. de Câmbio	0*	0	0,08	0,06	0,11	1,00	1,00	0,92	0,94	0,89
Rec. de Fundos	0,01	0	0,10	0,08	0,59	0,99	1,00	0,99	0,92	0,41
Rec. Patrimon.	0,27	0,29	0,21	0,55	0,49	0,73	0,71	0,79	0,45	0,51
Desp. P	0,08	0,09	0,19	0,17	0,27	0,92	0,91	0,81	0,83	0,73
Desp. T	0,20	0,25	0,27	0,09**	0,37	0,80	0,75	0,73	0,91	0,63
A. Fin.	0,29	0,37	0,20	0,43	0,20	0,71	0,63	0,80	0,57	0,80

* Tende a Zero.

**Sem a corretora de referência amostral nº 79; 0,37 e 0,63, respectivamente, para G e I.

Com referência ao Imobilizado Técnico, as Sociedades Corretoras são mais desconcentradas. Devemos acrescentar, todavia, que em relação às carteiras próprias (realizáveis à vista) e às operações pendentes, as corretoras apresentam configurações bastante desconcentradoras. Cumpre ressaltar que, muito embora as corretoras ligadas a grupos tendam à desconcentração, sua participação relativa no total de cada uma das variáveis assumidas é significativamente superior à das independentes, sendo a das S.A. maior que a das da forma limitada. No entanto, efetuando-se a comparação com relação ao total da amostra e não com respeito ao extrato, como indicamos anteriormente, as firmas independentes respondem por uma participação bastante superior à das ligadas a grupos, o que se pode constatar na Tabela 12.

As corretoras de São Paulo apresentam tendências divergentes das observadas para o Rio quanto às despesas com pessoal e operações pendentes ativas, ou seja, revelam uma desconcentração; no entanto, nas operações pendentes ativas è passivas, a divergência só se manifesta ao nível das 10 maiores empresas, em que as firmas de São Paulo são concentradas. Quanto à carteira própria realizável à vista, as firmas

paulistas se mostram concentradas. Nas demais variáveis são ambas concentradas e, em termos de participação relativa no total, as firmas da BOVESPA superam em quase todo o período, por uma boa margem, as da BVRJ.

O padrão de concentração das corretoras paulistas é bem mais elevado que o das corretoras cariocas para todas as variáveis, apresentando durante todo o período analisado maior estabilidade nesta configuração. Quanto às receitas e lucros, as firmas-membro da BOVESPA excedem as da BVRJ em termos de concentração. Em São Paulo, as contas de compensação mostram uma concentração só equiparável à da carteira própria realizável à vista. No Rio a maior concentração se verifica na variável carteira própria realizável à vista, sendo que a maior amplitude de variação ocorre nas despesas totais.

2.2. Ajustamento aos requisitos de capital mínimo

A tendência à maior concentração das Sociedades Corretoras como um todo coincide com o desenvolvimento das transações no mercado de balcão, onde os requisitos de capital são de maior vulto que os necessários para a atuação em mercado da Bolsa ou em câmbio.

As corretoras ligadas a grupos financeiros desfrutam de condições bem mais favoráveis que as independentes, as quais se defrontam com a necessidade de atender aos requisitos de capital ou patrimônio para assegurar sua sobrevivência no mercado. Neste sentido, a legislação sobre capital mínimo pode ser entendida como ligada aos interesses das firmas vinculadas a grupos, passando este requisito a definir a competição entre as firmas. Esta situação é ilustrada na Tabela 13, apresentada a seguir, onde calculamos, para os extratos básicos da amostra, coeficientes que procuram refletir a capacidade de ajuste das Sociedades Corretoras aos requisitos legais de capital mínimo, tanto para as atividades normais quanto para o exercício de gestão de Fundos de Investimentos (linhas A e B, respectivamente). Com a vigência da Resolução 221 (01/09/72) do Banco Central do Brasil, os requisitos para a administração de Fundos passam a ser estipulados em termos de patrimônio líquido, o que se reflete no quadro dos coeficientes por valores mais elevados. O próprio requisito de capital mínimo sofreu uma elevação bastante significativa, tornando o ajuste mais difícil para as firmas independentes ao alargar a diferença entre estas e as ligadas a grupos[3].

[3] Recentemente, em 23/12/76, através da Resolução nº 406 do Banco Central do Brasil, estes limites foram elevados, para as corretoras do Rio e São Paulo, a um mínimo de Cr$ 3 milhões.

Ao longo do período analisado, as Sociedades Corretoras apresentaram uma forte capitalização e um rápido ajuste aos requisitos de capital mínimo. As corretoras de São Paulo constituem uma exceção a este comportamento no que concerne aos requisitos de patrimônio para administração de Fundos no período posterior à vigência da Resolução 221 do Banco Central do Brasil.

TABELA 12 – Requisitos de Capital para as Sociedades Corretoras do Rio de Janeiro e São Paulo por Extratos

(em %)

Extrato \ Período		1970		1971		1972		1973		1974	
		1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.[3]	1º Sem.	2º Sem.	1º Sem.	2º Sem.
Total	A[1]	0,10	0,09	0,06	0,03	0,02	0,57	0,43	0,46	0,36	0,30
	B[2]	0,52	0,45	0,28	0,17	0,12	2,05	–	1,14	–	0,79
Rio	A	0,10	0,06	0,06	0,03	0,02	0,45	0,39	0,43	0,29	0,26
	B	0,52	0,30	0,28	0,14	0,12	2,03	–	0,99	–	0,61
São Paulo	A	–	0,92	–	0,07	–	1,18	0,58	0,51	0,60	0,37
	B	–	4,6	–	0,36	–	2,08	–	1,52	–	1,34
Independentes	A	0,11	0,11	0,08	0,05	0,03	0,79	0,67	0,74	0,46	0,39
	B	0,55	0,55	0,39	0,26	0,17	2,61	–	1,43	–	0,82
Ligadas a Grupos	A	0,07	0,05	0,02	0,01	0,01	0,29	0,21	0,24	0,26	0,20
	B	0,37	0,23	0,11	0,07	0,06	1,13	–	0,76	–	0,72
Limitadas	A	0,17	0,16	0,11	0,07	0,05	0,98	0,90	0,92	0,66	0,42
	B	0,84	0,82	0,56	0,33	0,23	3,55	–	1,80	–	0,79
S.A.	A	0,08	0,06	0,04	0,02	0,02	0,45	0,33	0,35	0,28	0,25
	B	0,40	0,32	0,20	0,12	0,09	1,60	–	0,92	–	0,78

Notas:

[1] As linhas indicadas por *A* referem-se a requisitos de capital social mínimo e foram calculadas da seguinte forma:

$$A = \frac{\Sigma \text{Capital Social Mínimo Legal x nº de Corretoras da Amostra}}{\Sigma \text{Capital Realizado das Corretoras da Amostra}}.$$

[2] As linhas indicadas por *B* referem-se a requisitos de capital próprio mínimo para habilitação à administração de Fundos.

$$B = \frac{\Sigma \text{Capital Social Mínimo Legal x nº de Corretoras da Amostra}}{\Sigma \text{Capital Social Realizado das Corretoras da Amostra}}$$

[3] A partir do 2º Semestre de 1972, com a Resolução 221 do BCB, de 01/09/72, a relação para as linhas indicadas por *B* passa a ser calculada com o PTLQ.

$$B = \frac{\Sigma \text{PTLQ Mínimo Legal x nº de Corretoras da Amostra}}{\Sigma \text{PTLQ das Corretoras da Amostra}}$$

Para o conjunto das corretoras o ajuste se processou a curto prazo em aproximadamente seis meses. As firmas limitadas e as independentes têm um processo de ajuste menos intensivo que o observado nas Sociedades Anônimas e nas ligadas a grupos.

O fenômeno do não-ajuste das corretoras paulistas pode ser explicado tanto pelo declínio observado na indústria de Fundos de Investimento como um todo quanto pelos elevados tetos fixados pelo Banco Central do Brasil para o PTLQ. Apesar de ter ocorrido, também no Rio, o declínio da indústria de Fundos de Investimento e a elevação dos tetos, não se verificou o fenômeno equivalente, o que nos leva a indagar sobre as características das firmas cariocas e paulistas e a ressaltar a predominância dos grupos em São Paulo. Por estas características, os Fundos podem ser considerados como de responsabilidade dos bancos, e não das corretoras. Por outro lado, a grande concentração do lucro associada à diluição dos custos médios – característica presente em todas as atividades destas firmas – pode indicar, a princípio, a existência de economias decorrentes do porte destas firmas; no entanto, a menor concentração das corretoras com relação às operações pendentes – em sua maioria contas relativas às operações de Bolsas – leva-nos a centrar a informação inicial no mercado de balcão. Ora, neste mercado o porte da firma tem mais influência sobre sua capacidade de competir por posições de carteira mais vantajosas do que sobre sua capacidade de obter lucros mais expressivos. Em bolsa, as Sociedades Corretoras se deparam com uma estrutura de corretagens fixas que lhes assegura as vantagens de oligopólio, variando suas receitas em função do valor médio das ordens executadas. Poderíamos admitir que as maiores firmas (provavelmente ligadas a grupos financeiros) tendem a reter em suas mãos operações de maior volume em decorrência dos contatos comerciais relativos ao grupo como um todo. No entanto, o atendimento de pequenas ordens agirá no sentido de diluir os lucros nesta área.

As observações realizadas nos sugerem a existência, no sistema das Sociedades Corretoras, de economias em termos de retornos crescentes por fatores fixos. A predominância dos custos fixos em suas estruturas de custos acarretarão a elevação dos lucros, caso se obtenha plena ocupação dos fatores empregados. A indicação possível em termos empresariais, é a de se definir qual o volume de negócios que exige ampliação dos recursos mobilizados. Contrariamente, admitindo-se economias de escala, teríamos a indicação de qual seria o porte das firmas a que corresponderia a maior receita marginal possível, dado um acréscimo em seus custos marginais. Contudo, a ligação a grupos financeiros poderá alargar as possibilidades de negócios das corretoras e, em termos das demais firmas que o compõem, melhorar a utilização da estrutura global de custos. Neste sentido, a corretora agiria como um articulador para o grupo. Esta possibilidade deixa em aberto a elevação dos lucros, podendo inclusive representar indicação no sentido contrário, o que dependerá em larga medida da estrutura de tributação sobre as diversas empresas coligadas.

Ao analisarmos as firmas que na amostra em estudo detêm os seis primeiros lugares em termos de PTLQ no último ano do período, notamos serem elas integrantes do rol das 10 primeiras colocadas em termos de lucro, coincidindo também com a classificação quanto a ativos dos quais foram subtraídas as contas de compensação. Já em operações pendentes, ativas ou passivas, estas firmas não conseguem as primeiras colocações, permanecendo vários anos em posições bastantes modestas. Quanto às receitas totais, estas voltam a desfrutar de classificação semelhante, o mesmo ocorrendo no que tange ao auto-financiamento. Para a praça de São Paulo estas corretoras perfazem, durante os cinco anos analisados, um total de 10 firmas que se alternam nas seis primeiras posições. Entre estas nota-se a predominância das corretoras ligadas a grupos sobre as independentes, da ordem de 16 para 11. Para o Rio de Janeiro, o número de corretoras que se alternam nas seis primeiras colocações em ordem de porte é de 17, com as firmas independentes superando as ligadas a grupos na proporção de 19 para 11.

Como conclusão, parecem-nos claramente distintos os dois mercados de que nos ocupamos: a Bolsa de São Paulo e a do Rio de Janeiro, que apresentam pronunciadas peculiaridades tanto em termos de estrutura das firmas quanto em termos de tendência. É bem verdade que, dentro das variações cíclicas a que estão sujeitas as Sociedades Corretoras, o ponto de estabilização estaria sendo deslocado no sentido de equiparar as firmas cariocas às firmas paulistas. A pressão sobre as corretoras independentes pelos requisitos de capital só poderia ser advogada caso fosse evidente a existência de economias de escala neste mercado, o que não nos parece óbvio. Assim sendo, ao serem forçadas a uma capitalização muito acelerada, as Sociedades Corretoras somente poderiam vir a elevar seus custos transacionais, o que não nos parece saudável ao mercado como um todo. O ajuste do valor do capital destas firmas, ao contrário, deveria ser regulado fundamentalmente pelo valor de mercado dos títulos patrimoniais que lhes asseguram assento nas respectivas bolsas, como expressão da rentabilidade de suas atividades.

No entanto, medidas recentes incluem uma variável que julgamos bastante controvertida: a permissão à abertura de agências bancárias pela posse de títulos patrimoniais de Sociedades Corretoras, desde que a venda seja realizada pelas Bolsas de Valores. Como medida de saneamento financeiro para as Bolsas, isso seria aceitável. No entanto, esta medida vem a romper o controle das firmas independentes sobre as bolsas, principalmente a do Rio, que o mantém em moldes tradicionais.

Finalmente, apesar da maior amplitude do mercado paulista, o elevado padrão de concentração de ambos não nos deixa dúvidas quanto à existência de imperfeições, tais como a presença de vendedores e/ou compradores cuja entrada no mercado provoca significativas variações de preço. Por outro lado, tomando algumas indicações estatísticas sobre a distribuição das variáveis consideradas, observamos, por

exemplo, que são elevados e positivos os valores do coeficiente de assimetria, o que nos indica uma maior dispersão para os valores mais elevados das variáveis por corretora da amostra. Para estas mesmas firmas os desvios padrões são normalmente mais elevados, e os valores médios com a mesma freqüência superam a grande maioria dos valores absolutos destas variáveis enfocadas em seus níveis mais baixos.

3. Conclusão

O mercado das Sociedades Corretoras apresenta um padrão de concentração bastante pronunciado, tanto em termos nacionais – com as firmas-membro das Bolsas do Rio e de São Paulo respondendo pela quase totalidade dos negócios com títulos – quanto em termos de participação nesses mercados. Em ambos os casos, os 50% do volume de negociações realizadas são da responsabilidade de menos de 10% das firmas em atividade. Um dado peculiar é que durante o período analisado as firmas independentes apresentaram maior concentração segundo valores patrimoniais do que as ligadas a grupos financeiros, cuja tendência foi inversa. A configuração das Sociedades Corretoras fica demarcada, contudo, pela característica de serem independentes ou ligadas a grupos, tendo menor relevância o fato de serem firmas individuais ou mesmo constituídas nas formas limitada e S.A., por apresentarem comportamento bastante colinear com as duas primeiras características. Da mesma forma, a segmentação regional não permite uma divisão mais acentuada segundo as variáveis tomadas para estratificação. Assim, tem-se que as firmas ligadas a grupo predominam não só na forma de S.A., como também na BOVESPA.

Desta configuração pode-se inferir uma tendência bastante pronunciada do mercado das corretoras, consubstanciada basicamente por políticas de exigência de capital mínimo e mudanças introduzidas nas práticas operacionais, que favorecem a conglomeração das Sociedades Corretoras.

Quanto à sobrevivência das firmas independentes no mercado, apesar de observarmos uma tendência oposta, as políticas até agora adotadas resultarão pelo menos no equilíbrio desta configuração, que nos parece privilegiar as firmas ligadas a grupos. Constituem exemplo destas medidas as modificações introduzidas no mercado de câmbio. Apesar de a tradição das firmas em atividade ser um fator relevante neste mercado, a suspensão da obrigatoriedade de intervenção das Sociedades Corretoras em praças onde não existem Bolsas associada à permissão de abertura de agências da corretora fora da praça de sua sede (mediante destaque adicional de capital da ordem de 50% do capital mínimo exigido para a Bolsa da região ou para a que lhe for mais próxima) é uma medida que além de causar distorções no mercado de câmbio como um todo favorece os grupos financeiros, quer pela exigência irrisória de capital para o grupo como um todo, quer pela existência prévia de agências bancárias nessas praças, facilitando assim sua entrada como Sociedade Corretora.

Visto que os bancos comerciais, instituições líderes destes conglomerados, são os vendedores das divisas, a política de "operar por pacotes", que lhes vem orientando a prática operacional, passa a ser elemento desestimulador para as firmas independentes que carecem desse tipo de suporte para suas operações.

Caso seja possível a identificação da tendência das Sociedades Corretoras de se diluirem – em oposição às suas características originais de corporação – pela transformação em Sociedades de Capital, será perfeitamente cabível deduzir-se que todas as características das bolsas de valores (de que são membros essas firmas) também se diluirão, com o que se estará definindo um novo padrão de segmentação do mercado financeiro.

Como a corretora era uma firma pessoal, a garantia do sentido corporativista ficava restrita à bolsa de valores, lugar em que tinham, enquanto pessoas físicas, assento garantido e exclusivo. Desta forma, o papel das bolsas na consolidação do caráter corporativista das Sociedades Corretoras passou a ser exercido pela aglutinação de um conjunto de atividades homogeneizadoras da atuação das firmas-membro. Com este suporte informacional, técnico e jurídico, as corretoras estavam exclusivamente empenhadas em disputar seus clientes no mercado, sem competir entre si, uma vez que estes serviços eram oferecidos pelas próprias bolsas. Este fato, por sua vez, favorecia a existência no mercado de comissões fixas, onerando tanto o preço de mercado quanto o custo da intermediação, pela não-existência de práticas concorrenciais. Nestas circunstâncias, o cliente pagava pelos seus serviços à bolsa, que nos dias de hoje assume o papel de agente fiduciário no mercado. Esta fase do processo de abertura das firmas Corretoras foi a primeira etapa do processo de diluição de seu mercado principal.

O segundo passo pode ser entendido como a abertura do mercado de balcão a estas empresas, que o procuraram não apenas para solucionar o problema da crescente oscilação nos negócios de bolsa e da perda progressiva de áreas monopolizadas, como também para efetuar a ampliação necessária de suas fontes de receitas. A entrada das corretoras no mercado de balcão, porém, liberou legitimamente a entrada no recinto particular de negociações das bolsas de valores a instituições deste último.

As negociações de cartas patentes – motivadas muitas vezes pela pressão de elevação de seus preços de mercado – colocaram fora da "corporação" inúmeros corretores tradicionais, dando entrada no mercado a instituições financeiras economicamente mais fortes, as quais vão recortá-lo em corretoras independentes e corretoras ligadas a grupos. A entrada das corretoras ligadas a grupos financeiros nesse mercado não determinou de imediato a transformação das regras de conduta das bolsas de valores, que continuaram a oferecer todos os serviços básicos operacionais e de informação às firmas-membro. Os grupos financeiros, quer por seu porte eco-

nômico e conseqüente força de mercado, quer por sua disponibilidade de recursos técnicos, passam então a disputar com as bolsas de valores o papel de agente fiduciário. Estando igualmente integrados a elas, gozam da incomensurável vantagem competitiva com relação às firmas independentes, o que torna a diferenciação das Sociedades Corretoras definida por "motivos sociais" erguidos sobre o patamar de confiabilidade que as bolsas representam.

A existência de participantes privilegiados no mercado reflete o nível de dispersão da renda nacional, e seus efeitos não podem ser corrigidos por esse sistema. Esta característica fica assegurada pela própria existência de "agentes mais fortes", os quais atuam – como é lógico esperar – no sentido de preservar seus privilégios no mercado. A existência de economias decorrentes de retornos crescentes para fatores fixos no sistema de Sociedades Corretoras dá aos detentores ou administradores de grandes carteiras vantagens adicionais sobre os participantes de menor posição de carteira, tanto pelo aproveitamento mais que proporcional da faixa mínima de corretagem fixa quanto pela provável redução destas taxas, o que é perfeitamente coerente com a estrutura de retornos exigida pelas Sociedades Corretoras e com a competitividade do mercado. Assim, poderíamos classificar os clientes deste sistema em três categorias, segundo seus valores transacionados no mercado.

Os primeiros são os investidores de pequenas poupanças, que procuram a bolsa para aplicações que em boa parte não cobrem os custos transacionais envolvidos. Seria mais vantajoso a estes clientes sua associação aos Fundos de Investimento, que poderiam lhes proporcionar benefícios dada a diluição dos custos de transação, bastantes significativos em seus negócios. Um cliente desta faixa operando no nível máximo de corretagem teria que obter pelo menos uma rentabilidade superior ao dobro desta taxa máxima para atingir um retorno nominal positivo numa operação de compra e venda de ações.

Um segundo tipo de cliente é o investidor que opera um volume suficiente para ser enquadrado na faixa mínima da tabela de corretagem, sem contudo se beneficiar significativamente com as vantagens da alíquota mínima. Investidores como este seriam individualmente os responsáveis pela maior contribuição marginal ao sistema quanto à corretagem, dada a elevada margem de contribuição que propicia e seu relativamente baixo poder de barganha.

A terceira categoria de clientes seria a dos grandes investidores, que apesar de serem em número reduzido operam grandes posições de carteira, tendo, no entanto, grande poder de barganha, por compensarem sobremaneira os custos incorridos pelas corretoras que operam suas posições. Um cliente que opere posições muito elevadas se situa portanto na confluência concorrencial das corretoras e, por certo, a solução da disputa se dá ao nível das variáveis mais relevantes: o preço do serviço

prestado e a possibilidade de exigir reciprocidade. É de se esperar que o mercado em seu conjunto tenda a ajustar a contribuição da corretora a um nível mais baixo que o decorrente da aplicação das taxas fixas sobre as operações destes clientes, quer pela existência de negociação de corretagem nos níveis mais elevados de operações, quer pela distribuição dos negócios concentrada em um número mais reduzido de firmas. Numa expectativa mais ampla, pode-se prever que um dos efeitos desta concorrência será a institucionalização de taxas flexíveis, seguindo a mesma tendência do mercado americano, sob pena de intensificação de mercados paralelos com multiplicidade de taxas e retornos que elevariam o grau de imperfeição do mercado.

Como variável relevante destaca-se ainda o crédito, cujo problema para o sistema das corretoras assume dois aspectos básicos. O primeiro deles refere-se à não-autorização da Sociedade Corretora a operar com crédito, senão em casos especiais. Ora, como não é possível a operação de intermediação financeira sem o uso do crédito, a sua proibição explícita faz com que o custo da sua inevitável utilização seja incluído numa corretagem fixa que, conforme observamos anteriormente, tende a ser superior à definida por mecanismos de mercado. Com a inclusão do custo do crédito na corretagem fixa estaríamos definindo outro componente do custo da intermediação desses agentes: o custo do dinheiro em mercado para os diferentes tipos de usuário. Para a corretora, no entanto, o fluxo de dinheiro de clientes aparece como uma fonte de recursos que lhe permite aceitar retornos mais baixos, favorecendo inevitavelmente os clientes de maior poder de barganha.

O segundo aspecto relacionado ao crédito liga-se aos padrões operacionais e à elevação constante de custos a que estas instituições se viram obrigadas a enfrentar com sua transformação em Sociedades Anônimas e com a implementação de um sofisticado sistema de negociações, conforme exigências que datam dos primeiros anos da presente década. Esta sofisticação consubstanciou-se basicamente no processamento eletrônico de dados e no aprimoramento operacional e técnico das bolsas, que provocou uma elevação substancial de seus custos fixos. Com a queda nos negócios, tais encargos viram-se a descoberto, exigindo amparo do crédito público – o que é regido pelas Leis da Reforma Bancária e de Mercado de Capitais. No entanto, as mudanças de características da competição operada no mercado poderão reorientar estes créditos, liberando as bolsas de boa parte das incumbências de sua responsabilidade, cumprindo-se a trajetória descrita do curso competitivo do mercado.

Quanto ao problema da carteira própria – tanto sua permissão quando da reformulação do Sistema Financeiro Nacional (1964/65) quanto sua recente proibição –, acredita-se ser uma medida sem qualquer conseqüência, uma vez que se está decidindo quem deverá arbitrar o mercado, o que, de um ponto de vista econômico, seria uma questão neutra. Não o sendo, no entanto, do ponto de vista ético, poderá diminuir em muito a capacidade de concorrência das firmas independentes, com a inevitável elevação do nível de concentração do mercado.

Como conclusão, os serviços técnicos prestados pelas bolsas a suas firmas-membro, no longo prazo, sofrerão forte concorrência dos sofisticados departamentos técnicos das Sociedades Corretoras ou firmas especializadas, campo em que deveria ocorrer a competição no mercado, sendo que às bolsas de valores caberia precipuamente o papel de empresas vendedoras de serviços, onde se inclui a liquidação de operações com títulos. Dado o grande porte da estrutura de informações destas instituições, qualquer concorrente no mercado terá de se ajustar ao seu padrão como nível mínimo, sendo que sua supressão do mercado de informações fica fora de cogitação devido à sua condição já consolidada de fonte primária de dados.

Cumpre ressaltar que as Sociedades Corretoras, ao tempo de nossa análise, apresentavam deficiências em sua estrutura contábil, a recente reformulação de seu plano de contas veio a sanar as principais lacunas existentes, principalmente na criação de rubricas específicas para o registro de obrigações de recompra assumidas por estas firmas no mercado de balcão, e, em desdobramentos suficientemente extensos, das operações em que estão autorizadas a intervir. É bem verdade que este aprimoramento do plano de contas trará problemas para o sistema das corretoras, que ainda se defronta com sérias dificuldades de ajuste aos padrões de contabilização e informações decorrentes da condição de Sociedades Anônimas. Ainda com respeito a este aspecto, a elevação do padrão de informações implicará na elevação dos custos fixos destas firmas, medida que poderá redundar numa perda de margem para as Sociedades Corretoras. Mais uma vez esta medida beneficiará aquelas firmas ligadas a grupo por disporem de sofisticada base técnica, com o que estarão apenas diluindo custos já existentes para o grupo como um todo.

Nestes movimentos de ajuste no mercado de títulos estão sempre presentes ganhos para o mercado como um todo, o que é, ao certo, a sua própria afirmação como sistema. Se o elevado grau de interferência do governo no mercado pode representar algum atraso em suas respostas, sem dúvida representa o jogo de forças que moldarão o estágio de desenvolvimento da poupança aos requisitos de investimento da economia.

O teste de sobrevivência tem mostrado que as Sociedades Corretoras são empresas eficientes e que sua participação no mercado financeiro tem conseguido acompanhar todas as novas exigências que diferentes configurações de poupança-investimento têm colocado à economia nacional. A existência de firmas independentes no mercado deve servir não só ao intento de melhorar os padrões de concorrência, como também ao de evitar que a oligopolização extremada deixe o sistema financeiro com fortes problemas de remuneração, tornando a economia como um todo mais vulnerável a crises de mais amplo espectro.

Balanço Consolidado – Sociedades Corretoras Independentes

(em Cr$ 1.000,00 correntes)

Contas	1970 (1)		1970 (2)		1971 (1)		1971 (2)		1972 (1)	
	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%
1 – Caixa	3.994	1,09	2.657	0,29	4.963	0,22	3.630	0,17	2.673	0,03
2 – Banco	12.044	3,28	33.566	3,73	55.543	2,47	81.265	3,77	48.054	0,53
3 – Disponível	17.094	4,65	37.210	4,13	70.716	3,14	89.622	4,16	72.681	0,79
4 – Títulos Federais C.P.	529	0,14	594	0,07	7.399	0,33	2.576	0,12	25.596	0,28
5 – Carteira Própria	26.450	7,2	52.993	5,88	115.466	5,13	91.883	4,26	121.783	1,33
6 – Operações Pendentes	44.339	12,07	112.181	12,45	514.801	22,87	365.408	16,96	190.049	2,08
7 – Realizável à Vista	70.808	19,28	171.063	18,99	631.087	28,03	475.707	22,07	312.864	3,42
8 – Tít. Negociáveis Cart. Pr.	5.466	1,49	5.092	0,57	5.206	0,23	14.784	0,69	15.354	0,17
9 – C/Corrente Clientes	834	0,23	506	0,06	5.764	0,26	12.914	0,6	10.342	0,11
10 – Contas a Receber	5.750	1,57	7.268	0,81	15.443	0,69	7.365	0,34	66.394	0,73
11 – Realizável C.P.	14.012	3,81	19.822	2,2	33.117	1,47	61.148	2,84	129.057	1,41
12 – Realizável L.P.	1.437	0,39	1.443	0,16	3.506	0,16	11.690	0,54	15.736	0,17
13 – Realizável	86.578	23,57	192.595	21,38	663.281	29,46	547.795	25,42	428.108	4,68
14 – Imobilizado Técnico	13.344	3,63	21.948	2,44	27.161	1,21	43.226	2,01	47.916	0,52
15 – Imobilizado Financeiro	7.345	2,0	14.873	1,65	10.726	0,48	16.578	0,77	17.056	0,19
16 – Imobilizado	20.900	5,69	36.951	4,1	40.938	1,82	60.944	2,83	66.483	0,73
17 – Resultados Pendentes	5.793	1,58	11.532	1,28	23.401	1,04	55.294	2,57	40.885	0,45
18 – Compensação	236.864	64,48	631.174	70,08	1.453.268	64,56	1.419.406	65,86	8.540.543	93,35
19 – Ativo	367.356	100	900.707	100	2.251.204	100	2.155.120	100	9.148.826	100
20 – Capital Social	31.050	8,45	43.999	4,88	35.747	1,59	64.116	2,98	75.294	0,82
21 – Reservas	5.406	1,47	11.732	1,3	11.963	0,53	33.069	1,53	24.219	0,26
22 – Depreciação Ativo Fixo	798	0,22	1.261	0,14	1.163	0,05	2.299	0,11	3.549	0,04
23 – Depreciação c/Corr. Monet.	122	0,03	134	0,01	549	0,02	730	0,03	373	0,0
24 – Corr. Monet. da Depreciação	2	0,0	103	0,01	223	0,01	183	0,01	422	0,0
25 – Lucros Suspensos	1.758	0,48	4.502	0,5	14.302	0,64	21.438	0,99	17.088	0,19
26 – Não Exigível	39.383	10,72	62.151	6,9	65.695	2,92	128.217	5,95	122.773	1,34
27 – Operações Pendentes	51.335	13,97	161.296	17,91	477.931	21,23	396.508	18,4	279.249	3,05
28 – Exigível à Vista	51.335	13,97	161.296	17,91	477.931	21,23	396.508	18,4	277.249	3,05
29 – C/Corrente Clientes	1.855	0,5	4.143	0,46	21.315	0,95	31.495	1,46	15.596	0,17
30 – Contas a Pagar	5.196	1,41	11.821	1,31	16.970	0,75	11.998	0,56	56.134	0,61
31 – Exigível C.P.	19.070	5,19	28.834	3,2	71.874	3,19	134.492	6,24	138.932	1,52
32 – Exigível L.P.	10.214	2,78	9.297	1,03	14.293	0,63	15.024	0,7	30.669	0,34
33 – Exigível	82.808	22,54	199.092	22,1	646.443	28,72	546.224	25,35	452.318	4,94
34 – Resultados Pendentes	9.098	2,48	17.586	1,95	79.817	3,55	62.061	2,88	34.683	0,38
35 – Compensação	235.972	64,24	630.784	70,03	1.457.463	64,74	1.418.513	65,82	8.538.967	93,33
36 – Passivo	367.356	100	900.707	100	2.251.204	100	2.155.120	100	9.148.826	100
37 – Despesas Operacionais	5.695	15,02	9.028	13,95	19.274	21,7	33.354	19,07	19.756	13,45
38 – Despesas com Pessoal	18.656	49,19	25.711	39,72	38.935	43,84	69.152	39,54	44.395	30,22
39 – Despesas Administrativas	3.738	9,85	9.078	14,02	9.214	10,38	19.627	11,22	21.127	14,38
40 – Despesas Patrimoniais	267	0,7	558	0,86	814	0,92	6.964	3,98	4.963	3,38
41 – Despesas Gerais	34.115	89,94	56.134	86,71	75.816	85,38	169.535	96,93	133.075	90,59
42 – Despesas Tributárias	739	1,95	1.515	2,34	1.359	1,53	2.548	1,46	4.920	3,35
43 – Despesas Financeiras	1.216	3,21	1.824	2,82	4.332	4,88	6.988	4,0	4.929	3,36
44 – Prejuízo do Semestre Anterior	167	0,44	739	1,14	1.639	1,85	374	0,21	1.147	0,78
45 – Outras Despesas	1.697	4,47	3.822	5,9	3.567	4,02	9.089	5,2	2.828	1,92
46 – Despesas	37.930	100	64.736	100	88.803	100	174.911	100	146.894	100
47 – Distribuição do Lucro	8.517	18,88	21.246	25,18	71.182	44,51	66.378	27,84	15.137	10,2
48 – Receitas Operacionais	37.347	82,79	66.767	79,12	127.122	79,48	163.363	68,51	124.724	84,07
49 – Receitas Patrimoniais	4.823	10,69	9.726	11,52	28.788	18,0	33.748	14,15	7.604	5,13
50 – Receitas Gerais	42.065	93,25	77.821	92,21	153.687	96,09	197.215	82,7	133.018	89,66
51 – Receitas Eventuais	1.924	2,49	1.574	1,87	2.222	1,39	17.952	7,53	5.629	3,79
52 – Lucro do Semestre Anterior	1.622	3,6	5.060	6,0	1.807	1,13	22.546	9,46	9.706	6,54
53 – Receitas	45.108	100	84.391	100	159.936	100	238.458	100	148.351	100
54 – Prejuízo	1.339	2,97	1.591	1,89	49	0,03	2.832	1,19	13.680	9,22

cont.

conclusão

Contas	1972 (2)		1973 (1)		1973 (2)		1974 (1)		1974 (2)	
	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%
1 – Caixa	3.237	0,01	2.182	0,0	1.905	0,0	1.375	0,0	1.045	0,0
2 – Banco	48.702	0,13	51.201	0,09	78.132	0,13	30.386	0,06	70.064	0,07
3 – Disponível	99.676	0,27	96.013	0,17	157.901	0,26	73.026	0,15	123.233	0,13
4 – Títulos Federais C.P.	76.860	0,21	41.363	0,07	32.102	0,05	158.237	0,32	114.187	0,12
5 – Carteira Própria	180.107	0,49	285.407	0,51	414.585	0,67	292.924	0,59	300.909	0,31
6 – Operações Pendentes	229.596	0,63	229.706	0,41	201.366	0,33	112.659	0,23	247.846	0,25
7 – Realizável à Vista	409.647	1,12	516.526	0,91	609.726	0,99	405.653	0,82	548.776	0,56
8 – Tít. Negociáveis Cart. Pr.	40.303	0,11	27.321	0,05	27.245	0,04	36.657	0,07	36.111	0,04
9 – C/Corrente Clientes	6.770	0,02	12.664	0,02	31.403	0,05	46.689	0,09	17.424	0,02
10 – Contas a Receber	48.706	0,13	35.439	0,06	27.670	0,04	23.389	0,05	48.046	0,05
11 – Realizável C.P.	104.622	0,29	93.029	0,16	103.359	0,17	115.279	0,23	109.457	0,11
12 – Realizável L.P.	14.110	0,04	28.110	0,05	27.293	0,04	12.826	0,03	8.753	0,01
13 – Realizável	528.472	1,44	637.729	1,13	746.796	1,21	533.802	1,08	667.179	0,69
14 – Imobilizado Técnico	53.643	0,15	62.331	0,11	61.312	0,1	49.675	0,1	65.064	0,07
15 – Imobilizado Financeiro	37.486	0,1	47.800	0,08	52.181	0,08	42.337	0,09	40.464	0,04
16 – Imobilizado	92.332	0,25	111.753	0,2	114.761	0,19	93.241	0,19	106.552	0,11
17 – Resultados Pendentes	84.328	0,23	96.437	0,17	59.981	0,1	51.796	0,1	51.860	0,05
18 – Compensação	35.795.235	97,8	55.528.349	98,33	60.815.498	98,26	48.600.953	98,48	96.246.849	99,01
19 – Ativo	36.600.186	100	56.470.449	100	61.895.101	100	49.352.940	100	97.207.802	100
20 – Capital Social	118.164	0,32	129.784	0,23	133.729	0,22	128.261	0,26	162.323	0,17
21 – Reservas	32.702	0,09	44.803	0,08	36.576	0,06	46.329	0,09	119.393	0,12
22 – Depreciação Ativo Fixo	5.249	0,01	6.203	0,01	6.386	0,01	7.068	0,01	9.431	0,01
23 – Depreciação C/Corr. Monet.	313	0,0	499	0,0	1.484	0,0	817	0,0	1.329	0,0
24 – Corr. Monet. da Depreciação	569	0,0	1.137	0,0	594	0,0	572	0,0	1.096	0,0
25 – Lucros Suspensos	14.535	0,04	30.333	0,05	26.297	0,04	29.315	0,06	53.980	0,06
26 – Não Exigível	174.638	0,48	215.498	0,38	211.949	0,34	215.011	0,44	350.443	0,36
27 – Operações Pendentes	412.181	1,13	468.675	0,83	583.552	0,94	312.838	0,63	355.855	0,37
28 – Exigível à Vista	412.181	1,13	468.675	0,83	583.552	0,94	312.838	0,63	355.855	0,37
29 – C/Corrente Clientes	9.821	0,03	14.056	0,02	53.551	0,09	63.204	0,13	41.030	0,04
30 – Contas a Pagar	47.966	0,13	43.650	0,08	32.386	0,05	16.967	0,03	69.399	0,07
31 – Exigível C.P.	131.955	0,36	145.013	0,26	187.147	0,3	169.061	0,34	170.075	0,17
32 – Exigível L.P.	47.433	0,13	55.690	0,1	34.692	0,06	35.372	0,07	28.427	0,03
33 – Exigível	593.316	1,62	669.438	1,19	805.230	1,3	517.317	1,05	558.132	0,57
34 – Resultados Pendentes	36.170	0,1	55.627	0,1	60.871	0,1	19.349	0,04	40.294	0,04
35 – Compensação	35.795.977	97,8	55.527.778	98,33	60.815.927	98,26	48.601.183	98,48	96.246.849	99,01
36 – Passivo	36.600.186	100	56.470.449	100	61.895.101	100	49.352.940	100	97.207.802	100
37 – Despesas Operacionais	23.455	13,55	33.115	17,9	19.160	2,08	24.953	15,61	34.770	15,12
38 – Despesas com Pessoal	57.047	32,97	60.292	32,58	48.439	5,26	56.464	35,33	84.246	36,63
39 – Despesas Administrativas	17.488	10,11	31.292	16,91	21.817	2,37	26.088	16,32	28.729	12,49
40 – Despesas Patrimoniais	6.527	3,77	5.933	3,21	2.986	0,32	3.119	1,95	4.851	2,11
41 – Despesas Gerais	124.960	72,21	160.172	86,56	128.413	13,94	129.841	81,25	199.638	86,8
42 – Despesas Tributárias	7.451	4,31	5.392	2,91	3.186	0,35	5.099	3,19	2.970	1,29
43 – Despesas Financeiras	12.052	6,96	8.088	4,37	5.928	0,64	10.485	6,56	6.964	3,03
44 – Prejuízo do Semestre Anterior	6.017	3,48	5.077	2,74	7.614	0,83	7.957	4,98	13.164	5,72
45 – Outras Despesas	6.158	3,56	6.327	3,42	4.469	0,49	5.716	3,58	7.253	3,15
46 – Despesas	173.049	100	185.051	100	921.489	100	159.812	100	229.986	100
47 – Distribuição do Lucro	20.551	12,74	50.719	22,13	39.339	4,15	41.014	22,43	187.929	46,45
48 – Receitas Operacionais	115.113	71,36	175.336	76,52	115.017	12,13	140.144	76,63	245.737	60,73
49 – Receitas Patrimoniais	18.865	11,69	18.050	7,88	16.324	1,72	20.000	10,94	40.752	10,07
50 – Receitas Gerais	136.705	84,74	194.594	84,92	154.571	16,3	161.364	88,23	344.157	85,06
51 – Receitas Eventuais	11.642	7,22	30.756	13,42	13.724	1,45	14.529	7,94	38.692	9,56
52 – Lucro do Semestre Anterior	11.409	7,07	3.791	1,65	7.896	0,83	7.004	3,83	21.192	5,24
53 – Receitas	161.320	100	229.139	100	948.449	100	182.895	100	404.608	100
54 – Prejuízo	32.279	20,01	6.630	2,89	12.380	1,31	17.932	9,8	13.307	3,29*

* Percentual calculado em relação ao total da receita.

Balanço Consolidado – Sociedades Corretoras Ligadas a Grupos Financeiros

(em Cr$ 1.000,00 correntes)

Contas	1970 (1)		1970 (2)		1971 (1)		1971 (2)		1972 (1)	
	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%
1 – Caixa	134	0,12	393	0,10	1.690	0,21	1.801	0,04	442	0,04
2 – Banco	2.979	2,77	17.032	4,29	31.780	3,96	111.475	2,58	11.874	1,02
3 – Disponível	4.499	4,18	18.336	4,62	33.801	4,21	113.280	2,62	12.442	1,07
4 – Títulos Federais C.P.	2	0	1	0	26.606	3,31	8.382	0,19	3.131	0,27
5 – Carteira Própria	5.147	4,78	35.299	8,89	63.040	7,85	98.976	2,29	64.334	5,53
6 – Operações Pendentes	9.487	8,81	27.636	6,96	94.520	11,77	77.956	1,80	77.336	6,65
7 – Realizável à Vista	14.637	13,60	62.942	15,86	157.664	19,63	176.938	4,10	141.672	12,18
8 – Tít. Negociáveis Cart. Pr.	1.529	1,42	3.707	0,93	5.512	0,69	9.622	0,22	3.951	0,34
9 – C/Corrente Clientes	27	0,03	2.714	0,68	265	0,03	4.434	0,10	381	0,03
10 – Contas a Receber	641	0,60	7.271	1,83	4.162	0,52	4.949	0,11	4.591	0,39
11 – Realizável C.P.	3.138	2,91	24.408	6,15	16.977	2,11	30.256	0,70	15.103	1,30
12 – Realizável L.P.	89	0,08	586	0,15	728	0,09	1.349	0,03	18.429	1,58
13 – Realizável	17.867	16,60	87.946	22,16	175.374	21,84	201.554	4,66	175.217	15,06
14 – Imobilizado Técnico	1.331	1,24	4.968	1,25	6.091	0,76	10.965	0,25	8.826	0,76
15 – Imobilizado Financeiro	1.995	1,85	5.095	1,28	4.408	0,55	10.025	0,23	5.742	0,49
16 – Imobilizado	3.430	3,19	10.070	2,54	11.429	1,42	21.757	0,50	15.199	1,31
17 – Resultados Pendentes	1.045	0,97	2.549	0,64	6.789	0,85	10.816	0,25	12.590	1,08
18 – Compensação	80.800	75,06	277.933	70,03	575.735	71,68	3.964.511	91,76	948.126	81,48
19 – Ativo	107.653	100	396.860	100	803.152	100	4.320.753	100	1.163.601	100
20 – Capital Social	5.491	5,10	24.762	6,24	29.666	3,69	67.313	1,56	41.726	3,59
21 – Reservas	1.357	1,26	6.878	1,73	15.245	1,90	25.737	0,60	19.987	1,72
22 – Depreciação Ativo Fixo	88	0,08	392	0,10	505	0,06	920	0,02	778	0,07
23 – Depreciação c/Corr. Monet.	1	0	1	0	141	0,02	1	0	208	0,02
24 – Corr. Monet. da Depreciação	1	0	1	0	101	0,01	393	0,01	69	0,01
25 – Lucros Suspensos	16	0,01	223	0,06	1.310	0,16	13.874	0,32	(2.314)	-0,20
26 – Não Exigível	7.022	6,52	32.508	8,19	34.673	4,32	109.591	2,54	60.822	5,23
27 – Operações Pendentes	14.696	13,65	36.126	9,10	118.761	14,79	138.463	3,20	64.827	5,57
28 – Exigível à Vista	14.696	13,65	36.126	9,10	118.761	14,79	138.463	3,20	64.827	5,57
29 – C/Corrente Clientes	155	0,14	3.229	0,81	12.906	1,61	41.478	0,96	5.045	0,43
30 – Contas a Pagar	680	0,63	10.305	2,60	6.739	0,84	7.187	0,17	5.835	0,50
31 – Exigível C.P.	4.514	4,19	42.673	10,75	43.766	5,45	95.763	2,22	53.829	4,63
32 – Exigível L.P.	205	0,19	6.915	1,74	1.881	0,23	1.729	0,04	29.922	2,57
33 – Exigível	19.668	18,27	85.725	21,60	164.316	20,46	235.907	5,46	149.717	12,87
34 – Resultados Pendentes	431	0,40	3.077	0,78	19.349	2,41	12.341	0,29	3.496	0,30
35 – Compensação	80.522	74,80	275.527	69,43	571.846	71,20	3.961.029	91,67	949.546	81,60
36 – Passivo	107.653	100	396.860	100	803.152	100	4.320.753	100	1.163.601	100
37 – Despesas Operacionais	228	5,87	2.006	11,17	5.574	19,97	12.245	21,49	3.761	11,68
38 – Despesas com Pessoal	1.022	26,26	2.558	14,24	6.383	22,87	7.047	12,37	6.774	21,03
39 – Despesas Administrativas	208	5,34	333	1,85	7.036	25,21	7.415	13,01	7.854	24,38
40 – Despesas Patrimoniais	16	0,42	69	0,39	288	1,03	424	0,74	187	0,58
41 – Despesas Gerais	2.629	67,57	13.575	75,57	25.134	90,04	52.072	91,40	26.523	82,33
42 – Despesas Tributárias	112	2,87	997	5,55	998	3,58	1.161	2,04	3.576	11,10
43 – Despesas Financeiras	392	10,07	1.880	10,46	536	1,92	840	1,47	1.650	5,12
44 – Prejuízo do Semestre Anterior	43	1,11	302	1,68	488	1,75	50	0,09	25	0,08
45 – Outras Despesas	719	18,48	1.215	6,76	793	2,84	2.854	5,01	445	1,38
46 – Despesas	3.890	100	17.964	100	27.914	100	56.973	100	32.216	100
47 – Distribuição do Lucro	577	13,20	10.061	35,92	34.440	55,23	41.426	43,58	6.494	18,24
48 – Receitas Operacionais	3.605	82,51	19.133	68,30	37.537	60,20	57.458	60,45	24.405	68,55
49 – Receitas Patrimoniais	153	3,50	4.072	14,54	22.069	35,39	13.888	14,61	6.516	18,30
50 – Receitas Gerais	3.757	85,99	23.773	84,87	59.605	95,59	71.575	75,30	30.920	86,84
51 – Receitas Eventuais	613	14,03	3.151	11,25	2.749	4,41	9.918	10,43	4.686	13,16
52 – Lucro do Semestre Anterior	1	0,02	1.089	3,89	1	0	13.794	14,51	1	0
53 – Receitas	4.369	100	28.011	100	62.353	100	95.054	100	35.604	100
54 – Prejuízo	98	2,24	15	0,05	1	0	3.345	3,52	3.106	8,72

cont.

conclusão

Contas	1972 (2)		1973 (1)		1973 (2)		1974 (1)		1974 (2)	
	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%	Cr$ 1.000	%
1 – Caixa	230	0	12.851	0,22	5.704	0,03	2.105	0,01	4.355	0,02
2 – Banco	23.194	0,50	46.345	0,80	55.401	0,28	62.105	0,31	143.358	0,50
3 – Disponível	23.589	0,51	59.199	1,02	62.139	0,31	69.933	0,35	147.729	0,52
4 – Títulos Federais C.P.	3.137	0,07	1.247	0,02	4.197	0,02	17.647	0,09	11.078	0,04
5 – Carteira Própria	100.073	2,17	112.659	1,95	162.147	0,81	138.995	0,69	168.114	0,59
6 – Operações Pendentes	152.234	3,30	199.622	3,46	232.249	1,16	106.891	0,53	191.579	0,67
7 – Realizável à Vista	252.319	5,48	312.293	5,41	394.411	1,97	245.899	1,22	359.704	1,25
8 – Tít. Negociáveis Cart. Pr.	7.753	0,17	12.931	0,22	22.990	0,11	101.316	0,50	83.214	0,29
9 – C/Corrente Clientes	479	0,01	1.181	0,02	5.799	0,03	6.166	0,03	6.894	0,02
10 – Contas a Receber	8.374	0,18	10.474	0,18	10.149	0,05	9.329	0,05	19.637	0,07
11 – Realizável C.P.	21.888	0,48	32.322	0,56	54.426	0,27	138.153	0,69	130.699	0,46
12 – Realizável L.P.	3.107	0,07	3.214	0,06	8.759	0,04	3.895	0,02	4.699	0,02
13 – Realizável	277.328	6,02	348.399	6,03	457.616	2,29	387.968	1,93	495.126	1,73
14 – Imobilizado Técnico	13.263	0,29	17.281	0,30	20.456	0,10	19.173	0,10	21.164	0,07
15 – Imobilizado Financeiro	15.667	0,34	21.262	0,37	26.333	0,13	25.722	0,13	30.412	0,11
16 – Imobilizado	29.509	0,64	39.220	0,68	47.521	0,24	46.202	0,23	53.466	0,19
17 – Resultados Pendentes	23.212	0,50	21.021	0,36	28.112	0,14	23.898	0,12	27.540	0,10
18 – Compensação	4.253.705	92,32	5.309.038	91,90	19.410.388	97,02	19.579.196	97,37	27.960.340	97,48
19 – Ativo	4.607.385	100	5.776.930	100	20.005.845	100	20.107.263	100	28.684.261	100
20 – Capital Social	88.203	1,91	101.969	1,77	111.158	0,56	107.725	0,54	130.280	0,45
21 – Reservas	27.274	0,59	41.213	0,71	51.772	0,26	63.265	0,31	79.752	0,28
22 – Depreciação Ativo Fixo	1.654	0,04	2.397	0,04	3.389	0,02	3.319	0,02	4.216	0,01
23 – Depreciação c/Corr. Monet.	77	0	292	0,01	124	0	104	0	204	0
24 – Corr. Monet. da Depreciação	120	0	518	0,01	594	0	1.056	0,01	234	0
25 – Lucros Suspensos	(741)	-0,02	(1.892)	-0,03	4.948	0,02	3.440	0,02	2.641	0,01
26 – Não Exigível	117.512	2,55	145.535	2,52	173.990	0,87	179.145	0,89	217.422	0,76
27 – Operações Pendentes	182.919	3,97	227.049	3,93	298.501	1,49	129.955	0,65	368.867	1,29
28 – Exigível à Vista	182.919	3,97	227.049	3,93	298.501	1,49	129.955	0,65	368.867	1,29
29 – C/Corrente Clientes	2.448	0,05	1.711	0,03	5.052	0,03	4.597	0,02	6.446	0,02
30 – Contas a Pagar	6.339	0,14	8.960	0,16	14.555	0,07	24.751	0,12	27.978	0,10
31 – Exigível C.P.	39.098	0,85	74.982	1,30	74.170	0,37	195.333	0,97	105.214	0,37
32 – Exigível L.P.	7.647	0,17	5.467	0,09	13.101	0,07	13.068	0,06	11.253	0,04
33 – Exigível	229.676	4,98	307.520	5,32	381.242	1,91	338.383	1,68	485.350	1,69
34 – Resultados Pendentes	4.087	0,09	14.862	0,26	29.656	0,15	10.498	0,05	20.853	0,07
35 – Compensação	4.256.074	92,38	5.308.976	91,90	19.410.128	97,02	19.579.196	97,37	27.960.973	97,48
36 – Passivo	4.607.385	100	5.776.930	100	20.005.845	100	20.107.263	100	28.684.261	100
37 – Despesas Operacionais	5.774	8,38	10.479	13,08	18.471	19,00	14.810	15,72	35.016	25,48
38 – Despesas com Pessoal	14.728	21,37	14.306	17,85	11.321	11,64	25.534	27,11	35.010	25,18
39 – Despesas Administrativas	8.966	13,01	7.347	9,17	11.486	11,82	9.904	10,51	10.703	7,70
40 – Despesas Patrimoniais	1.518	2,20	1.306	1,63	5.982	6,15	1.886	2,00	4.227	3,04
41 – Despesas Gerais	53.261	77,30	65.481	81,71	84.360	86,77	78.972	83,84	124.293	89,38
42 – Despesas Tributárias	7.590	11,02	4.598	5,74	2.725	2,80	2.393	2,54	2.659	1,91
43 – Despesas Financeiras	3.346	4,86	3.460	4,32	3.653	3,76	3.538	3,76	3.630	2,61
44 – Prejuízo do Semestre Anterior	2.866	4,16	5.477	6,83	4.376	4,50	4.370	4,64	2.166	1,56
45 – Outras Despesas	1.846	2,68	1.132	1,41	2.109	2,17	4.929	5,23	6.322	4,55
46 – Despesas	68.906	100	80.144	100	97.219	100	94.198	100	139.066	100
47 – Distribuição do Lucro	7.679	11,28	24.507	24,57	32.536	26,28	29.813	24,71	55.871	29,53
48 – Receitas Operacionais	46.435	68,23	70.406	70,60	77.651	62,72	87.635	72,64	110.808	58,58
49 – Receitas Patrimoniais	5.356	7,87	19.855	19,91	20.577	16,62	19.181	15,90	46.392	24,52
50 – Receitas Gerais	51.791	76,10	90.260	90,51	108.780	87,87	106.815	88,54	157.199	83,10
51 – Receitas Eventuais	15.173	22,29	8.878	8,90	10.968	8,86	12.037	9,98	26.542	14,03
52 – Lucro do Semestre Anterior	1.098	1,61	589	0,59	4.050	3,27	1.794	1,49	5.431	2,87
53 – Receitas	68.059	100	99.725	100	123.796	100	120.644	100	189.171	100
54 – Prejuízo	8.526	12,53	4.926	4,94	5.959	4,81	3.367	2,79	5.766	3,05*

* Percentual do lucro calculado em relação ao total de receitas.

BIBLIOGRAFIA

1 ALVES, Ney Castro. *Controles administrativos das instituições financeiras que operam no mercado aberto.* Rio de Janeiro, IBMEC/ANDIMA, 1974. (Curso de Open Market, mimeo)

2 CARAVELLO S/A. CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO. Criação de um centro de liquidação de operações com títulos de renda fixa. In: CONGRESSO NACIONAL DE SOCIEDADES CORRETORAS DE VALORES, 1., Salvador, 1975. *Relatório final.* Belo Horizonte, CNBV, 1975. pp. 181-3.

3 CONTADOR, Claudio Roberto. *Mercado de ativos financeiros no Brasil (perspectiva histórica e comportamento recente)* Rio de Janeiro, IBMEC, 1974. 400 pp. Parte 1: Perspectiva histórica.

4 CUNHA, Silvio Soares da. *Política monetária e creditícia.* Rio de Janeiro, IBMEC/ANDIMA, 1974. (Curso de Open Market, mimeo)

5 DORRANCE, Graeme S. A intermediação no mercado financeiro e de capitais: o papel das instituições financeiras – uma exposição diagramática. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 0, pp. 7-26, set./dez. 1974.

6 ECKAUS, Richard S. A estrutura do setor bancário no México, 1940-70. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 2, pp. 221-72, maio/ago. 1975.

7 GURLEY, John G. Hacia una teoria de las estructuras financieras y el desarrollo económico. In: BROTHERS, Dwight S. et. alii. *Estructura financiera y desarrollo económico.* Buenos Aires, Editorial del Instituto, 1968. pp. 75-121.

8 GURLEY, John G. & SHAW, E.S. Financial structure and economic development. *Economic Development and Cultural Change*, Chicago, Ill., The Univ. of Chicago Press, v. 15, n. 3, pp. 257-68, Apr. 1967.

9 HÄUSER, Karl. O papel do mercado de capitais em uma economia de mercado. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, v. 1, n. 3, pp. 439-50, set./dez. 1975.

10 HENNING, Charles N. et. alii. *Financial markets and the economy*. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, c1975. 438 pp.

11 MEDEIROS, Paulo de Tarso & TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca. *O sistema financeiro nacional – notas de aula.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1976. 31 p. (Curso de Chefia de Departamento de Acionistas – Porto Alegre, mimeo)

12 MOORE, Basil J. *An introduction to the theory of finance: assetholder behavior under uncertainty.* New York, The Free Press, 1968. 299 pp.

13 POLAKOFF, Murray E. et alii. *Financial institutions and markets.* Boston, Houghton Mifflin, c1970. 640 pp.

14 SANTOS, João Regis Ricardo dos & TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca. Política Nacional de distribuição de valores. In: CONGRESSO NACIONAL DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES, 3., Belo Horizonte, 1973.

15 SOUZA, Cesar Manuel de. *Os principais fatores que afetam as condições de liquidez no mercado aberto.* Rio de Janeiro, IBMEC/ANDIMA, 1974. (Curso de Open Market, mimeo)

NOTAS E COMENTÁRIOS

Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores – Algumas Reflexões

Reginaldo Ferreira Pereira*

A Resolução nº 460 do Conselho Monetário Nacional não só regulamenta as Entidades de Previdência Privada, quer abertas quer fechadas, mas também estabelece que 20% a 40% das reservas técnicas não comprometidas podem ser aplicados em ações limitando o nível de aplicação individual por empresa. Exige também a aplicação de recursos em empresas nacionais privadas. O advento dessa Resolução trouxe euforia às instituições atuantes no mercado de capitais, o que provocou o surgimento de um novo investidor institucional, com volume respeitável de recursos para aplicações a longo prazo; logo, achamos perfeitamente natural a ampla movimentação dos captadores de recursos na disputa de uma parte do bolo.

Há, no entanto, aspectos gerenciais relevantes para os responsáveis pela administração dos planos de pensão que podem causar preocupação.

Devemos inicialmente observar que, à primeira vista, os administradores das Entidades de Previdência Privada, devido ao assédio dos captadores dos recursos, correm o risco de descuidarem-se (se já não se descuidaram) dos aspectos envolvidos com o restante do patrimônio da Entidade, que segundo a lei da gravidade devem, por terem maior peso, constituir centro maior de interesse dos administradores. Estes não devem correr o risco de sentarem-se à mesa para longas discussões, organização de comitês de investimentos, montagem onerosa de estruturas técnicas de análise para administrar 20% dos recursos não comprometidos a serem aplicados em ações, quando contam com especialistas para tal, e têm um maior volume de recursos para gerir, excetuando-se todo o complexo operacional do dia-a-dia da Entidade.

O administrador da Entidade de Previdência ao se deixar contaminar pela euforia dos captadores e sentir-se atraído pelas fascinantes técnicas exigidas para

* O autor é membro do quadro técnico do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC.

acompanhamento do mercado de ações, corre o risco gerencial sério de comprometimento do patrimônio da Entidade, e não estará agindo em consonância com o critério benefício-custo.

A segunda observação diz respeito à expectativa altista que existia em meados deste ano (época em que esta nota foi escrita) devido às estimativas diversas que se faziam sobre o montante dos recursos que essas entidades carrearíam para as bolsas. Temia-se naquela época (o que hoje já está acontecendo) que esses recursos por si só não fossem suficientes para manutenção de um comportamento altista, e que uma vez ultrapassada a fase de adequação das Entidades de Previdência à legislação, passando a Bolsa a operar por suas próprias forças e sem o componente "expectativa", pudesse incorrer em fases de baixa prolongadas.

Com o objetivo de evitar a realimentação de nova "expectativa", esqueçamos a possibilidade de ampliação da margem percentual permitida às Entidades para aplicação em Bolsa. Com base nesta hipótese bastante plausível, mesmo as Fundações não diversificadas superfluamente (aquelas cujas carteiras não estão aplicadas em um número de empresas superior ao exigido pela Legislação) estão sujeitas a perdas de capital, tanto pela conjuntura bursátil quanto pelo desempenho não-satisfatório das carteiras. Ocorrendo isto, a perda na Bolsa conseqüentemente se refletirá em uma perda patrimonial, pois se não houver em contrapartida redução correspondente nas exigibilidades previdenciárias, ou administrativas será afetada a reserva matemática da entidade privada. A nossa legislação é omissa no estabelecimento do prazo para o reconhecimento desse déficit. A Employee Retirement Income Security Act (ERISA) de 1974, em virtude dos eventos baixistas nas Bolsas de Valores Americanas, prescreve que uma perda desse tipo pode ser distribuída em um período de até 15 anos. Assim, não tem que ser, necessariamente, reconhecido o prejuízo no ano em que se realizou.

Na hipótese de ocorrer prejuízos, (lembremo-nos, por exemplo, que em 1972 e 1973, todos os Fundos Mútuos e Fundos 157 apresentaram prejuízos), o principal efeito se daria na contribuição mensal do funcionário para a Entidade Fechada, que seria majorada a fim de não comprometer os compromissos futuros da mesma ou, alternativamente, drenar mais recursos da empresa mantenedora. Talvez devido a este fato a legislação americana permita a distribuição dos prejuízos por um horizonte temporal mais longo.

Poder-se-ia apresentar os seguintes argumentos contra a permissão do reconhecimento dos eventuais prejuízos nas aplicações: o funcionário seria penalizado — dados os aumentos nas contribuições — por ter sido julgado co-responsável pelos prejuízos causados ao patrimônio quando nem sequer teria participado no processo decisório das aplicações; a dilatação do prazo de reconhecimento do prejuízo poderia induzir certa situação de comodidade ao administrador dos recursos no que diz respeito à consecução da rentabilidade máxima.

Contrariamente à crítica da co-responsabilidade do empregado, pode-se lembrar que anteriormente à Resolução nº 460, os trabalhadores também não participavam nas aplicações a não ser de forma indireta. Em geral, a administração da Entidade é nomeada pela direção da empresa. Qualquer que seja o modo de designação, nos casos de Entidades Fechadas (às quais nos limitamos, pois estas foram as que serviram de base para aprovar a lei) sua direção é formada por funcionários, e, como representantes dos demais, participam das decisões ou são responsáveis pelos investimentos no caso de delegarem a outrem.

Este caso diverge, sem sombra de dúvida, dos demais Fundos compulsórios, tais como, PIS/PASEP, FGTS, sem representação alguma dos beneficiários.

Quanto ao problema do eventual comodismo em relação à rentabilidade, colocamo-lo nos seguintes termos: a administração das Entidades de Previdência deveriam ser entregue a profissionais com vivência e experiência no mercado de ações; no entanto, pelo menos por questões de auto-realização profissional, dificilmente isso poderia ocorrer.

É bem pertinente recordar que em média, as ações, embora continuem a gerar muito mais retornos a longo prazo do que títulos de renda fixa, são muito mais voláteis. Convém também lembrar que, quanto maior o retorno da Entidade, menos dinheiro a empresa mantenedora injetará e/ou diminuirá a contribuição marginal do funcionário para suprir o prejuízo.

No mercado americano, quem previsse bem a situação do mercado de ações em 1973 e 1974, — o pior em 40 anos — não investiria em ações. Embora a maioria dos Fundos fossem administrados por especialistas do mercado financeiro, tiveram prejuízos, o que tornou claro o fato de que mesmo profissionais de negócios não podem penetrar nas incertezas do mercado de capitais.

Do que foi exposto, as lições que se podem extrair são: em primeiro lugar procurar uma conciliação da perspectiva de retornos das ações com a política de investimento adotada anteriormente pela Entidade de Previdência e, em segundo lugar aceitar o processo de investimento como um fenômeno estatístico, com retornos esperados e riscos andando de mãos juntas. Simples alternativas de retorno anuais constituem uma descrição incompleta e não-realista do mercado de capitais. Cabe ao mantenedor especificar as estimativas de retorno esperado.

A lei deveria conter uma cláusula de responsabilidade fiduciária aplicável aos depositários, administradores dos recursos e outras partes envolvidas na função de administração dos ativos. Isso teria como finalidade assegurar que as empresas mantenedoras estabelecessem a política do plano de investimento com a devida atenção às exigências financeiras futuras e responsabilidades dos patrocinadores em atendê-las. Essa exigência estaria voltada para a formalização do conceito do planejamento financeiro das Entidades de Previdência, como parte integrante, para se chegar à política de investimento.

A relação entre a política de investimento e as exigências financeiras futuras de uma Entidade de Previdência é influenciada por muitos fatores. Os que desempenham papéis muito importantes são:

- a população futura dos mantenedores beneficiários (empregados ativos, aposentados e reserva de poupança);
- as provisões dos planos de benefícios, tais como direitos adquiridos e aposentadoria prematura e/ou outros;
- o método do custo atuarial, o procedimento de avaliação do ativo e as hipóteses estabelecidas pelo plano atuarial; e
- condições futuras de mercado de capitais.

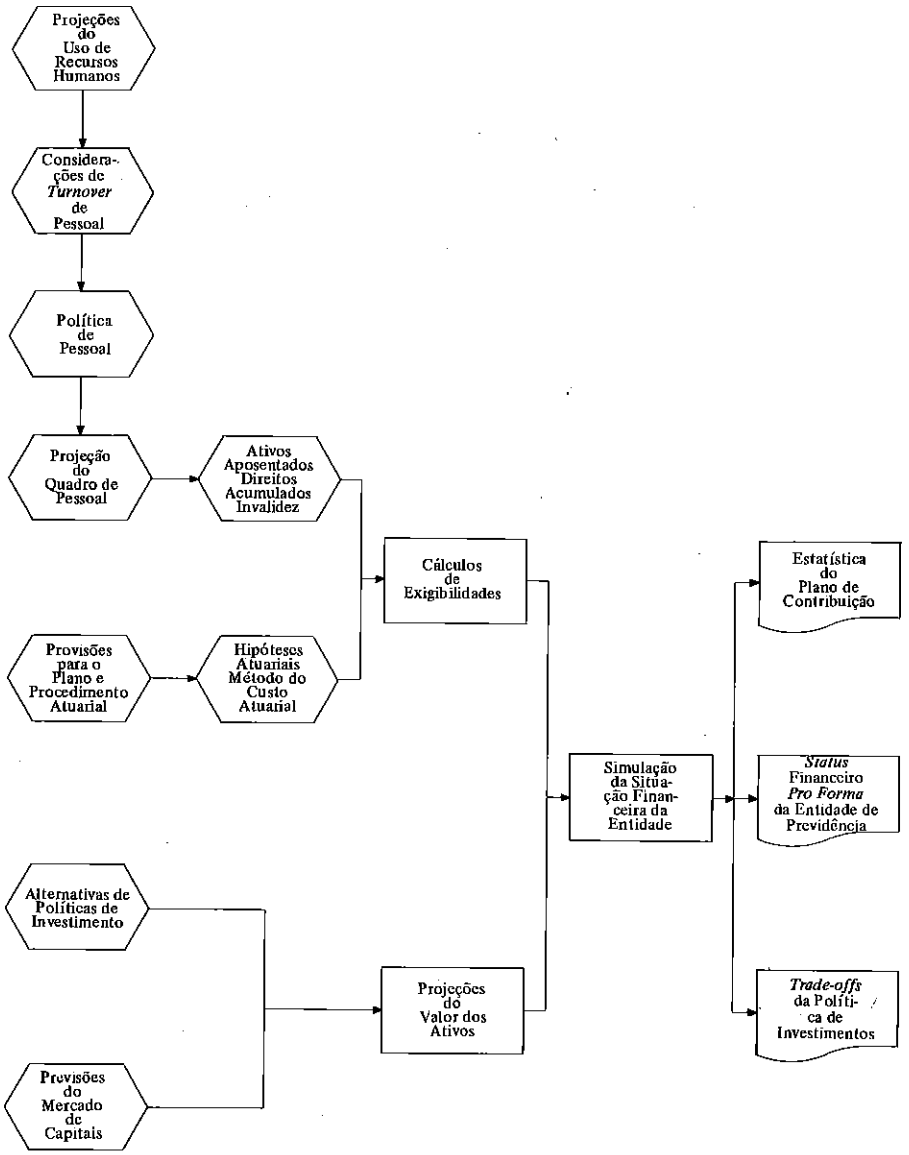
A questão básica portanto, é: como pode a instituição mantenedora conciliar todos esses fatores, de modo a verificar o efeito líquido da política de investimento em seu mais amplo contexto? O mais adequado seria a simulação da operação de uma Entidade Fechada sobre o espectro das combinações de títulos de renda variável — renda fixa, para gerar um conjunto de demonstrativos financeiros prospectivos para o plano (vide Figura). Para cada política de investimento em perspectiva, deveria a Entidade projetar seus custos a exigibilidades contingentes para cada um dos próximos 20 anos, cujos passos a serem seguidos seriam:

- projeção das entradas e saídas da força de trabalho e grupos de aposentados;
- projeção dos aumentos de salários;
- cálculo dos custos normais da entidade (isto é, o custo dos benefícios criados no ano corrente);
- amortização das exigibilidades pretéritas da entidade;
- estimativas dos pagamentos de benefícios aos aposentados no ano corrente;
- determinação dos lucros da entidade;
- análise da experiência histórica de investimento da entidade; e
- estabelecimento do programa de amortização dos prejuízos.

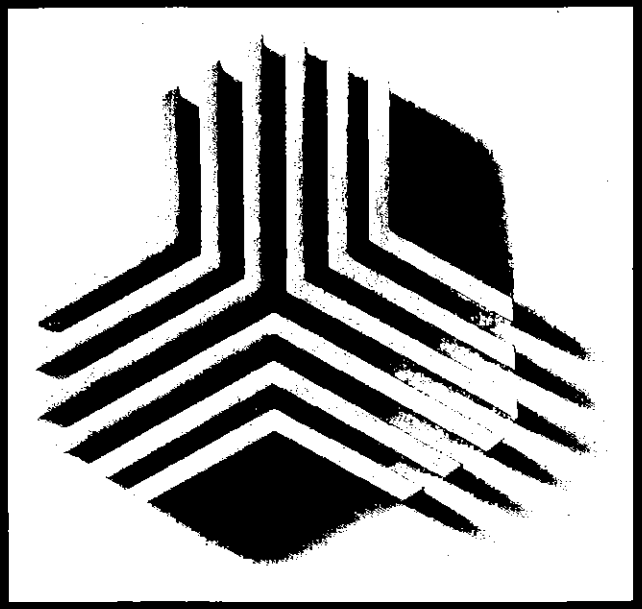
O modelo de planejamento financeiro proposto seria útil para examinar uma série de problemas atuariais mais amplos do que a questão da política de investimento. Isto daria subsídios ao patrocinador para projetar os custos previdenciários, testar seu modelo atuarial na prática e determinar o custo da liberalização dos benefícios prometidos. A análise ajudaria os administradores a tornar explícitas suas hipóteses sobre o futuro. Isto posto, pode-se concluir que o desenvolvimento de um modelo de planejamento financeiro é uma tarefa interdisciplinar que exige a participação dos técnicos atuariais e especialistas do mercado financeiro. Usualmente, esses profissionais têm operado independentemente. É preciso visualizar a Entidade como um todo e evitar um enfoque administrativo voltado tão-somente para a política de

investimentos, levando em conta as enormes dificuldades de previsão decorrentes do contexto inflacionário e dos próprios desequilíbrios nos caminhos do desenvolvimento econômico brasileiro. Isto beneficiará tanto o mercado acionário quanto as Entidades de Previdência Privada.

Esquema de Simulação do Planejamento Financeiro de uma Entidade de Previdência Privada Fechada



TROQUE
EUS PROBLEMAS
POR SOLUÇÕES.



Por trás deste símbolo, existe pessoal
altamente especializado em todo tipo de problemas.
Traga o seu, qualquer que seja a sua atividade.
A nossa colaboração fará de você mais
um cliente bem sucedido.

BANCO MERCANTIL DE SÃO PAULO
BANCO FINASA DE INVESTIMENTO
FINASA FINANCIADORA

Co-Gestão, Participação nos Lucros e a Lei das S.A.

Vivaldo Vieira Barbosa*

A organização do comércio sempre foi regulada, desde o início das práticas capitalistas, por uma legislação que procura levar em conta quase que exclusivamente o capital e os bens envolvidos no comércio. A partir da adoção da sociedade anônima — a organização capitalista mais avançada — a técnica administrativa das unidades de produção exigiu uma disciplina jurídica própria para o comando superior das empresas, que em tempos recentes resultou nas disposições sobre a diretoria e sobre o conselho da administração.

A sociedade anônima tem demonstrado ser a solução ideal, capaz de fornecer a devida disciplina jurídica para uma organização racional da administração da empresa, e de melhor regular as vinculações entre os sócios capitalistas da sociedade formada em torno do capital. Fornece elementos capazes de equilibrar as relações entre os acionistas majoritários, ou seja, os controladores, e os minoritários, meramente investidores, e apresenta ainda disposições adequadas para a garantia dos credores. Engloba a disciplina sobre a organização racional da administração e sobre os relacionamentos dos capitais envolvidos.

A legislação das sociedades anônimas, restrita a estes dois aspectos da empresa, não leva em conta o trabalho como integrante da unidade de produção, deixando de assimilá-lo como sua categoria jurídica. A disciplina legal do trabalho nasceu à margem da legislação comercial, tendo decorrido das pressões sociais exercidas sobre os governos, com as inevitáveis perturbações à estabilidade social. Esta legislação sempre considerou o trabalho como assunto e problema de Estado, cuja solução não deveria se proceder nas unidades de produção. Através da própria administração pública, isto teve como conseqüência a organização dos trabalhadores em

* O autor é Advogado e Professor universitário.

sindicatos de âmbito regional e nacional, que atuam muito mais com vistas a sensibilizar as autoridades públicas do que as unidades contra as quais reivindicam. Tal esquema, por sua vez, tem como resultado as greves locais, regionais, nacionais, e de solidariedade, dentre outras, e constantes crises políticas.

O direito brasileiro cometeu este mesmo pecado: o direito do trabalho nasceu e cresceu, na primeira metade deste século, à margem de um direito comercial societário já antigo e tão sólido a ponto de ter resistido a qualquer assimilação dos problemas sociais decorrentes do trabalho. A legislação e a justiça do trabalho foram o anteparo usado para compor os conflitos e frear a pressão do trabalho sobre o capital nas unidades de produção.

Dir-se-ia que o direito societário, como sua própria designação indica, dedica-se apenas a regular a sociedade que se forma em torno do capital: é o direito que rege a sociedade dos capitalistas. Trata-se de um argumento importante, com efeito, mas nem por isso menos estreito, pois só enfoca um dos aspectos da empresa, da unidade de produção: o capital. No entanto, a unidade de produção em si envolve não apenas o capital. O direito, por conseguinte, deverá reconhecer esta unidade, e não contribuir para seu fracionamento.

O debate que se travou por ocasião da elaboração da nossa Lei de Sociedades Anônimas não recebeu uma contribuição muito fecunda da classe jurídica. Muitas das apreciações e críticas que se fizeram sobre a Lei das S.A. evitaram formular um juízo sobre seu caráter ideológico, isto é, sobre o tipo de sociedade ao qual a Lei nos conduzirá.

A nova Lei das Sociedades Anônimas indica que a sociedade brasileira será conduzida a um novo estágio de capitalismo, caracterizado pelo aperfeiçoamento de suas estruturas.

A Lei procura incorporar à atividade capitalista os setores da classe média, com capacidade de poupança e propícios ao investimento, mas de vivência capitalista incipiente e incapazes de criarem seus próprios empreendimentos, ampliando, assim, a classe dos que participam e se vinculam à estrutura capitalista da sociedade. Há diversas disposições na Lei que conduzem a esta observação: normas para a proteção da minoria; criação de títulos com as devidas garantias para sua emissão, e que permitem a participação mais extensa das pessoas no processo da empresa; disciplina da administração, visando decisões mais honestas e maior confiança por parte dos investidores; maior controle e fiscalização da empresa, etc. (A propósito, a Lei é de uma técnica primorosa, um instrumento legislativo de alta qualidade, correspondendo à alta envergadura intelectual dos autores do anteprojeto.)

No que a Lei está requerendo críticas mais profundas, à parte algumas restrições quanto a alguns dispositivos sobre a sociedade de economia mista, é em seu escopo ideológico, pois nos conduzirá a uma sociedade mais aberta e ampla do que a atual, a nosso ver ainda fechada a uma participação mais ampla do maior número de pessoas no processo de produção. Ocorre que ela deixa de incorporar o trabalho à sociedade na qual se estrutura a empresa que, assim, não alcança sua unidade de produção e continuando, conseqüentemente, a enfrentar os mesmos conflitos com a massa trabalhadora. O resultado será o mesmo dilema historicamente trágico: ou República Sindicalista ou Estado Autoritário.

As mais recentes leis européias que regulam as sociedades anônimas têm procurado fazer esta incorporação e integração do trabalho na estrutura capitalista da empresa, transformando-a em uma unidade de capital e trabalho através da participação dos trabalhadores na sua administração e em seus lucros. O exemplo mais característico é o da Alemanha, onde a Lei exige uma participação dos empregados na administração, em proporções que variam de um terço até a metade, dependendo do número de empregados. Na Holanda já se exige que, no mínimo, dois empregados participem como membros da administração. Na Inglaterra e Itália são apontadas tendências no mesmo sentido. A Alemanha, é evidente, apresenta maior criatividade nesta área, devido ao esforço no sentido de oferecer uma vida social igualmente justa e equilibrada como resposta à irmã socialista. Recentemente, o projeto para a "Societas Europeae" — a multinacional européia propriamente dita, que virá a ser a sociedade anônima com acionistas, administração e operação em mais de um país — adota a fórmula alemã, exigindo participação dos empregados na administração. É a consagração do princípio da co-gestão.

Esta participação é de enorme vantagem para a vida das empresas e para os anseios da sociedade em geral. A integração dos empregados na vida da empresa e, de maneira mais estreita, no processo de produção, permite a solução de um desafio lançado desde Marx, e ainda não respondido satisfatoriamente: a alienação provocada pelo processo capitalista de produção.

Dir-se-ia que tal esquema não seria possível, pois a sociedade brasileira não estaria preparada para tanto ou que não seria assimilado pela estrutura política. É evidente que não procede tal argumento, pois é justamente na esfera política que a integração do trabalho na empresa produz melhores efeitos. Senão, vejamos: na época de uma reivindicação de melhores condições de trabalho, ou de majoração de salários em um esquema de co-gestão e participação nos lucros, os empregados, colocados na administração e participantes dos lucros, terão voz ativa na decisão que afetará os custos da empresa e, por conseguinte, os lucros e a própria sobrevivência da empresa. A participação dos empregados nas decisões de todos os cálculos

de custos e benefícios os levará a acatar a decisão que será, no final, a melhor para eles e para a empresa, que passarão a encarar como sua.

Por outro lado, os problemas sociais gerados pelo trabalho passarão a ser resolvidos no próprio local em que foram gerados: a empresa. Serão portanto problemas da empresa a serem por esta resolvidos dentro da sua estrutura, perdendo a característica de problemas nacionais, da alçada do Governo. Ficará, assim, afastada a possibilidade de greves regionais, nacionais, de solidariedade, etc., o que refletirá em um decréscimo de pressões políticas incômodas, sobre o governo, deixando-o em condições de mais eficientemente abrir o processo político.

Já é por demais proclamada e aceita a responsabilidade social da empresa. Na estrutura da Lei das S.A., esta responsabilidade está restrita e vinculada apenas ao empresário, sócio majoritário, público investidor minoritário e credores, o que limita tal responsabilidade a um setor reduzido da sociedade. Com a incorporação do trabalho à estrutura jurídica da empresa, ficaria melhor definido e ampliado o conceito da responsabilidade da empresa frente à sociedade. É de se observar ainda que, apesar de a sociedade anônima ser um "saco de dinheiro", como consideram muitos, sua evolução legislativa indica um movimento no sentido de minimizar os efeitos desta realidade em sua estrutura: a S.A. deixa de ser um fenômeno apenas do capital empreendedor. A administração da S.A., por exemplo, deveria vincular-se apenas ao capital que a elege. Por ser eleita pelos capitalistas – os acionistas – é natural concluir que somente a estes deve lealdade. No entanto, a disciplina jurídica da administração tem procurado distanciá-la deste compromisso original, e há uma tentativa, através de sua estruturação jurídica, de conferir um sentido de interesse público e social às decisões tomadas na esfera administrativa, impondo-lhe deveres que terminam por refletir os compromissos com os interesses coletivos.

Os elaboradores do Código Civil, e em geral a classe jurídica da época, apesar de terem produzido uma obra extraordinária e tecnicamente elogiável, são hoje menos respeitados e admirados por não terem levado em conta os conflitos do trabalho, já evidentes desde então. Tendo entrado em vigor em plena Primeira Guerra Mundial, o Código Civil não assimilou os conflitos básicos do tempo, não tomando conhecimento da realidade de maior evidência nas relações entre os indivíduos, que o Código procurava disciplinar: a pressão social decorrente do trabalho de massa, então nascente. Continuou a regular as relações do trabalho como mera locação de serviços, o que refletia mais a situação do século anterior e de uma sociedade que ainda não havia cruzado a revolução industrial do que a realidade já evidente e palpável deste século.

A Lei das Sociedades Anônimas igualmente comete este pecado ao refletir sobretudo as sociedades capitalistas mais avançadas do final da primeira metade do

século, deixando de incorporar os instrumentos que estas sociedades vêm utilizando nesta segunda metade, como é o caso da co-gestão e participação nos lucros, realidade palpitante dos nossos dias e dos próximos anos.

O movimento da história tem evidenciado a passagem do trabalho escravo para o trabalho decorrente do interesse. As novas formas de produção no final do último século no Brasil passaram a requerer interesse por parte de quem delas participava, o que foi suficiente para derrubar a escravidão. A mesma sorte já haviam tido os regimes escravistas na Grécia e Roma, que ruíram em face das novas formas de produção, responsáveis pelo advento da Idade Média, onde o trabalho servil foi apenas parcial.

A tônica do capitalismo tem sido o oferecimento de atrativos a despertar o interesse do trabalhador, em sentido crescente, segundo o fluxo da história. O nosso tempo indica que é hora de interessar mais o trabalhador na empresa, dando-lhe participação na administração e nos lucros. Por outro lado, a co-gestão e a participação nos lucros representam, para a sociedade brasileira de hoje, importantes instrumentos que melhor conduziriam à sua estabilidade pela evolução das suas instituições, e não pelo recurso à ordem. Se a classe jurídica não levar esses temas em consideração nos debates que necessariamente decorrerão do exame crítico dos primeiros tempos de implantação da nova Lei, não ficará imune a um julgamento bastante desconfortável pela História.

Oferecemos a você o único investimento onde o lucro é sempre certo:

LIVROS

Administração • Computação • Economia

EDITORA PIONEIRA

Ackeley	— Teoria Macroeconomica — 2 vols.	380,00
Drucker	— Administração — 3 vols.	580,00
Galbraith	— Moeda. De Onde veio, Para Onde Foi	180,00
Galbraith	— O Novo Estado Industrial	220,00
Johnson	— Administração Financeira — 2 vols.	440,00
Leftwich	— Sistemas de Preço e Alocação de Recursos	220,00
Standersky	— Consolidação de Balanços de Empresas Nacionais/ Multinacionais	120,00
Treuherz	— Análise Financeira por Objetivos	80,00
Treuherz	— Problemas de Controladoria.	90,00

EDITORA L.T.C.

Bastos	— Programação Cobol	170,00
Moretin	— Métodos Quantitativos p/Economistas e Administradores.	150,00
Puccini	— Matemática Financeira	210,00
Robinson	— Introdução à Economia	302,00
Skinner	— Auditoria Analítica	150,00
Van Horne	— Política e Administração Financeira — 2 vols.	380,00
Wonnacott	— Econometria.	250,00

EDIÇÕES IBMEC

Lemgruber	— Uma Análise Quantitativa do Sistema Financeiro no Brasil	175,00
João Régis	— Mercado de Ações: Uma Análise sobre o Sistema de Informações	120,00
Hugo R. Braga	— Introdução à Análise Contábil e Financeira.	100,00
Walter Ness	— A Influência da Correção Monetária no Sistema Financeiro	120,00

PRÓXIMO LANÇAMENTO

Walter Ness — Vantagens Financeiras das Empresas Multinacionais

À VENDA EM LIVRARIAS OU PELO REEMBOLSO POSTAL

DISAL — DISTRIBUIDORES ASSOCIADOS DE LIVROS LTDA.

Rua Vitória, 302/304 — CP 4817 — Tels. (011) 221-1011 — 221-1005 — 221-1205 — 01210 — SÃO PAULO

sac/ibmec

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

LEGISLAÇÃO*

Instrução nº 03 – CVM – 17/08/1978

– Define as condições a serem preenchidas pela companhia aberta, a fim de que possa ela obter o cancelamento de seu registro e, conseqüentemente, ser considerada como companhia fechada.

– Estabelece como condição para o cancelamento do registro a deliberação nesse sentido pelos acionistas representantes de, no mínimo, 51% do capital da companhia com ou sem direito de voto.

– Dispõe que o acionista controlador faça uma oferta pública para compra das ações dos acionistas minoritários e que, no mínimo, 75% desses acionistas vendam suas ações ou concordem com o cancelamento.

– Prevê a hipótese de acionistas minoritários, em número superior a 200, titulares de ações nominativas e possuidores de mais de 5% das ações em circulação no mercado, virem a se opor ao cancelamento do registro.

– Estipula o mecanismo da oferta pública e as informações a serem prestadas aos acionistas minoritários.

---

* Esta parte foi organizada por Liane Maia Simoni, Pesquisadora do IBMEC e Gilda Parga Lassance de Oliveira, Assistente de Pesquisa deste Instituto.

– Prevê a possibilidade de uma segunda oferta pública, caso a primeira não tenha obtido sucesso.

– Estabelece a possibilidade do cancelamento do registro de companhia cujo capital seja reduzido ou cujo número de acionistas minoritários seja pequeno e com percentagem não superior a 5% do capital social.

Nota Explicativa nº 08 – CVM – 17/08/1978

– Refere-se à Instrução nº 03 da própria CVM.

– Explica as condições a serem preenchidas pelas companhias abertas, a fim de que possam obter o cancelamento de seu registro e, conseqüentemente, transformarem-se em companhia fechada.

Instrução Normativa nº 41 – Ministério da Fazenda – 17/08/1978

– Estabelece normas para a correção monetária especial do ativo imobilizado no balanço de abertura do exercício social iniciado em qualquer dia do ano de 1978.

– Torna obrigatória a correção monetária especial do ativo imobilizado de que trata o art. 55 do D.L. nº 1598/77, para todas as pessoas jurídicas contribuintes do imposto sobre a renda com base no lucro real.

– Determina que a correção monetária do ativo imobilizado deverá ser procedida no balanço de abertura do exercício social que se iniciar no ano de 1978, podendo, excepcionalmente, ser efetuada até o último dia do ano de 1978, retroagindo, então, todos os seus efeitos à data de início do exercício social iniciado em 1978.

– Fixa o tratamento tributário do resultado da correção especial, determinando que o aumento líquido do ativo imobilizado, decorrente da correção especial, não será computado na determinação do lucro real do contribuinte.

– Possibilita à pessoa jurídica o reajustamento do saldo de abertura das contas relativas a investimentos em participações societárias existentes no início do exercício, para registrar, como acréscimo ao custo de aquisição, o valor nominal das ações ou quotas bonificadas distribuídas pela sociedade objeto do investimento.

– Não inclui entre estas disposições as ações ou quotas bonificadas resultantes da capitalização da reserva formada com o saldo da correção especial do imobilizado em 1978, nem as resultantes da incorporação ao capital da correção dos lucros ou reservas.

Ato Declaratório (Normativo) nº 16 – CST – 31/08/78

– Declara às Superintendências Regionais da Receita Federal e demais interessados que as Caixas de Liquidação das Bolsas de Valores podem firmar os formulários de declaração de propriedade de títulos ao portador, correspondentes aos títulos dos quais seja depositária.

Parecer Normativo nº 77 - CST – 04/09/78

– Refere-se à incidência do Imposto Suplementar de Renda sobre rendimentos de residentes ou domiciliados no exterior, de que trata o art. 43 da Lei nº 4.131, de 03/09/62, – que dispõe sobre a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior – disciplinando os seguintes tópicos: incidência; composição dos triênios; apuração do excesso de remessas e cálculo do imposto.

Resolução nº 490 – BACEN – 14/09/78

– Estabelece condições mediante as quais pode ser autorizada a instalação de agência de banco comercial não federal em municípios assistidos por agências pioneiras de outros bancos e por mais de uma agência de banco(s) federal(ais) e/ou da Caixa Econômica Federal.

Resolução nº 492 – BACEN – 14/09/78

– Estabelece nova base de cálculo para ajustamento do capital mínimo do banco comercial sediado em município que não o da capital do Estado.

Parecer Normativo nº 78 – CST – 15/09/78

– Refere-se a investimentos em Sociedades Coligadas ou Controladas avaliados pelo valor do patrimônio líquido.

– Dispõe que investimentos relevantes e influentes em sociedades coligadas ou controladas devem ser avaliados pelo valor do patrimônio líquido nas sociedades

anônimas, nas demais sociedades quando devam refletir-se no balanço de sociedade anônima, e nas sociedades em que o exija lei especial.

Parecer Normativo nº 79 – CST – 15/09/78

– Estabelece que o limite para exclusão da manutenção do capital de giro próprio é o lucro real do exercício, mesmo que parte deste já tenha sido incorporado ao capital social.

Parecer Normativo nº 82 – CST – 19/09/78

– Dispõe que o ágio pago na aquisição de participação de capital deve ser compensado com o ajuste do investimento por reavaliação dos correspondentes bens do ativo da coligada ou controlada.

– Estabelece que a extinção, exceto por liquidação, ou transformação da coligada ou controlada não implica tributação imediata da reserva de reavaliação.

Portaria nº 513 – Ministério da Fazenda – 21/09/78

– Dispõe que, para os efeitos do art. 4º, do Decreto-Lei nº 1.494, de 7 de dezembro de 1976, a expressão "financiamento de operações a termo", refere-se às operações de compra à vista e simultânea venda a termo, por um mesmo comitente.

– Estipula que a base de cálculo do Imposto de Renda na fonte – definida no citado artigo como o rendimento bruto obtido no financiamento de operações a termo – é determinada pela diferença entre o preço da venda a termo, sem subtração das comissões e corretagens pagas pela venda, e o preço de compra à vista, sem que lhe sejam adicionadas as comissões e corretagens devidas na compra.

– Estabelece que a incidência do Imposto de Renda na fonte, prevista no citado art. 4º, não ocorre quando o financiador for pessoa jurídica, para o qual prevalece o conceito de rendimento bruto acima mencionado.

Parecer de Orientação nº 01 – CVM – 27/09/78

– Refere-se à interpretação do § 1º, do art. 170, da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre o aumento de capital através da emissão de novas ações, estipulando que o preço da emissão dessas ações deve ser fixado levando-se em consideração o valor da cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, objetivando, com isso, evitar a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las.

– Entende que a maior questão a ser considerada no que se refere à eficácia do § 1º, do art. 170, é saber sempre, na hipótese da constatação de uma diluição da participação dos antigos acionistas, se a mesma foi ou não justificada.

– Considera como dever da Companhia Aberta envidar seus maiores esforços no sentido de fazer com que o mercado venha a refletir o real valor de suas ações, devendo sempre ser analisada a ocorrência da mencionada hipótese de "diluição justificada" da participação dos antigos acionistas.

Instrução nº 04 – CVM – 24/10/78

– Dispõe sobre as normas relativas ao Registro de Auditores Independentes na Comissão de Valores Mobiliários.

– Extingue a antiga figura do Auditor Independente vinculado, instituindo apenas duas categorias de registro: a do Auditor Independente – Pessoa Física, e a do Auditor Independente – Pessoa Jurídica.

– Considera requisito indispensável para o registro na CVM que o contador esteja registrado e a sociedade esteja inscrita no Conselho Regional de Contabilidade.

– Estabelece as condições para o registro e prevê os casos em que pode ou deve recusar, suspender ou mesmo cancelar esse registro ou aplicar uma outra penalidade, uma vez descumprido determinado dispositivo legal, acarretando a inabilitação provisória ou definitiva para o exercício da atividade de Auditor Independente na área de jurisdição da CVM.

– Dispõe que o Auditor Independente é civilmente responsável, ilimitadamente, pelos prejuízos que causar a terceiros em decorrência do exercício de suas funções, e exige, para efeito de registro, que as sociedades sejam constituídas sob a forma de sociedade civil, cujos sócios sejam todos Contadores registrados no Conselho Regional de Contabilidade e que incorporem no respectivo contrato social a cláusula de responsabilidade solidária e ilimitada, concedendo, para as sociedades já existentes um prazo de 12 meses para adaptação à nova regra, sob pena de terem automaticamente cancelados seus registros.

– Estabelece o registro automático na CVM dos Auditores Independentes que estavam registrados no Banco Central, estipulando as exigências a serem cumpridas.

Nota Explicativa nº 09 – CVM – 24/10/78

– Refere-se à Instrução nº 04, de 24/10/78, da CVM, que dispõe sobre as normas relativas ao registro de Auditor Independente na Comissão de Valores Mobiliários.

Decreto-Lei nº 1.641 – 07/12/78

– Institui a tributação do Imposto de Renda sobre os lucros superiores a Cr$ 4 milhões, obtidos com a venda de imóveis, sobre os quais recairá a alíquota de 25%.

– Permite, na apuração do lucro sujeito à tributação, a correção monetária do custo do imóvel, pela variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), de modo a se evitar a incidência sobre valores nominais.

– Permite a dedução de um percentual de 10% por ano completo transcorrido entre a data de aquisição e a de alienação do imóvel.

– Reduz a 10% da renda bruta o abatimento das despesas com contribuições e doações a instituições filantrópicas, educacionais, culturais ou de pesquisa científica.

– Estipula o pagamento de uma alíquota de 50% do Imposto de Renda na Fonte sobre os rendimentos reais (definidos como 20% do rendimento nominal) de letras de câmbio, depósitos a prazo fixo e debêntures em geral de correção monetária prefixada.

Decreto-Lei nº 1.642 – 07/12/78

– Altera a tabela progressiva para cálculo do Imposto de Renda, que passa a vigorar da seguinte forma:

Classes de Renda Líquida (em Cr$)			Alíquota %
	Até	65.000	Isento
De 65.001,	a	92.000	5
De 92.001	a	120.000	10
De 120.001	a	157.001	15
De 157.001	a	205.000	20
De 205.001	a	270.000	25
De 270.001	a	350.000	30
De 350.001	a	460.000	35
De 460.001	a	600.000	40
De 600.001	a	950.000	45
De 950.001	a	1.400.000	50
Acima	de	1.400.000	55

– Transforma em crédito, a restituir ou a deduzir do imposto a pagar, os valores do incentivo do Decreto 157 inferiores a Cr$ 700,00.

– Permite ao contribuinte a indicação, na sua declaração, do Fundo em que deseja realizar sua aplicação.

– Estipula que ficam sujeitos ao desconto do Imposto de Renda na fonte, à alíquota de 10%, como antecipação do devido na declaração, os rendimentos mensais de aluguéis superiores a Cr$ 6.000, quando devidos por pessoa jurídica à pessoa física.

– Estabelece que os *royalties*, quando pagos por empresas ao contribuinte, sob forma de antecipação do imposto por elas devido, ficará sujeito a Imposto de Renda na Fonte.

– Isenta do Imposto de Renda os proventos de aposentadoria até o limite de Cr$ 180 mil anuais das pessoas físicas que tenham 65 anos ou mais.

Decreto-Lei nº 1.643 – 07/12/78

– Prorroga até o exercício financeiro de 1982 a vigência da alíquota especial incidente sobre o lucro real das empresas de serviços públicos de saneamento básico, de energia elétrica e de telecomunicações.

Decreto-Lei nº 1.647 – 18/12/78

– Altera o regime de Tributação simplificada vigente para a pequena e média empresas.

– Eleva para 27 mil ORTNs a receita bruta anual da firma individual e a sociedade por quotas de responsabilidade limitada ou em nome coletivo, que poderá optar pelo pagamento do Imposto de Renda com base no lucro presumido.

– Estabelece que a empresa, para optar pelo pagamento do Imposto de Renda com base no lucro presumido, não pode ter capital registrado excedente ao valor de 5 mil ORTNs.

– Estipula que o Imposto de Renda passa a ser calculado sobre 30% do lucro presumido, determinado mediante aplicação de novos coeficientes sobre a receita bruta operacional.

– Reduz de 100% para 70% o percentual a ser aplicado sobre o lucro da empresa para cálculo do montante a ser rateado entre os sócios na declaração da cédula "F".

– Reduz de 6% para 5% do percentual para apuração do rendimento na cédula "C" ("pro-labore"), admitindo-se que o montante assim calculado seja distribuído entre os sócios que efetivamente prestarem serviços à sociedade e não entre os sócios em função de sua participação no capital.

Decreto-Lei nº 1.648 – 18/12/78

– Estipula o procedimento de diferir a tributação de lucros não realizados decorrentes de contratos com empresas governamentais.

– Estende às empresas individuais a aplicação da presunção de omissão de receitas na ocorrência de suprimentos não-comprovados.

– Estabelece que o lucro real fica inalterado pelos ganhos ou perda de capital por mudança na composição do capital social da empresa coligada ou controlada.

– Estipula que será deduzida do lucro real a correção monetária de parcela dos lucros realizados no ano-base, porém de competência de exercícios futuros, correspondentes a obras em andamento na base de 50%, obedecido o prazo de 3 exercícios financeiros.

– Dispõe que poderá ser excluída do lucro líquido do exercício, para efeito de determinar o lucro real, parcela do lucro da empreitada ou fornecimento computado no resultado do exercício, proporcional à receita dessas operações consideradas nesse resultado e não recebida até a data do balanço de encerramento.

EXTRATOS DE JURISPRUDÊNCIA*

ÍNDICE

1. **Contrato de Câmbio** 513
2. **Encampação de Empresa** 514
3. **Execução Fiscal** 514
4. **Lei da Usura (Revogação da, pela Lei da Reforma Bancária)** 514
   – *Legalidade da cobrança das comissões de: permanência, serviço, remuneratória e outros encargos* 514
5. **Liquidação Extrajudicial** 516
6. **Nome Comercial** 517
7. **Responsabilidade de Diretor de S/A** 517
8. **Tributos (Cobrança de)** 518
9. **Tributos (Restituição de)** 519

Extrato da Jurisprudência selecionada sobre legislação de Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras, no período de julho de 1978 a 15 de dezembro de 1978, do Supremo Tribunal Federal e Tribunal Federal de Recursos.

1. Contrato de Câmbio

"(...) Falência e Concordata. Cabe pedido de restituição da importância adiantada por instituição financeira, por conta de contrato de câmbio (§ 3º, do art. 75 da Lei nº 4.728-65).

Recurso extraordinário conhecido e provido."

(RE 86.345-1/STF, 19/6/78, publicado no DJU de 11/9/78, nº 173, p. 6.790)

* Esta parte foi organizada por Maria Cristina de Souza Barbosa, Assistente de Pesquisas do Departamento de Estudos e Pesquisas do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC –, e por Ariadna Bohomoletz Gaal, estagiária do referido Instituto.

2. Encampação de Empresa

"(...) Encampação de Empresa. Indenização. *Pactuado o pagamento em ações da companhia sucessora, celebrou-se, sem dúvida, obrigação de dar coisa certa, assim configurada desde a posterior fixação do* quantum *daquelas ações. Entretanto, não reclamada a tradição da coisa, senão que com a citação para a ação, a contar daí, com a constituição do devedor em mora, é que passaram a pertencer aos credores os frutos e acréscimos. Inteligência do art. 868 e parágrafos, do Código Civil, conforme as peculiaridades da hipótese."*

(EAC 26.624/TFR, 12/5/77, publicado no DJU de 24/11/78, nº 224, p. 9.489)

3. Execução Fiscal

"(...) Mandado de Segurança. Indeferimento da inicial. Lei nº 1.533-51, artigo 8º.

I – Mandado de segurança impetrado por acionista de uma empresa que está sendo submetida a uma execução fiscal e que, nos autos desta, foi pedida a sua citação, com penhora de bens do seu patrimônio pessoal, o que foi deferido. Segurança pedida para o fim de não serem penhorados os bens particulares do acionista impetrante.

II – Inicial indeferida (Lei nº 1.533-51, artigo 8º), por isso que dispõe o requerente de meios processuais próprios para atacar, nos autos da execução fiscal, o ato impugnado. Por outro lado, o despacho que ordenou a citação do ora impetrante, diretor da empresa, tem base em lei, porque, em tese, responde o dirigente da empresa pelas dívidas desta (CNT, artigo 135, III). Nos embargos, demonstrará o impetrante, se for o caso, que não lhe cabe responsabilidade pelo débito. O Mandado de Segurança, pois, não tem cabimento, a menos que seja o remédio de direito constitucional transformado em panacéia processual.

III – Agravo regimental desprovido. Despacho confirmado."

(Ag. RMS 82.859/TFR, 9/2/78, publicado no DJU de 24/8/78, nº 162, p. 6.154)

4. Lei da Usura (Revogação da, pela Lei da Reforma Bancária)

– Legalidade da cobrança das comissões de: permanência, serviço, remuneratória e outros encargos.

"(...) Ação de Rito Sumaríssimo. Restituição de importância para a título de taxa remuneratória de serviço inserta em contrato de mútuo hipotecário celebrado com a Caixa Econômica Federal. Procedência.

Apelação. Provimento. Legalidade da exigência da taxa a lei número 4.595, de 31 de dezembro de 1964, revogou a Lei da Usura (Decreto nº 22.626, de 27 de abril de 1933) na parte referente às operações com as Instituições de Crédito submetidas ao controle do Conselho Monetário Nacional. Decisão do Supremo Tribunal Federal, em Reunião Plenária no Recurso Extraordinário nº 78.953 (Diário da Justiça de 11 de abril de 1975, página 2.307)."

(AC 43.217/TFR, 28/11/75, publicado no DJU de 14/8/78, nº 154, p. 5.788)

"(...) Taxa de Serviço – *As entidades do sistema financeiro nacional podem cobrar juros acima de 12%, em virtude de disposição constante da Lei nº 4.595, de 1964 (art. 4º, IX), que atribui ao Conselho Monetário Nacional limitar os juros, relativamente às aludidas entidades.*

Entendimento do E. Supremo Tribunal Federal. (...)"

(EAC 36.229/TFR, 2/9/76, publicado no DJU de 26/10/78, nº 205, p. 8.461)

"(...) Mútuo. Juros e condições. A Caixa Econômica faz parte do Sistema Financeiro Nacional artigo 1º, inciso V. da Lei número 4.595-64 e, em conseqüência está sujeita às limitações e a disciplina do Banco Central, inclusive quanto às taxas e juros e mais encargos autorizados.

O artigo 1º do Decreto número 22.626-33 está revogado não pelo desuso ou pela inflação, mas pela Lei número 4.505-64 pelo menos ao pertinente às operações com as instituições de crédito públicas ou privadas que funcionam sob o estrito controle do Conselho Monetário Nacional. (...)"*

(AMS 79.863/TFR, 23/5/77, publicado no DJU de 20/9/78, nº 180, p. 7.194)

"(...) Lei de usura. Taxa remuneratória de serviços cobrada por instituição que integra o sistema financeiro nacional. Incidência da Súmula 596. Conhecido e

---

* O correto é 4.595-64

provido o recurso extraordinário da segunda recorrente, Caixa Econômica do Estado de São Paulo, prejudicado o da primeira, Prefeitura Municipal de Rio Claro."

(RE 80.324/STF, 16/6/78, publicado no DJU de 1/9/78, nº 168, p. 6.470)

"(...) Juros. Taxa de expediente. Inaplicabilidade das disposições do Decreto número 22.626 de 1933 por se tratar de operação realizada por instituição que integra o Sistema Financeiro Nacional (Súmula 596)

Recurso Extraordinário conhecido e provido."

(RE 84.859/STF, 1/9/78, publicado no DJU de 16/10/78, nº 197, p. 8.021)

"(...) Taxa remuneratória cobrada pela Caixa Econômica do Estado de São Paulo. Inexistência de ofensa à Lei de Usura.

Não ofendem à Lei de Usura as taxas cobradas pelos Estabelecimentos Financeiros com base em autorização de Resolução do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central."

(RE 88.389-4/STF, 3/10/78, publicado no DJU de 27/10/78, nº 206, p. 8.494)

5. Liquidação Extrajudicial

"(...) Instituição Financeira.

Liquidação.

É competente a justiça estadual para conhecer e decidir as questões contra elas movidas (CJ nºs 5.912 Relator Ministro Cordeiro Guerra – DJ de 8-7-76, página 5.111; 5.96 – Relator Ministro Rodrigues Alckmin – DJ de 8-1-75, pág. 69 e RE número 76.287, relator Ministro Aliomar Baleeiro – DJ de 26-10-78 pág. 8.105)".

(CC 3.256/TFR, 3/8/78, publicado no DJU de 24/11/78, nº 224, p. 9.488)

"(...) Sociedade. Liquidação extra-judicial. Decadência do direito, por não se ter ingressado com a ação no prazo fixado pelo Dec.-lei nº 9.346, de 1946. Interpretação razoável do direito federal (Súmula 400). Aplicação, ainda, das Súmulas 282 e 356.

Recurso extraordinário não conhecido."

(RE 84.766-9/STF, 26/9/78, publicado no DJU de 10/11/78, nº 215, p. 8.949)

6. Nome Comercial

"(...) Nome de sociedade comercial, VEPLAN e VIPLAN. Semelhança gráfica e quase identidade fonética entre a denominação de duas empresas que se dedicam à construção imobiliária, além de outras atividades do mesmo gênero, embora não perfeitamente iguais. Recurso extraordinário conhecido e provido, para julgar procedente a ação visando à modificação do nome da recorrida."

(RE 89.424-1/STF, 19/6/78, publicado no DJU de 25/8/78, nº 163, p. 6.181)

7. Responsabilidade de Diretor de S/A

"(...) Os sócios, em regra, não respondem pelos débitos da pessoa jurídica de que façam parte. As pessoas jurídicas têm existência distinta da de seus membros (art. 20 do Código Civil). Os diretores de sociedades anônimas não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade (Lei das Sociedades Anônimas, art. 158). Todavia, 'são pessoalmente responsáveis pelos créditos correspondentes a obrigações tributárias, resultantes de atos praticados com excesso de poderes ou infração de lei, contrato social ou estatutos, os diretores, gerentes e representantes de pessoas de direito privado (CIN, art. 135. II).'

Não provada a responsabilidade de Diretor-Presidente de Sociedade Anônima."

(REO 45.382/TFR, 27/2/78, publicado no DJU de 14/8/78, nº 154, p. 5.788/89)

"(...) Sociedade Anônima.

Fraude cambial inimputável ao Diretor Presidente eleito vários anos depois do fato, e do qual somente tomou conhecimento por ocasião da penhora sobre bem de sua propriedade, realizada vinte e dois anos após."

(REO 47.081/TFR, 17/5/78, publicado no DJU de 21/8/78, nº 159, p. 5.981)

8. Tributos (Cobrança de)

"(...) I.R. Pessoa Jurídica. Direito a abatimento do imposto retido na fonte pagadora de juros de debêntures (Dec. 51.900-68). Ilegitimidade da distinção entre pessoa física e jurídica para esse efeito."

(REO 48.440/TFR, 19/5/78, publicado no DJU de 6/10/78, nº 192, p. 7.806)

"(...) Imposto de Renda. Tributação de suprimentos de diretores e membros do Conselho Fiscal, aportados a periódicos aumentos de capital da pessoa jurídica. E, também, dos depósitos nas contas particulares das pessoas física. Inexistência de omissão de receita ou de quaisquer indícios do seu desvio. Não é lícito tributar-se a pessoa jurídica por presunção de fraude tanto mais a vista dos livros examinados pelo Fisco. Precedentes do Primeiro Conselho de Contribuintes, com orientação oposta ao da fiscalização, na espécie. Princípio da cobrança do tributo mediante atividade plenamente vinculada (art. 3º, in fine, do CTN). Ausência de arbítrio da autoridade fiscal e seu dever de determinar o rendimento (art. 361, do RIR), mediante enquadramento da infração no texto violado (art. 355; do RIR). (...)"

(AC 45.952/TFR, 28/8/78, publicado no DJU de 26/10/78, nº 205, p. 8.454)

"(...) 1. Amortização, de ações ao portador efetivada por sociedade anônima nos termos do art. 18 do Decreto-lei nº 2.627-40 mas em antes do advento da Lei n. 2.862-56. Estava sujeita ao imposto de renda retido na fonte. Artigo 96, 3º, c, I, do Regulamento aprovado pelo Decreto n. 36.773-55.

2. Embargos de divergência da União admitidos pelo STF para determinar ao pagamento do imposto no caso."

(ERE 74.569-6/STF, 13/9/78, publicado no DJU de 20/10/78, nº 201, p. 8.205)

"(...) Imposto de Renda. A falta de dispositivo expresso, não incide sobre parcelas recebidas a título de correção monetária do preço de venda de ações.

Recurso extraordinário não conhecido."

(RE 89.791-7/STF, 3/10/78, publicado no DJU de 20/10/78, nº 201, p. 8.206)

9. Tributos (Restituição de)

"(...) Ação ordinária de restituição de tributos. Isenção concedida por Lei. Legitimidade da incorporadora para representar a antiga beneficiária. Importação de equipamentos sem similar nacional. Procedência em parte do pedido.

Legitimidade da incorporadora *da antiga beneficiária, que a sucedeu no ativo e passivo, para pedir a devolução dos tributos pagos indevidamente, nos termos do art. 152, "caput", da então vigente Lei das Sociedades Anônimas – Dl. número 2.627-40. Inaplicável à espécie o artigo 123, do C.T.N., por ser posterior e pela ressalva, nele contida, quanto aos efeitos, da existência de dispositivo legal, em contrário.*

Incorporados os bens adquiridos ao ativo da empresa, sem venda imediata, não há como afirmar-se que terceiro ou consumidor sofreu a exigência. Aplicabilidade da Súmula número 546 da Suprema Corte, independentemente de qualquer prova, senão o fato em si mesmo.

A isenção concedida pela Lei número 4.955, de 26 de abril de 1966, para importação de equipamentos, sem similar nacional, abrange o imposto de importação e a taxa de despacho aduaneiro, mas não o imposto de consumo, de autonomia definida."

(AC 37.997/TFR, 3/3/78, publicado no DJU de 3/11/78, nº 210, p. 8.720)

NOSSO MELHOR ANÚNCIO É A PRÓPRIA Rbmec

LÍDIO FERREIRA JÚNIOR
ARTES GRÁFICAS E EDITORA LTDA.
FOTOCOMPOSIÇÃO • FOTOLETRA • FOTOLITO • IMPRESSÃO OFFSET

MATRIZ: Rua dos Inválidos, 143
Tels: 232-6177 - 232-8511 - 232-5956 - 222-2239 - Rio de Janeiro - RJ.
FILIAL: Rua Mayrink, 267
Tel: 71-1767 - São Paulo - SP.

REVISTA BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS

VOLUME 4
1978

Uma Publicação Quadrimestral do
Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

Rio de Janeiro, Brasil

EXPEDIENTE

Diretor Responsável
Horacio de Mendonça Netto

Editor
Helio O. Portocarrero de Castro

Coordenador Editorial
Learte Saint-Clair

Secretária Executiva
Ângela Ximenes de Abreu

CONSELHO EDITORIAL

Horacio de Mendonça Netto

Helio Oliveira Portocarrero de Castro

José Luiz Melo

Maria Bárbara Levy

Nelson Laks Eizirik

Pedro Carvalho de Mello

Walter L. Ness, Jr.

ÍNDICE GERAL

— em ordem de apresentação —

Rbmec n=10

ARTIGOS

O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás – Horacio de Mendonça Netto e Nelson Laks Eizirik . . . . . .nº 10 7

Regulação de Títulos de Empresas no Reino Unido – Os Méritos da Auto-Regulação – Barry Alexander K. Rider e Elaina J. Hew . . . . . .nº 10 21

Eficiência Informacional Fraca de Mercados de Capitais sob Condições de Inflação – Ney O. Brito . . . . . .nº 10 63

Políticas de Taxa de Câmbio e Fluxos de Capital Financeiro – Florian A. Alburo e Fred R. Glahe . . . . . .nº 10 87

Uma Análise da Correção Monetária Brasileira para Ativos Fixos – Richard P. Brief . . . . . .nº 10 109

O Papel dos Bancos de Investimento como Instituições de Crédito a Longo Prazo – Alfredo Behrens. . . . . .nº 10 123

NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre o Caso Petrobrás – Helio O. Portocarrero de Castro. . . . . .nº 10 137

Comentário ao Anteprojeto sobre os Fundos 157 – Horacio de Mendonça Netto et alii . . . . . .nº 10 141

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação – Liane Maria Pires Maia . . . . . .nº 10 151

Extratos de Jurisprudência – Ivan Vernon Gomes Torres Júnior. . . .nº 10 155

SUPLEMENTO Nº 1 – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .nº 10

Rbmec n=11

ARTIGOS

Reflexões sobre o Processo de Modernização do Mercado Acionário no Brasil – Horacio de Mendonça Netto . . . . . .nº 11 169

Aplicadores em Fundos Fiscais 157: Sua Desinformação sobre o Sistema 157 e seu Desinteresse pelo Mercado de Ações – José Luiz Melo . . .nº 11 183

Políticas Setoriais de Crédito e Investimento – Maxwell J. Fry. . . . .nº 11 199

Reforma Financeira Argentina: Algumas Reflexões – David Szyniak .nº 11 225

Preço de Emissão – Felix Ruiz Alonso . . . . . .nº 11 237

Fundos de Pensão Públicos e Privados nos Estados Unidos: Seu Papel no Desenvolvimento do Mercado de Capitais – Eirik G. Furubotn e Peter S. Rose . . . . . .nº 11 253

SEÇÃO ESPECIAL

Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras – CVM . . . . . .nº 11 283

NOTAS E COMENTÁRIOS

Sobre a Viabilidade de Convivência de Empresas Independentes e Conglomerados no Setor Financeiro – Helio O. Portocarrero de Castro. . . .nº 11 301

O Tribunal de Contas e as Empresas Privadas – Nelson Laks Eizirik .nº 11 307

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação – Liane Maria Pires Maia e Gilda Parga Lassance de Oliveira . . . . . .nº 11 315

Extratos de Jurisprudência – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal. . . . . .nº 11 323

SUPLEMENTO Nº 2 – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .nº 11

Rbmec n=12

ARTIGOS

Bancos Estaduais de Desenvolvimento: Conflitos de Objetivos e a Estratégia de Atuação Regional – Pedro Carvalho de Mello . . . . . .nº 12 337

A Empresa Estatal no Mercado de Capitais – Walter L. Ness, Jr.. . . .nº 12 359

Crescimento, Ciclos Econômicos e Inflação: Uma Descrição do Caso Brasileiro – Claudio R. Contador . . . . . .nº 12 379

As Indecisões do Intervencionismo no Brasil após 1930. Estudo de um Caso: A Política Cambial do Brasil na Época Vargas – Geraldo de Beauclair M. de Oliveira . . . . . .nº 12 403

Os Mercados Monetário e de Capitais de Economias em Desenvolvimento – Uma Argumentação em Favor do Planejamento – David Gill . . .nº 12 435

Estrutura do Mercado das Sociedades Corretoras – Miguel Dirceu Fonseca Tavares . . . . . .nº 12 453

NOTAS E COMENTÁRIOS

Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores – Algumas Reflexões – Reginaldo Ferreira Pereira. . . . . .nº 12 491

Co-Gestão, Participação nos Lucros e a Lei das S.A. – Vivaldo Vieira Barbosa . . . . . .nº 12 497

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

Legislação – Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira . .nº 12 505

Extratos de Jurisprudência – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal. . . . . .nº 12 513

SUPLEMENTO Nº 3 – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .nº 12

— em ordem alfabética por autor —

ALBURO, Florian A. e GIAHE, Fred R. – Políticas de Taxa de Câmbio e Fluxos de Capital Financeiro (Artigos) . . . . . .nº 10 87

ALONSO, Felix Ruiz – Preço de Emissão (Artigos). . . . . .nº 11 237

BARBOSA, Maria Cristina de Souza e GAAL, Ariadna Bohomoletz – Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência). . . . . .nº 11 323

BARBOSA, Maria Cristina de Souza e GAAL, Ariadna Bohomoletz – Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) . . . . . .nº 12 513

BARBOSA, Vivaldo Vieira – Co-Gestão, Participação nos Lucros e a Lei das S.A. (Notas e Comentários) . . . . . .nº 12 497

BEHRENS, Alfredo – O Papel dos Bancos de Investimento como Instituições de Crédito a Longo Prazo (Artigos) . . . . . .nº 10 123

BRIEF, Richard P. – Uma Análise da Correção Monetária Brasileira para Ativos Fixos (Artigos) . . . . . .nº 10 109

BRITO, Ney O. – Eficiência Informacional Fraca de Mercados de Capitais sob Condições de Inflação (Artigos) . . . . . .nº 10 63

CASTRO, Helio O. Portocarrero de – Sobre a Viabilidade de Convivência de Empresas Independentes e Conglomerados no Setor Financeiro (Notas e Comentários) . . . . . .nº 11 301

CASTRO, Helio O. Portocarrero de – Sobre o Caso Petrobrás (Notas e Comentários) . . . . . .nº 10 137

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras (Seção Especial) . . . . . .nº 11 283

CONTADOR, Claudio R. – Crescimento, Ciclos Econômicos e Inflação: Uma Descrição do Caso Brasileiro (Artigos) . . . . . .nº 12 379

EIZIRIK, Nelson Laks – O Tribunal de Contas e as Empresas Privadas (Notas e Comentários) . . . . . .nº 11 307

FRY, Maxwell J. – Políticas Setoriais de Crédito e Investimento (Artigos) . . . . . .nº 11 199

FURUBOTN, Eirik G. e ROSE, Peter S. – Fundos de Pensão Públicos e Privados nos Estados Unidos: Seu Papel no Desenvolvimento do Mercado de Capitais (Artigos) . . . . . .nº 11 253

GILL, David – Os Mercados Monetário e de Capitais de Economias em Desenvolvimento – Uma Argumentação em Favor do Planejamento (Artigos) . . . . . .nº 12 435

MAIA, Liane Maria Pires – Legislação (Legislação e Jurisprudência) .nº 10 151

MAIA, Liane Maria Pires e OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de – Legislação (Legislação e Jurisprudência) . . . . . .nº 11 315

MELLO, Pedro Carvalho de – Bancos Estaduais de Desenvolvimento: Conflitos de Objetivos e a Estratégia de Atuação Regional (Artigos) . . . .nº 12 337

MELO, José Luiz – Aplicadores em Fundos Fiscais 157: Sua Desinformação sobre o Sistema 157 e seu Desinteresse pelo Mercado de Ações (Artigos) . . . . . .nº 11 183

MENDONÇA NETTO, Horacio de – Reflexões sobre o Processo de Modernização do Mercado Acionário no Brasil (Artigos) . . . . . .nº 11 169

MENDONÇA NETTO, Horacio de et alii – Comentário ao Anteprojeto sobre os Fundos 157 (Notas e Comentários) . . . . . .nº 10 141

MENDONÇA NETTO, Horacio de e EIZIRIK, Nelson Laks – O Privilegiamento de Informações e o Caso Petrobrás (Artigos) . . . . . .nº 10 7

NESS, JR., Walter L. – A Empresa Estatal no Mercado de Capitais (Artigos) . . . . . .nº 12 359

NESS, JR., Walter L. e SILVA, Rosanne H. Rebelo da – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas (SUPLEMENTO Nº 1) . . . .nº 10

NESS, JR., Walter L. e SILVA, Rosanne H. Rebelo da – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas (SUPLEMENTO Nº 2) . . . .nº 11

NESS, JR., Walter L. e SILVA, Rosanne H. Rebelo da – Análise Conjuntural Financeira das Companhias Abertas (SUPLEMENTO Nº 3) . . . .nº 12

OLIVEIRA, Geraldo de Beauclair M. de – As Indecisões do Intervencionismo no Brasil após 1930. Estudo de um Caso: A Política Cambial do Brasil na Época Vargas (Artigos) . . . . . .nº 12 403

PEREIRA, Reginaldo Ferreira – Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores – Algumas Reflexões (Notas e Comentários) . . . . . .nº 12 491

RIDER, Barry Alexander K. e Hew, Elaina J. – Regulação de Títulos de Empresas no Reino Unido – Os Méritos da Auto-Regulação (Artigos) .nº 10 21

SIMONI, Liane Maia e OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de – Legislação (Legislação e Jurisprudência) . . . . . .nº 12 505

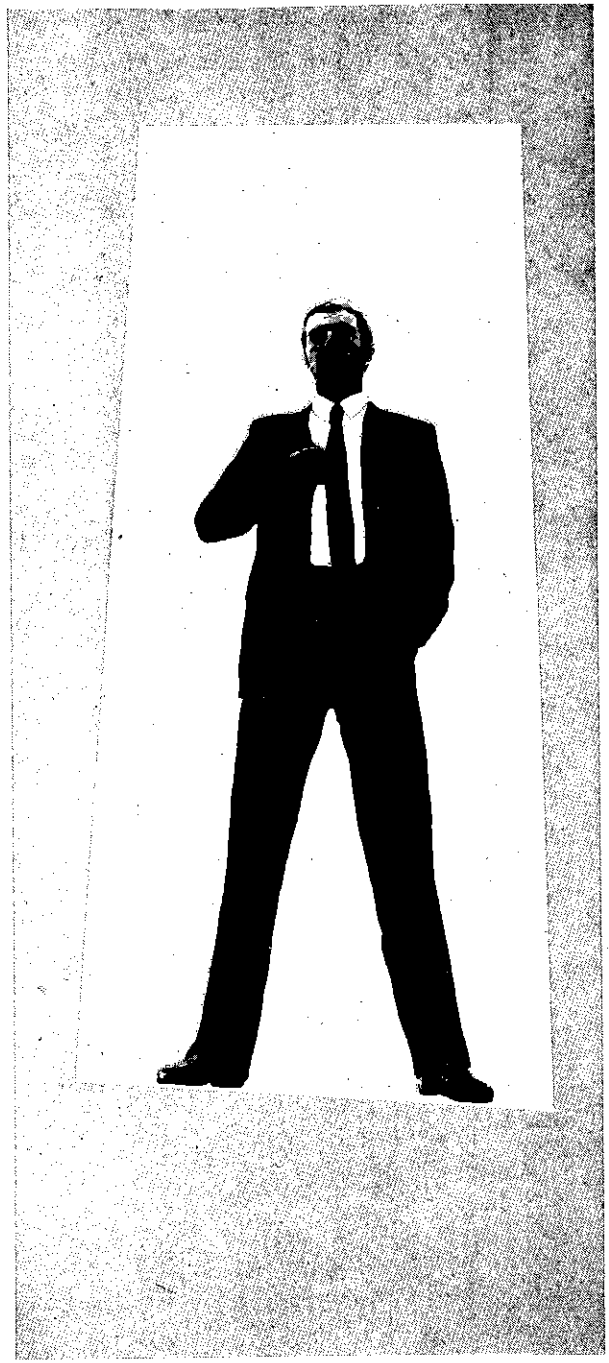
SZYNIAK, David – Reforma Financeira Argentina: Algumas Reflexões (Artigos) . . . . . .nº 11 225

TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca – Estrutura do Mercado das Sociedades Corretoras (Artigos) . . . . . .nº 12 453

TORRES JÚNIOR, Ivan Vernon Gomes – Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) . . . . . .nº 10 155

Estamos colocando ao seu alcance um vendedor que faz 20.000 visitas por mês.

Interessa?



Mensalmente,
CONJUNTURA ECONÔMICA
chega às mãos
mais importantes deste país.
Mãos de executivos
do governo e da iniciativa privada,
todos com alto poder
de decisão e de compra.
Hoje, mais do que nunca,
eles precisam consultar
CONJUNTURA ECONÔMICA.
Um mercado altamente selecionado,
onde milhares de compradores
estarão atentos à sua mensagem.
Não fique de fora.
As empresas que mais crescem
neste país garantem que estão
muito satisfeitas com este vendedor.

Anuncie em
CONJUNTURA ECONÔMICA

EDITORA DA FGV
Praia de Botafogo, 188
Tel.: 266-1512, r. 351
Rio de Janeiro - RJ

N.Cham. 332.678 1 P
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais

v.4, n.12, set. 1978 PUC-Rio - PUCB 00205213

BIBLIOTECA P.U.C.R.J.
DRD 106
22 AGO 88
23.09.83
16 MAI 85
ESTE LIVRO DEVE SER DEVOLVIDO NA ÚLTIMA DATA CARIMBADA

...sonalidades do país. ... mais importantes

MÍDIA QUALIFICADA
SELEÇÃO DE LEITORES QUALIFICADOS

Em verdade é o "primeiro time" dos homens que tomam e executam decisões.
Consulte-nos sobre tarifas e duas inovações sensacionais: sistema "feed-back" e Balcão de Assinaturas.

O BC é por lei um órgão autorizado pelo MIC a publicar balanços — DESPACHO: "MIC-33.647/66".

RIO — Tel.: 222-7856
B. HORIZONTE — Tel.: 224-1456
SÃO PAULO — Tel.: 37.1308