Revista Brasileira de Mercado de Capitais

Rbmec

V. 10 – Nº 32 – Out/Dez 84

Sistema Financeiro Nacional:
Uma Avaliação sobre seu Desempenho Recente
Eduardo Novo Costa Pereira e Rosaline Phillips Marinho Nunes

A Concentração Bancária e a Conglomeração Financeira
Roberto Moreno Moreira

Mercado de Capitais e Intervenção Estatal no Brasil
Antonio Carlos Figueiredo Pinto

Dívida Pública e Financiamento do Déficit Público
Eduardo Novo Costa Pereira

Reforma Bancária: Uma das Condições Necessárias
para o Saneamento da Economia Brasileira
Ubiratan Jorge Iorio de Souza e Roberto Marcos Montezano

Trajetória para a Reforma Financeira
Miguel Dirceu Fonseca Tavares

Índice Remissivo dos 10 Anos de Rbmec

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais

105048
B C — PUC
C 58/C

Revista Brasileira de Mercado de Capitais **Rbmec**

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

Volume 10 | Número 3 | Outubro / Dezembro

UNIVERSIDADE ... BIBLIOTECA ... RIO DE JANEIRO
332.678
1.

CONSELHO EDITORIAL

PAULO GUEDES — **ROBERTO MONTEZANO**
EDUARDO NOVO COSTA PEREIRA — **LUIZ AUGUSTO DE BRAGANÇA**

Editor Responsável: Roberto M. Montezano
Secretária: Maria Heloisa de Souza

- **Os artigos desta revista são de responsabilidade exclusiva de seus autores.**
- **É permitida a reprodução total ou parcial, desde que citada a fonte.**

NORMAS EDITORIAIS

1. Os prazos para a entrega de originais referentes aos números da Rbmec são os seguintes: 1º número: até 10 de janeiro; 2º número: até 10 de abril; 3º número: até 20 de julho; e 4º número: até 10 de outubro. 2. Os trabalhos submetidos à publicação deverão ser inéditos, sob a forma de artigos, notas, comentários e resenhas. 3. Os originais submetidos à publicação deverão ser enviados ao Editor, ou a um Conselheiro, em duas cópias datilografadas em espaço dois, divididos em itens. As páginas devem ser numeradas. 4. Os originais deverão ser redigidos em português, espanhol, inglês ou francês, contendo de 20 a 30 laudas. 5. Os originais deverão vir acompanhados de resumo (aproximadamente 80 palavras) que forneça uma visão global do assunto enfocado, bem como de uma nota sobre o autor, incluindo dados sobre sua formação acadêmica e posição profissional. 6. Referências bibliográficas, mesmo que citadas em nota de rodapé, deverão ser listadas ao fim do trabalho, contendo claramente o nome do autor, título do artigo ou livro, editora, volume, número e data da publicação e número de páginas. 7. Os trabalhos publicados na Rbmec não são remunerados.

Composição, diagramação, montagem e arte final:
Paulo Alves

Departamento Comercial
Secretária: Vitória Cristina de Almeida Vieira
Av. Beira Mar s/nº, anexo ao MAM — Telefone: 210-1292
Rio de Janeiro — RJ

205237

Número Avulso: Cr$ 7.500; **Assinatura Anual:** Cr$ 22.500 (individual) e Cr$ 27.000 (institucional)

CONSELHO DIRETOR – **Presidente:** João Paulo dos Reis Velloso – **Vice-Presidente:** Herculano Borges da Fonseca – **Conselheiros:** Ary Waddington – Carlos Brandão – Cássio José Monteiro França – Célio de Oliveira Borja – Celso da Rocha Miranda – Christiano Guimarães Fonseca – Eduardo Rocha de Azevedo – Enio Rodrigues – Fernando Stamile Coutinho – Francisco Sanchez – Iran Siqueira Lima – Jorge Hilário Gouvêa Vieira – Miguel Couto Netto Pires Gonçalves – Paulo Setúbal Netto – Sérgio Augusto Ribeiro

DIRETORIA EXECUTIVA – **Vice-Presidente Executivo:** Paulo Guedes – **Diretor Técnico do Centro de Estudos Econômicos:** Eduardo Novo Costa Pereira – **Diretor Técnico do Centro de Estudos Financeiros e Empresariais:** Luis Augusto de Bragança – **Diretor de Desenvolvimento e Programas:** Rony Rodrigues de Oliveira – **Diretor Administrativo e Financeiro:** Antonio Mello Alvarenga Neto – **Diretor de Ensino e Pesquisas:** João Luiz Mascolo.

CORPO TÉCNICO PERMANENTE

CENTRO DE ESTUDOS ECONÔMICOS – Antonio Carlos Figueiredo Pinto, Beatriz Campos de Oliveira Guedes, Kátia Dornellas Reis Sá, Maria Tereza Carvalho de Oliveira Borja, Miguel Dirceu F. Tavares, Roberto M. Montezano, Roberto Moreno Moreira, Rosaline Phillips M. Nunes, Ubiratan Jorge Iorio de Souza.

CENTRO DE ESTUDOS FINANCEIROS – Domingos de Gouveia Rodrigues, Kátia Cristina da Costa Muniz, Maria Rosário Amatto.

CENTRO DE PROCESSAMENTO DE DADOS – Aloísio Loyola, Dario Teixeira Leite, Antonio Carlos Alves de Figueiredo, Lindenberg Toledo.

DIRETORIA DE ENSINO E PESQUISAS – Antonio de Araújo Freitas Jr., Honório Kume, Solange de Oliveira Roza.

SEDE: Av. Beira Mar, s/nº – Anexo ao MAM – CEP 200021 – Rio de Janeiro
Caixa Postal 6047 e 6062 – CEP 20145 – Tel.: 210-1292 e 240-9984

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

v. 23 cm. trimestral.

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

CDU: 332.61/63 (05)
CDD: 332.605

NOTA DO EDITOR

O presente número da Revista Brasileira de Mercado de Capitais – Rbmec comemora os dez anos de sua existência.

Ao longo desse período, a Rbmec se consolidou como importante canal de divulgação de trabalhos técnicos sobre mercados financeiros. Divulgando obras de pesquisadores do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais e de especialistas vinculados a outras Instituições, esta Revista acumulou um acervo significativo de contribuições técnicas e opinativas sobre o assunto.

Nesta edição são publicados vários artigos sobre questões atuais do sistema financeiro brasileiro. Envolvendo trabalhos que diagnosticam problemas e propõem reformas para o sistema financeiro, estes artigos sintetizam contribuições realizadas por técnicos do IBMEC em diversas pesquisas e estudos realizados recentemente ou que estão em fase de elaboração.

Adicionalmente, este número mostra sumários de todos os trabalhos até hoje publicados na Rbmec, por ordem cronológica de apresentação e por ordem alfabética por autor.

SUMÁRIO

293 Sistema Financeiro Nacional: Uma Avaliação sobre seu Desempenho Recente

Eduardo Novo Costa Pereira e Rosaline Phillips Marinho Nunes

303 A Concentração Bancária e a Conglomeração Financeira

Roberto Moreno Moreira

315 Mercado de Capitais e Intervenção Estatal no Brasil

Antonio Carlos Figueiredo Pinto

321 Dívida Pública e Financiamento do Déficit Público

Eduardo Novo Costa Pereira

341 Reforma Bancária: Uma das Condições Necessárias para o Saneamento da Economia Brasileira

Ubiratan Jorge Iorio de Souza e Roberto Marcos Montezano

361 Trajetória para a Reforma Financeira

Miguel Dirceu Fonseca Tavares

Índice Geral

317 Em ordem de apresentação dos artigos

401 Em ordem alfabética por autor

Sistema Financeiro Nacional: Uma Avaliação sobre seu Desempenho Recente

Eduardo Novo Costa Pereira*
Rosaline Phillips Marinho Nunes**

Considerando-se que é justamente na área de mercado de capitais que surgem os conflitos entre estatização e privatização, procurou-se neste artigo, avaliar, a partir das reformas introduzidas no Sistema Financeiro Nacional, a presença do estado na economia e conseqüentemente as distorções verificadas no Mercado Financeiro. Ao mesmo tempo procurou-se analisar a evolução e o desempenho dos principais haveres financeiros, a partir de 1964.

Considering the fact that, in Brazil, the government influence in the capital market is very strong, this article tries to analyse the effects and distortions occured in the Financial Market, based on the performance and evolution of some economic indicators.

O Sistema Financeiro, nas economias de mercado, se traduz em importante mecanismo para a promoção do crescimento econômico. ao alocar a poupança, de forma eficiente, entre as várias oportunidades de investimento. A principal contribuição do processo de intermediação financeira é, portanto, a de facilitar a transferência de recursos para alternativas de investimento mais adequadas ao processo de desenvolvimento econômico. Assim sendo, a captação e alocação eficientes de recursos através do Sistema Financeiro, tornam-se de fundamental importância para viabilizar este desenvolvimento. A percepção de tal fenômeno, associada à diversificação dos instrumentos financeiros, acaba por permitir a possibilidade de se verificar a elevação da poupança financeira doméstica.

Anteriormente às reformas introduzidas em nosso sistema financeiro, a poupança financeira voluntária era bastante limitada, tanto em termos de volume quanto nas possibilidades de investimentos. As distorções verificadas no mercado financeiro brasileiro, refletidas nas taxas de juros reais negativas, frente a um processo inflacionário crescente, bem como na inexistência de um mercado

* Diretor Técnico do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC.
** Pesquisadora do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC.
Agradecemos à Assistente de Pesquisa Beatriz Campos de Oliveira. Evidentemente, erros e omissões, porventura remanescentes, são de responsabilidade dos autores.

TABELA 1
POUPANÇA FINANCEIRA BRUTA DOMÉSTICA
(Cr$ bilhões correntes)

Ano	POUPANÇA PRIVADA			POUPANÇA ESTATAL			POUPANÇA TOTAL		
	Fluxo no Ano	% Fluxo na Poupança Total	% Fluxo no PIB	Fluxo no Ano	% Fluxo na Poupança Total	% Fluxo no PIB	Fluxo	%	% da Poupança Total no PIB
1964	207,3	82,0	–	46,8	18,0	–	254,1	100	–
1965	548,6	56,0	1,2	431,2	44,0	1,0	979,8	100	2,2
1978	181.023	41,4	4,8	256.021	58,6	6,8	437.044	100	11,6
1979	334.242	48,6	5,3	353.919	51,4	5,6	688.161	100	10,9
1980	496.441	40,4	3,8	732.530	59,6	5,5	1.228.971	100	9,3
1981	1.665.283	35,5	6,5	3.028.785	64,5	11,8	4.694.048	100	18,3
1982	4.142.505	41,0	8,2	5.944.331	59,0	11,6	10.086.836	100	19,8
1983	14.524.014	50,8	12,0	14.020.506	49,1	11,6	28.544.520	100	23,6
1984	20.939.538	43,8	5,2	26.841.948	56,2	6,72	47.781.486	100	11,9

Ano	POUPANÇA VOLUNTÁRIA			POUPANÇA ESTATAL		
	POUPANÇA PRIVADA			POUPANÇA ESTATAL		
1964	207,3	82,0	–	46,8	18,0	–
1965	548,6	56,0	1,2	431,2	44,0	1,0
1978	181.023	41,4	4,8	196.041	44,0	5,2
1979	334.242	48,6	5,3	265.626	44,9	4,2
1980	496.441	40,4	3,8	569.912	38,6	4,3
1981	1.665.283	35,5	6,5	2.780.993	46,4	10,9
1982	4.142.505	41,0	8,2	5.437.366	59,2	10,7
1983	14.524.014	50,8	12,0	13.143.316	54,0	10,9
1984	20.939.538	43,8	5,2	25.915.226	46,1	6,5
					54,2	

Ano	POUPANÇA COMPULSÓRIA
1964	–
1965	–
1978	59.980
1979	88.293
1980	162.618
1981	247.792
1982	506.965
1983	877.190
1984	926.722

Notas: (1) Poupança Financeira Bruta Doméstica: refere-se à parcela de poupança global que é absorvida pela intermediação financeira e nos recursos absorvidos compulsoriamente. (2) Poupança Privada: refere-se aos recursos absorvidos pelas instituições financeiras privadas, tais como: depósito a prazo fixo nos Bancos Comerciais e de Investimento, depósitos de poupança nas Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimos, Letras Imobiliárias das Sociedades de Crédito Imobiliário e Letras de Câmbio de Bancos de Investimento e Financeiras: (3) Poupança Estatal: a) Voluntária: refere-se aos recursos absorvidos pelas instituições financeiras públicas, tais como: depósitos de poupança nas Caixas Econômicas Federal e Estadual, depósitos a Prazo Fixo no Banco do Brasil, Bancos Estaduais de Desenvolvimento e Caixa Econômica Federal, Letras Imobiliárias do BNH, ORTN e LTN em poder do público; b) Compulsória: refere-se aos recursos absorvidos pelos fundos de poupança forçada, como FGTS, PIS e PASEP.
Observação: Os dados de 1984 referem-se ao período de janeiro a julho.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

secundário capaz de dar liquidez aos títulos, desestimulava a poupança voluntária sob a forma de haveres financeiros, limitando, portanto, esta atividade. A poupança era então direcionada para ativos reais, seja imóveis, bens duráveis etc.

Com o início da nova fase, a partir de 1964, o sistema financeiro passou a cumprir o seu papel – qual seja o de canalizar e transformar, eficientemente, os recursos de poupança em investimento – com o objetivo, em última instância, de viabilizar o crescimento econômico auto-sustentado.

A experiência brasileira de retomada de crescimento econômico, a partir de meados da década de 60, acompanhada pela diversificação e especialização dos instrumentos financeiros, pode ser verificada através da elevação da taxa de poupança financeira doméstica, que se refere à parte de poupança global absorvida pelo sistema financeiro. O fluxo de poupança financeira nacional expresso como percentual do PIB nominal, apresenta tendência nitidamente crescente. Enquanto que em 1965 representava 2,2% do PIB, em 1978 sua participação foi de 11,6% e em 1983 alcançou 23,6%.

Paralelamente à análise do crescimento da poupança financeira global, procurou-se evidenciar as tendências verificadas no mercado de capitais. Assim sendo, objetivou-se analisar a captação dos recursos financeiros sob duas óticas: quanto a suas fontes – seja estadual e privada e quanto a suas formas – seja voluntária ou compulsória. Este enfoque deveu-se principalmente ao fato de que uma série de indicadores sugerem a ampliação da ação do Estado no sistema econômico.

É justamente na área de mercado de capitais que surgem os conflitos entre estatização e privatização – já que parcela significativa de recursos financeiros tem sua captação realizada pelo setor público e que, portanto, o avanço do Estado na formação de capital tem provocado o "crowding-out" dos investimentos privados.

Enquanto que em 1965, o setor privado era responsável por 56% da formação da poupança bruta doméstica, a partir da década de 70 ocorre uma mudança significativa na composição da poupança em favor do Estado. Como é possível observar na Tabela 1, a partir de 1978, o fluxo de poupança canalizada para o setor público, incluindo aí a poupança compulsória, apresenta uma tendência expressivamente crescente.

É interessante notar que a poupança compulsória, que por definição é exclusivamente estatal, compreendendo os fundos de poupança forçada como FGTS, PIS e PASEP, a partir de 1980, revela um decréscimo significativo, passando em média de 13,23% no período 78/80 para 4,5% no período 81/83. Estes resultados são em certo sentido esperados, já que os planos de poupança forçada estão diretamente relacionados ao processo de crescimento econômico do país. O fato surpreendente, e que comprova o excessivo intervencionismo do Estado na aplicação e alocação de recursos, apesar da queda verificada na poupança

TABELA 2
PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS – FLUXOS NO PERÍODO E PARTICIPAÇÃO NO TOTAL (%)
(A PREÇOS DE DEZEMBRO DE 1984 – Cr$ MILHÕES)

	1964	(%)	1965	(%)	1978	(%)
Haveres Monetários	12.650.623	90,50	14.430.908	79,96	20.655.646	26,46
1. Depósitos a Vista	10.363.724	74,10	12.363.175	68,50	16.438.205	21,05
2. Papel Moeda em Poder do Público	2.286.899	16,40	2.067.733	11,46	4.217.441	5,41
Haveres Não-Monetários	1.327.564	9,50	3.616.732	20,04	57.417.458	73,54
1. Depósitos de Poupança	–	–	–	–	16.276.186	20,84
2. Depósitos a Prazo	276.172	1,98	421.472	2,33	13.645.618	17,48
3. Letras de Câmbio	755.839	5,41	1.671.478	9,26	6.827.265	8,74
4. Letras Imobiliárias	–	–	32.421	0,18	13.294	0,02
5. Títulos da Dívida Pública Federal (ORTN + LTN + Outros)	295.553	2,11	1.404.906	7,78	17.145.299	21,96
6. Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal	–	–	–	–	2.270.301	2,91
7. Ações	–	–	14.469	0,80	1.173.865	1,50
8. Debêntures	–	–	72.046	0,40	65.742	0,08
Total dos Haveres Monetários	13.978.187	100,00	18.047.640	100,00	78.073.216	100,00

Continua. . .

. . . Continuação da Tabela 2

	1979	(%)	1980	(%)	1981	(%)
Haveres Monetários	29.154.307	33,65	23.141.883	32,50	24.990.836	18,88
1. Depósitos a Vista	23.115.797	26,68	18.301.922	25,70	20.317.524	15,35
2. Papel Moeda em Poder do Público	6.038.510	6,97	4.839.961	6,80	4.673.312	3,53
Haveres Não-Monetários	57.471.458	66,34	49.065.903	67,50	107.387.959	81,12
1. Depósitos de Poupança	19.356.260	22,34	18.094.080	25,41	30.158.102	22,78
2. Depósitos a Prazo	15.104.354	17,44	9.004.306	12,64	18.515.089	13,99
3. Letras de Câmbio	4.831.336	5,58	3.446.250	4,84	4.399.377	3,32
4. Letras Imobiliárias	168.932	0,19	122.101	0,17	211.111	0,16
5. Títulos da Dívida Pública Federal (ORTN + LTN + Outros)	13.494.596	15,58	12.820.312	18,00	45.023.589	34,01
6. Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal	3.103.927	3,58	2.597.700	3,65	5.278.279	3,99
7. Ações	1.248.480	1,44	1.344.604	1,89	544.997	0,41
8. Debêntures	163.573	0,19	636.550	0,89	3.257.415	2,46
Total dos Haveres Monetários	86.625.765	100,00	71.207.786	100,00	132.378.795	100,00

Continua. . .

...Continuação da Tabela 2

	1982	(%)	1983	(%)	1984	(%)
Haveres Monetários	17.561.076	12,54	13.756.654	9,31	4.506.412	6,75
1. Depósitos a Vista	12.658.497	9,04	10.937.651	7,40	3.660.205	5,49
2. Papel Moeda em Poder do Público	4.902.579	3,50	2.819.003	1,91	846.207	1,26
Haveres Não-Monetários	122.493.242	87,46	133.957.297	90,69	62.205.792	93,25
1. Depósitos de Poupança	32.566.121	23,25	40.247.890	27,25	17.466.912	26,18
2. Depósitos a Prazo	18.536.770	13,23	20.215.589	13,69	11.960.967	17,93
3. Letras de Câmbio	13.003.272	9,28	9.361.838	6,34	2.624.614	3,93
4. Letras Imobiliárias	30.785	0,02	158.933	0,11	61.115	0,09
5. Títulos da Dívida Pública Federal (ORTN + LTN + Outros).	48.074.163	34,32	56.885.083	38,51	27.083.658	40,60
6. Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal	6.249.060	4,46	5.312.056	3,60	2.347.319	3,52
7. Ações	850.721	0,61	468.099	0,32	388.526	0,58
8. Debêntures	3.182.350	2,27	1.307.809	0,88	272.681	0,41
Total dos Haveres Financeiros	140.054.318	100,00	147.713.951	100,00	66.712.204	100,00

Nota: Os valores de 1984 referem-se ao mês de julho.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – vários números.

compulsória, está refletida na importância que o governo assume na captação voluntária de recursos, passando de 18% em 1964 para 48% em média no período 78/80.

A evolução da presença do Estado na absorção da poupança financeira, via captação voluntária, está, então, diretamente relacionada à tendência crescente, a partir da década de 70, do endividamento do setor público.

A necessidade de captação de recursos para o financiamento do déficit público, realizada fundamentalmente através de lançamento de títulos do Tesouro a mercado, aliada à variabilidade das taxas de inflação nos últimos anos, tornaram os títulos públicos mais competitivos "vis-à-vis" os títulos privados. Além de rentabilidades elevadas, fatores como segurança e liquidez, essenciais em períodos de inflação ascendente, permitiram a absorção crescente de recursos por parte das instituições governamentais. A mobilização de recursos pelo Estado, no período 81/82, reflete claramente este fato.

Ao mesmo tempo em que as autoridades governamentais tinham que controlar a expansão monetária e financiar o déficit público, no que se refere ao plano interno, do lado externo a necessidade de equilibrar o Balanço de Pagamentos, fez com que houvesse uma maciça colocação de títulos públicos, com rentabilidades atrativas, de modo que a absorção da poupança voluntária por parte do governo, foi expressiva, destacando-se 1981 com 59,2% do fluxo total de poupança.

Embora o desenvolvimento do sistema financeiro, a partir das reformas dos anos 60, tenha contribuído positivamente para a elevação da poupança nacional com relação ao PIB e, por conseguinte, para a aceleração do processo de crescimento econômico, os benefícios referentes a este crescimento correm sério risco. Isto deve-se ao fato de a crescente necessidade de financiamento do déficit público nos últimos anos, ter sido a determinante do crescimento da poupança financeira nacional e sua alocação por parte do governo. O que em última instância descaracteriza a função esperada pelo Sistema Financeiro Nacional, agravada pela convivência com a crise econômica, experimentada nesse período recente, o excesso de regulamentação econômica e o discutido problema acerca da concentração bancária. Tal fenômeno justifica, então, a análise da evolução recente da composição dos instrumentos de captação da poupança financeira.

Desempenho recente dos Haveres Financeiros

A preocupação básica da política econômica no Brasil, a partir de 1964, foi a de criar bases sólidas de modo a garantir o crescimento econômico auto-sustentado. Assim sendo, foram realizadas nesse período, amplas reformas no Sistema Financeiro Nacional, uma vez que o desenvolvimento financeiro passou a ser parte essencial do desenvolvimento econômico.

As reformas institucionais permitiram a criação e diversificação da atividade-

TABELA 3
TAXA DE CRESCIMENTO AO ANO DOS PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS
(A PREÇOS DE DEZEMBRO DE 1984 – Em Percentagem)

Haveres Financeiros / Ano	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Haveres Monetários	6,54	41,14	–20,62	7,99	–29,73	–21,66
1. Depósitos a Vista	6,22	40,62	–20,83	11,01	–37,70	–13,59
2. Papel Moeda em Poder do Público	7,84	43,18	–19,85	–3,44	4,91	–42,50
Haveres Não-Monetários	–14,63	0,09	–16,37	123,42	14,07	9,36
1. Depósitos de Poupança	13,46	18,92	– 6,52	66,67	7,98	23,59
2. Depósitos a Prazo	10,71	10,69	–40,39	105,62	0,12	9,06
3. Letras de Câmbio	151,84	–29,23	–28,67	27,66	195,57	–28,00
4. Letras Imobiliárias	–93,73	1.170,74	–27,72	72,90	–85,42	416,34
5. Títulos da Dívida Pública Federal (ORTN + LTN + Outros)	– 3,76	–21,29	– 5,00	251,19	6,78	18,33
6. Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal	39,80	36,72	–16,31	103,19	18,39	–14,99
7. Ações	199,56	6,36	7,70	59,47	56,10	–44,98
8. Debêntures	204,37	148,81	289,15	411,73	– 2,30	–58,90
Total dos Haveres Financeiros	– 9,89	10,95	–17,80	85,90	5,80	5,47

Nota: Os dados de 1984 referem-se ao mês de julho.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – vários números.

de financeira, através de novos intermediários e ativos financeiros, a instituição da correção monetária, o desenvolvimento do mercado de ações, criação do Banco Central etc. A conjugação dessas medidas criou, então, mecanismos de estímulo à formação da poupança financeira nacional que, canalizada através do mercado de capitais, tornou-se fundamental para garantir o processo de crescimento econômico.

O crescimento da intermediação financeira ampliou significativamente as alternativas de poupança. Enquanto que, em 1964, 90,5% dos haveres financeiros correspondiam a haveres monetários (papel moeda em poder do público e depósitos a vista no sistema bancário), a partir de meados da década de 60 há uma mudança na composição do "portfólio" de ativos financeiros, em favor dos não monetários. Por outro lado, face à inflação crescente, aliada ao fato de que os haveres monetários não são beneficiados pelo esquema de indexação, comumente adotado no Brasil, verificou-se uma retração na demanda por aqueles ativos, em favor dos não monetários. Em 1978, a participação relativa dos haveres não monetários no total de haveres financeiros já atingia 73,54% e em 1983 estes correspondiam a 90,69% do total.

A adoção do instrumento de correção monetária foi, sem dúvida, bastante importante para reduzir os efeitos negativos das elevadas taxas de inflação sobre o mercado financeiro. O mecanismo de correção monetária sobre uma série de títulos de renda fixa como ORTNs, letras de câmbio, depósitos de poupança etc. . . contribuiu positivamente para a elevação da poupança voluntária, conforme podemos observar, pelo rápido crescimento destes ativos. No período 64/78, os haveres não monetários apresentaram um crescimento real da ordem de 4.225,03%, confirmando, portanto, a grande aceitação dos novos instrumentos de captação de recursos.

A composição da carteira de ativos financeiros de indivíduos e empresas é determinada basicamente por três fatores: risco, retorno e liquidez. Na medida em que os retornos são submetidos a diferentes formas de correção monetária pré-fixada e pós-fixada, é natural que a composição destas carteiras se modifique, na medida em que as taxas de inflação variam. Portanto, em períodos de inflação ascendente, haverá uma maior demanda por ativos com correção monetária pós-fixada e em períodos em que a taxa de inflação se mostrar decrescente, a procura será por ativos pré-fixados. Esse incentivo criado à aplicação em títulos indexados, garantiu a continuidade de captação de recursos pelo Sistema Financeiro. Em particular, a absorção de títulos públicos, principalmente as ORTNs, apresentaram um crescimento acentuado nesse período, equivalente a 5.701,09%. Este fato deveu-se não só às garantias reais que estes títulos oferecem, bem como na obrigatoriedade de aquisição desses títulos pelas instituições financeiras, nos últimos anos. O que implicou na redução dos graus de liberdade na montagem das carteiras de ativos, bem como na eficiência do Sistema Financeiro.

Apesar da importância atribuída à correção monetária, conforme mencio-

nado, esta é alvo de severas críticas, como, por exemplo, a realimentação do processo inflacionário, através de sua influência nas expectativas dos agentes econômicos. De qualquer forma, a correção monetária é inegavelmente um "hedge" contra a inflação. Em ambientes de crise, onde as oportunidades reais de investimento não são claramente percebidas pelos agentes econômicos, os ativos financeiros vinculados à correção monetária acabam tornando-se melhores alternativas de investimento, sendo no entanto de caráter primordialmente especulativo. Este fato, acaba de certa forma por desvirtuar o que se espera do Mercado Financeiro — no seu papel de canalizar eficientemente a poupança para atividades reais.

Bibliografia

CASTELLO BRANCO, R. A Política Econômica e a Capitalização das Empresas. *Rbmec*. v. 9, n. 25, jan/mar 1983. pp. 61-78.

CNBV. *Introdução ao Mercado de Ações*.

CONTADOR, C. *Mercado de Ativos Financeiros no Brasil*. IBMEC.

GOLDSMITH, Raymond F. *Financial Structure and Development*. Yale University Press. 1969.

LANGONI, Carlos Geraldo. *A Política Econômica do Desenvolvimento*. FGV / APEC, RJ, 1978.

STIGUN, Marcia. *The Money Market: Mith, Reality and Practice*. Dow-Jones-Irwin, 1978.

A Concentração Bancária e a Conglomeração Financeira

Roberto Moreno Moreira*

O objetivo do presente artigo é o de recolocar em discussão a questão da concentração bancária e conglomeração financeira, duas características marcantes do Sistema Financeiro no Brasil. Com esse espírito, analisa as causas e conseqüências da concentração bancária. Examina, também, a trajetória da conglomeração financeira em ambiente formalmente estruturado para a especialização das instituições financeiras, procurando estabelecer os efeitos dessa inconsistência sobre a eficiência do Sistema Financeiro Nacional.

This article discusses two important characteristics of the Brazilian Financial System: the phenomenon of financial conglomeration and the banking concentration. Therefore it examines the occurrence of financial conglomeration in an enviroment formally conceived towards specialization of the financial institutions.

Introdução

Qualquer diagnóstico sobre a estrutura do atual sistema financeiro nacional não pode ignorar duas de suas características mais importantes: a concentração bancária e a conglomeração financeira.

O processo de concentração bancária no Brasil não é recente mas acelerou-se no final da década de 60 e início da década de 70, por força de estímulo institucional, entre outras razões. A conglomeração financeira, por sua vez, é um fenômeno que se iniciou na década de 60, a despeito da reforma financeira implementada a partir das Leis 4.595 e 4.728, de 31 de março de 1964 e de 14 de julho de 1965, respectivamente, que estabeleceu o arcabouço fundamental do atual sistema, pelo menos do ponto de vista legal.

O objetivo do presente artigo é o de recolocar em discussão a questão da concentração bancária e da conglomeração financeira, tendo em vista o aparente consenso nos meios empresariais e acadêmicos sobre a necessidade de repensar-se a organização financeira hoje existente no país.

*Pesquisador do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC.

Concentração: significado e implicações

Conceitualmente, o grau de concentração em um mercado refere-se à distribuição do número e tamanho de firmas produzindo determinado tipo de bem ou serviço[1] e constitui uma das características organizacionais que identificam a estrutura desse mercado. A teoria econômica sugere que, *ceteris paribus*, a probabilidade de ocorrência de práticas monopolísticas é maior nas indústrias mais concentradas – onde poucas firmas de grande porte controlam expressiva parcela do produto – posto que nessas indústrias existe maior possibilidade de coalização, permitindo o exercício do poder de mercado[2]. Se isso ocorre, os consumidores pagam maior preço e encontram menor oferta do que seria assegurado pelo sistema de concorrência perfeita. É a possibilidade de poder monopolístico que explica o interesse da pesquisa acadêmica sobre a concentração. E, certamente, esses estudos estão muito relacionados à legislação voltada para a coerção do monopólio, principalmente nos países mais desenvolvidos, a despeito da evidência de que outras características estruturais também influem no grau de competição prevalecente em um mercado, como é o caso das condições de entrada.[3]

Não obstante, os esforços conduzidos na direção de estabelecer a ligação entre grau de concentração e grau de competição em dado mercado não foram bem sucedidos. No caso da indústria bancária, Gilbert [14] realizou um *survey* sobre essa questão e concluiu que:

a) existe alguma evidência de que a concentração afeta a performance dos bancos, embora não de forma significativa;
b) este resultado não implica, necessariamente, que maior concentração bancária acarreta uma coalizão mais efetiva entre os bancos;
c) os estudos nessa área não têm levado em consideração a regulamentação existente.

Por outro lado, diversos autores[4] encontraram algum suporte empírico a indicar que a influência da concentração sobre a performance dos bancos está ligada ao diferencial de eficiência entre as firmas maiores e menores, e não ao poder de coalizão no mercado.

Como se observa, a evidência disponível não é conclusiva. No entanto, é preciso assinalar, que a ausência de respostas definitivas em relação aos efeitos da concentração sobre a conduta e a performance de um mercado não deve ser interpretada como indicação de que essa relação não existe.

[1] Cf. com Needham [19], p. 83.

[2] Uma empresa (ou um grupo de empresas) tem algum poder de mercado quando consegue influir no preço através do controle da quantidade ofertada.

[3] Stigler observa que ". . . *it is also clear that the degree of competition would vary more closely with the number of potencial rivals than with the number of actual rivals.*" Stigler [22], p. 29.

[4] Por exemplo, Demsetz [13], Brozen [10] e Allen [2].

A Concentração Bancária no Brasil: Uma Constatação

A concentração da indústria bancária é um fenômeno que tem sido observado nas principais economias ocidentais no pós-guerra, como assinala Bouzan [8][5]. No Brasil, um processo semelhante vem ocorrendo desde a década de 50, mas com maior ênfase no final dos anos 60 e princípio dos anos 70, como revelam os dados das Tabelas 1 e 2.

De 1950 a 1983, o número de estabelecimentos bancários experimentou uma redução da ordem de 70%, ao contrário do número de agências que cresceu cerca de 560%. O comportamento referente às matrizes e agências não foi, contudo, uniforme. Durante o período compreendido entre 1950 e 1965, o número de matrizes declinou a uma taxa de 8%; a queda observada entre 1965 e 1975, de outro lado, foi superior a 40%, o que revela ter sido este o período mais crítico de concentração do número de estabelecimentos bancários. O número de agências, por sua vez, cresce a uma taxa expressiva nos subperíodos de 1950/1965 e 1975/1983, mas esse crescimento é inferior durante os anos de 1965 a 1975. Vale a pena mencionar que o número de agências dos bancos privados diminui nesses dez anos, o que explica o menor crescimento do total.

Finalmente, a Tabela 2 procura medir a concentração bancária em termos da participação dos maiores bancos nos depósitos totais do sistema financeiro. Evidencia-se, nesse caso, a maior concentração ocorrida na década de 70, sem agravar-se, aparentemente, a partir daí. No entanto, os dados também sugerem uma menor concentração relativa, posto que a participação dos bancos nos depósitos totais aumenta mais nas faixas dos 10–20 maiores bancos entre 1970 e 1980 e, também, entre 1970 e julho de 1984, uma constatação que é reforçada por Carvalheiro [11] em suas conclusões:

"A variância dos logarítmos dos tamanhos dos bancos reduziu-se entre 1964 e 1976 [. . .] representando uma desigualdade mais atenuada e, portanto, uma desconcentração relativa na indústria bancária. [. . .] Não se está afirmando que a indústria bancária não é concentrada, mas sim que a dispersão dos tamanhos se reduziu."[6]

Os dados apresentados suscitam, naturalmente, uma indagação: quais as razões que deram ensejo a esse processo de concentração?

As Causas da Concentração Bancária

Os determinantes da concentração em qualquer indústria podem ser de natureza variada[7], mas algumas apresentam especial interesse para a avaliação da

[5] Um estudo bastante extenso sobre concentração bancária foi realizado por Portocarrero de Castro [21].

[6] Carvalheiro [11], p. 172.

[7] Veja, por exemplo, Koch [17], pp. 78-80.

TABELA 1
MATRIZES E AGÊNCIAS
DOS ESTABELECIMENTOS BANCÁRIOS NO BRASIL
1950–1983

Ano	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1983
Matrizes	413	379	338	320	178	106	111	113
Agências	2183	3781	5010	6951	7861	8544	11251	14436

Fonte: Anuário Estatístico do IBGE (1950/1965) e Boletim do Banco Central (1970 / 1983).

TABELA 2
PARTICIPAÇÃO (%) DOS BANCOS
NO TOTAL DOS DEPÓSITOS* DO SISTEMA FINANCEIRO

Número de Bancos**	1970	1980	1984 (Julho)
5 maiores	29,7	37,2	34,5
10 maiores	43,0	54,4	51,9
15 maiores	50,3	65,0	65,4
20 maiores	57,8	73,4	74,5
25 maiores	63,2	81,4	79,5

Notas: (*) Depósitos a vista e a prazo, líquidos das despesas a apropriar; (**) Exceto Banco do Brasil e Banco do Nordeste.
Fonte: Perdigão [20] (1970 e 1980); Boletim do Banco Central e Balanço Financeiro da Gazeta Mercantil [5].

concentração bancária: a existência de economias de escala, a regulamentação e a concentração do setor não financeiro. As economias de escala estão associadas ao custo médio de longo prazo que, nessa hipótese, decresce à medida que se amplia a quantidade produzida. O estímulo à concentração, nesse caso, advém da tendência natural de as firmas expandirem sua capacidade produtiva para obter o benefício do menor custo unitário. Dado o tamanho do mercado, tal ação inviabiliza as firmas incapazes de extrair os ganhos de escala, aumentando, por essa via, a concentração.

Dentre os diversos fatores responsáveis pela existência de economias de escala em uma indústria, destacam-se alguns certamente presentes na atividade bancária, a saber:

a) *Especialização e Divisão de Trabalho* – esta fonte de economia de escala remonta a Adam Smith que enfatizou o aumento da produtividade dela decorrente. A natureza da indústria bancária, principalmente por se constituir de firmas multiprodutoras, possibilita os ganhos de produtividade que podem resultar da especialização do trabalho, a partir de um dado volume mínimo de atividade;
b) *Indivisibilidades* – parece razoável supor-se que a maioria das máquinas usadas na produção tenha uma taxa ótima de utilização, acima e abaixo da qual torna-se menos eficiente. O uso crescente de equipamento sofisticado, como é o caso dos computadores na atividade bancária, propicia economia de escala através do maior emprego de sua capacidade;
c) *Risco* – a redução do risco associada à diversificação de aplicações pode dar origem à economia de escala. Baltensperger [6] demonstrou que os custos devidos ao risco são inversamente proporcionais ao aumento do tamanho do banco, representado pelo total de empréstimos.

Tendo em vista a importância teórica das economias de escala no processo de concentração industrial, é natural que diversos autores tenham dirigido seus esforços na tentativa de estabelecer empiricamente a relação entre concentração e ganhos de escala. Infelizmente, os estudos conduzidos sobre concentração bancária apresentam diversas limitações metodológicas[8] – a principal delas relacionada com a dificuldade de se definir o produto da atividade bancária – e não possibilitam qualquer conclusão inequívoca sobre os seus resultados. Para o caso brasileiro, em particular, é possível citar os trabalhos de Bouzan [8], Vital [23], Meirelles [18] e Alves [3] mas seus resultados não apresentam, igualmente, evidências definitivas, não só pelos problemas já mencionados, mas também porque padecem de limitações teóricas conforme registra Carvalho [12].

Não obstante, foi a crença na existência de economias de escala que levou o Governo a acelerar o processo de concentração bancária no Brasil a partir de 1965, com o auxílio da regulamentação. A preocupação em reduzir as taxas de

[8] Portocarrero de Castro [21] descreve alguns estudos realizados nessa área e discute suas principais limitações.

juros conduziu ao estímulo a concentração bancária que ocorreu, em grande parte, através de fusões e incorporações de bancos. Por outro lado, em adição às regulamentações sobre a entrada já existentes – concessão de carta-patente, capital mínimo, entre outras – que podem constituir, por si só, instrumentos de concentração, passou-se a controlar a expansão do número de agências. Segundo Carvalho [12], esta foi a principal causa a explicar a concentração bancária no período. Nas regiões mais desenvolvidas, os grandes bancos foram protegidos pela maior restrição à abertura de novas agências; o estímulo à expansão de agências em áreas mais carentes acarretou a redução dos bancos menores, regionais, pela competição dos bancos maiores, ansiosos por ampliarem a rede de captação de recursos sem remuneração, em ambiente inflacionário. A proibição existente para aplicação em imóveis, exceto para uso próprio, auxiliou esse processo. Em suporte à sua tese, há que mencionar a existência de incentivos às fusões e incorporações na atividade bancária desde 1946 como nota Portocarrero de Castro [21], embora tais mecanismos tenham sido aperfeiçoados depois de 1965.

Alguns autores têm levantado a possibilidade de a concentração do setor não-financeiro contribuir para a concentração bancária[9]. De acordo com essa hipótese, a expansão dos grandes bancos pode ser adicionalmente resultante da demanda das grandes empresas não-financeiras por operações maiores. Assim, o aumento do tamanho médio das operações acarretaria um aumento da unidade bancária. No Brasil, um estudo realizado por Braga e Máscolo [9] sobre as empresas industriais não-financeiras no período 71/79 indica um aumento da concentração entre 1974 e 1979, o que, aparentemente, não permite concluir ter sido esta uma das razões da aceleração da concentração bancária, a partir de 1965. No entanto, o incentivo do Governo à redução das matrizes bancárias não resultou apenas da crença quanto aos ganhos de escala. À semelhança do relatado por Alhadef no caso da França[10], tal incentivo procurou, também, oferecer melhor estrutura financeira à grande empresa nacional emergente, um dos objetivos do II PND[11].

A Conglomeração Financeira

Paralelamente à concentração dos bancos comerciais no período 65/75, desenvolveu-se o processo de conglomeração financeira, distinto do primeiro ponto de vista da forma, mas semelhante quanto à origem. O II PND não limitava sua ambição à grande empresa não-financeira; pretendia estimular o conglomerado financeiro e industrial, baseado no modelo japonês. As razões para essa opção são as mesmas que nortearam o incentivo à concentração bancária: a existência de economias de escala que, uma vez exploradas, propiciaram o aumento da eficiência do setor financeiro.

[9] Veja Alhadef [1] e Bouzan [8]. No caso brasileiro, essa possibilidade é discutida por Alves [3], p. 51.

[10] Alhadef [1], p. 115.

[11] Vale mencionar que o II PND (1975/1979) deu forma a uma ação que já vinha sendo empreendida dez anos antes.

As preocupações do Governo com a eficiência do sistema financeiro têm origem em 1964, na constatação de que a evolução da economia não havia sido acompanhada pela modernização desse sistema, encarado como peça fundamental para o desenvolvimento econômico a partir daí. Identificava-se, principalmente, a escassez de recursos voltados para a aplicação a médio e longo prazos, de resto comum nos países em desenvolvimento.

As leis que deram a tônica da atual estrutura do setor financeiro[12], construíram um sistema semelhante ao norte-americano, especializando-se os intermediários financeiros segundo a forma de captação de recursos e, em alguns casos, também segundo a forma de aplicação.

No entanto, a segmentação escolhida pelas autoridades como estrutura ótima para a indústria financeira foi responsável, por outro lado, pela menor participação dos bancos comerciais nas atividades financeiras. Aparentemente, este fato, aliado à necessidade de diminuir o custo do crédito já mencionada, levou à política favorável às fusões e incorporações bancárias, que viessem a proporcionar decréscimo dos custos operacionais e aumento da produtividade dessas instituições. Esses mesmos fatores determinaram a permissão para que empresas do mesmo controle acionário atuassem em diferentes segmentos do setor financeiro. Tal processo conduziu ao atual *status* do sistema, no qual convivem intermediários financeiros independentes com grandes conglomerados e constitui um desvio em relação à estrutura especializada originalmente concebida.

É claro que o *trade off* existente entre ganhos de eficiência e o exercício de poder de mercado pode ser ainda mais sério no caso de conglomeração financeira. Em trabalho realizado recentemente, Perdigão [20] procurou avaliar a eficiência e o desempenho dos conglomerados financeiros no país, no período entre 1978 e 1981. Entre suas conclusões para os dez maiores conglomerados, destacam-se as seguintes:

a) esses conglomerados apresentaram comportamento concentrador;
b) a correção positiva entre *spread* e índices de conglomeração indica que os grupos mais conglomerados têm maior poder de mercado e/ou eficiência alocativa;
c) os grupos mais conglomerados têm maior capacidade de controlar custos e obter lucros.

Esses são resultados interessantes e sugerem, considerando-se as dificuldades metodológicas sempre presentes nesses trabalhos, a presença de poder de mercado e ganhos de escala no funcionamento dos conglomerados, destarte já esperado. Contudo, é preciso assinalar que essa dualidade não é necessariamente prejudicial do ponto de vista de eficiência social. Khatkhate e Riechel [15]

[12] A Lei da Reforma Bancária (4.595/64) e a Lei do mercado de capitais (4.728/65) inserem-se entre as mais importantes.

observam que a maximização da eficiência social financeira é compatível com algum grau de monopólio, como mostra o Gráfico 1.

A curva *t* espelha a relação *negativa* entre concentração e poder de mercado. À medida que o grau de concentração aumenta, espera-se que as instituições financeiras elevem o preço e/ou reduzam a qualidade e quantidade de seus serviços.

A curva *s*, por sua vez, apresenta a relação *positiva* entre grau de concentração e eficiência resultante de economias de escala. Sua forma reflete a hipótese de produtividade marginal decrescente e os ganhos de eficiência estão relacionados com o tamanho do mercado. Para um mercado de tamanho representado pela curva s_2, a eficiência da instituição financeira média que implica em um setor financeiro competitivo é igual a *e''*. No caso de um mercado menor, o mesmo grau de concentração implica em menor nível de eficiência, *e'*.

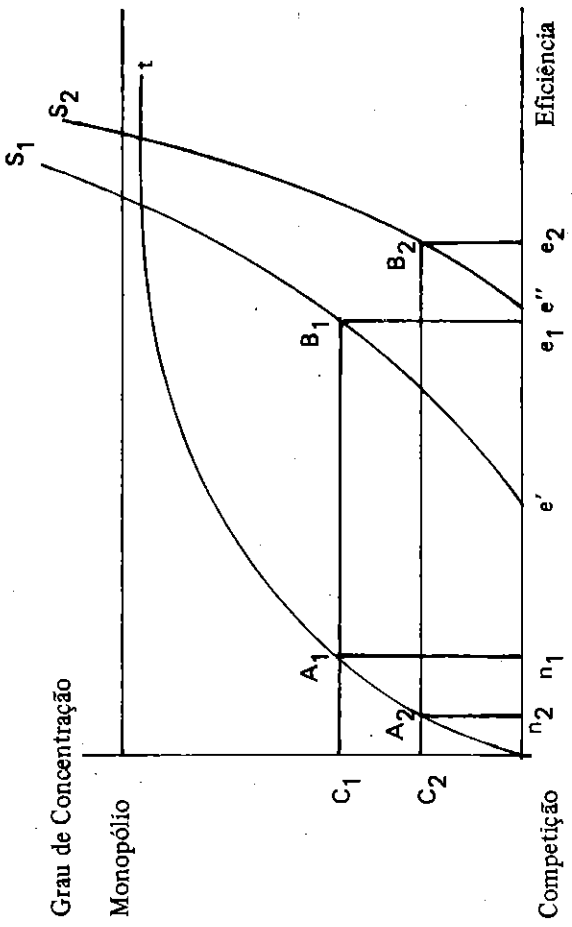
A eficiência social que resulta da ponderação entre o exercício do poder de mercado que pode resultar da concentração e a exploração dos ganhos de escala presumivelmente existentes – a despeito das dificuldades de mensuração empírica – é, graficamente, a distância horizontal entre as curvas *t* e *s*. Do exposto, fica claro que quanto maior o tamanho do mercado, maior a eficiência potencial. Por outro lado, quanto maior o tamanho do mercado, mais provável a exploração completa das economias de escala a um nível de concentração inferior àquele do monopólio. Em um mercado pequeno, como *s*, mesmo o monopólio não é capaz de explorar plenamente os ganhos de escala. Finalmente, a eficiência social máxima é compatível com algum grau de concentração diferente da competição, e essa concentração deverá ser tão maior quanto menor o tamanho do mercado.

Esse *aparatus* gráfico pode ser de valia para examinar-se a situação do sistema financeiro atual. A despeito de os diplomas legais terem objetivado a criação de uma estrutura financeira calcada na especialização, o fenômeno da conglomeração acabou por gerar um sistema híbrido no qual os conglomerados financeiros comportam-se como bancos múltiplos (ou universais) – podem realizar todos os tipos de transação financeira – mas funcionam em meio ambiente legalmente estruturado para um sistema financeiro especializado.

Independente de avaliação sobre as vantagens e desvantagens de um sistema financeiro sobre o outro – bancos múltiplos X especialização – o fato é que o sistema financeiro nacional é penalizado, em termos de eficiência, por essa dualidade. A conglomeração acabou por prejudicar uma das vantagens da segmentação, a de reduzir ao mínimo os conflitos de interesse entre as instituições e o cliente, um problema presente nos sistemas de bancos múltiplos e, por isso mesmo, objeto de regulamentação apropriada onde essa estrutura financeira é utilizada.

Por outro lado, é provável que esse quadro acarrete uma redução da eficiência dos conglomerados, que atuam como bancos múltiplos mas se deparam,

GRÁFICO 1



por exemplo, com custos administrativos necessários para manter instituições financeiramente diferentes e com uma elevada imobilização financeira resultante da aquisição de várias cartas-patentes.

A considerar essas desvantagens do sistema híbrido em relação às suas alternativas como refletindo-se na eficiência do sistema financeiro, é de se esperar que, em termos gráficos, a curva s se localize à esquerda daquela representativa do sistema puro, qualquer que seja ele. Para um dado tamanho de mercado e grau de concentração, as instituições mistas devem experimentar os custos mencionados acima. Tal situação pode ser descrita, no Gráfico 1, pela posição da curva s_1 em relação à s_2, esta última representando o sistema puro, o que indica que a eficiência social máxima é menor e implica em maior grau de concentração.

A tendência à universalização dos bancos, a exemplo da concentração bancária, vem sendo observada em diversos países com estrutura financeira segmentada, de que é exemplo a discussão presente nos Estados Unidos sobre desregulamentação[13]. Tendo em vista o momento atual, no qual se começa a cogitar de uma reforma financeira no Brasil, parece especialmente adequado proceder-se a um exame judicioso sobre as vantagens de se adotar uma estrutura financeira baseada em bancos múltiplos.

Conclusões

No momento em que se inicia uma discussão sobre a reforma bancária e, mais amplamente, sobre a reforma do sistema financeiro nacional, algumas questões naturalmente vêm à luz, como é o caso da concentração bancária e da conglomeração financeira.

A despeito da forma distinta, a concentração e a conglomeração parecem ter a mesma origem, qual seja o incentivo às fusões e incorporações que tiveram ênfase, principalmente, no período compreendido entre 1965 e 1975.

Um temor comum a essas formas de evolução do sistema financeiro é que elas dêem origem ao exercício do poder de mercado, possibilitando a prática de maiores preços, bem como a redução de quantidade e/ou qualidade dos serviços financeiros e reduzindo, portanto, a eficiência do sistema. Por outro lado, a indústria financeira apresenta condições de realizar economias de escala, o que estabelece um *trade-off* entre esses dois efeitos da concentração.

A eficiência social máxima associada à oferta de serviços financeiros é compatível com algum grau de concentração. No entanto, em face da emergência de uma estrutura financeira híbrida no Brasil, na qual conglomerados financeiros e instituições independentes convivem em um ambiente formalmente concebido para a especialização das instituições financeiras, é provável que essa eficiência

[13] Veja, por exemplo, King e Whitehead [15].

seja inferior em relação àquela prevalecente com um sistema puro – especializado ou de bancos múltiplos.

Essa situação revela a necessidade de se repensar a atual estrutura financeira no Brasil, examinando-se as vantagens e desvantagens da adoção formal dos bancos múltiplos.

Bibliografia

ALHADEF, D. A. *Competition and controls in Banking: a study of the regulation of bank competition in Italy, France and England*. Berkeley: Univ. of California Press, 1968.

ALLEN, R. F. Efficiency, Market Power, and Profitability in American Manufacturing. *Southern Economic Journal*, v. 49, April 1983. pp. 933-40.

ALVES, J. B. *Fatores Determinantes da Eficiência dos Bancos Comerciais: Uma tentativa de análise econométrica*. Rio de Janeiro. SBEG, 1974.

Anuário Estatístico do Brasil. Rio de Janeiro: Fundação IBGE (vários números).

Balanço Financeiro da Gazeta Mercantil. Ano VI, nov. 1984. n. 56.

BALTENSPERGER, E. Economies of Scale, Firm Size, and Concentration in Banking. *Journal of Money, Credit and Banking*. v. IV, August 1972, n. 3. pp. 467-88.

Boletim do Banco Central do Brasil. Brasília (vários números).

BOUZAN, A. *Os Bancos Comerciais no Brasil: Uma análise do desenvolvimento recente – 1965/1971*. São Paulo: Federação das Associações de Bancos, 1972.

BRAGA, H. C. e MASCOLO, J. L. Mensuração da Concentração Industrial no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. v. 12, ago/1982, n. 2. pp. 399-454.

BROZEN, Y. *Concentration, Mergers, and Public Policy*. New York: Macmillan, 1922.

CARVALHEIRO, N. Crescimento e Concentração de Bancos Comerciais: O período 1964–1976. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. v. 9, abr/jun 1983, n. 26. pp. 153-75.

CARVALHO, J. L. *O Estado na Economia*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1978.

DEMSETZ, H. Industry Structure, Market Rivalry, and Public Policy. *Journal of Law and Economics*. v. 16, April 1973. pp. 1-19.

GILBERT, R. A. Bank Market Structure and Competition: a survey. *Journal of Money, Credit and Banking*. v. XVI, Nov. 1984, n. 4, part 2. pp 617-60.

KHATKHATE, D. R. e RIECHEL, K. W. Multiporpose Banking: its nature, scope and relevance for less developed countries. *Staff Papers*. v. 27, Sep / 1980, n. 3. pp. 478-516.

KING, B. F. e WHITEHEAD, D. D. eds. Bank Product Deregulation. *Federal Reserve Bank of Atlanta*. v. LXIX, May 1984, n. 5.

KOCH, J. V. *Industrial Organization and Prices*. New Jersey: Prentice Hall, 1974.

MEIRELLES, A. C. *Economias de Escala e a Estrutura do Sistema Financeiro: O Caso Brasileiro*. Rio de Janeiro: SBEG, 1974.

NEEDHAM, D. *Economic Analysis and Industrial Structure*. New York: Holt, Reinhart and Wiston, 1970.
PERDIGÃO, L. A. *Conglomerados Financeiros: Análise de seu Desempenho no Brasil (1978/1981)*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1983.
PORTOCARRERO DE CASTRO, H. O. *As Causas Econômicas da Concentração Bancária*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1981.
STIGLER, G. J. *The Organization of Industry*. Homewood: Richard D. Irwin, 1968.
VITAL, S. M. Economias de Escala em Bancos Comerciais Brasileiros. *Revista Brasileira de Economia*. v. 27, jan/mar 1973, n. 1. pp. 5-41.

Mercado de Capitais e Intervenção Estatal no Brasil

Antonio Carlos Figueiredo Pinto*

Esse artigo analisa o problema da regulamentação econômica no mercado de capitais brasileiro. Ele discute principalmente os aspectos teóricos da regulamentação econômica e, também, os efeitos da intervenção excessiva do governo no mercado de capitais. Sua conclusão básica é a de que a regulamentação existente em nada contribui para melhorar a alocação da poupança.

This article analyses the economic regulation problem of the brazilian capital market. It discusses mainly the theoretic aspects of the economic regulation and, also, the effects of the large state intervention on the capital market. Its basic conclusion is that existing regulation does not improve the saving alocation.

Introdução

A maximização da taxa de crescimento de longo prazo da economia está, sem dúvida, entre as maiores preocupações dos governos em todo mundo. Dentro dessa ênfase, baseados em modelos de crescimento econômico bastante simples[1], os governos, principalmente depois da Segunda Guerra Mundial, passaram a procurar incrementar a poupança interna de seus países. Com isso, acreditavam que haveria, então, ampliação da base de capital físico de suas economias e, assim, o garantiriam determinada taxa de crescimento econômico.

Ao longo do tempo, entretanto, essas idéias foram sendo colocadas de lado. Mais importante do que incrementar simplesmente a taxa de poupança da economia, a questão da eficiência na alocação dessa poupança passou a ser mais discutida. Nessa direção, foram muito importantes as contribuições iniciais de Sollow e Swan[2]. A grande preocupação no plano teórico, passou a ser com a

[1] Harrod, R. F., "An Essay in Dynamic Theory", *Economic Journal*, 1939. pp. 14-33; Domar, E. D., "Capital Expansion, Rate of Growth and Employment", *Econometrica*, 1946. pp. 137-47.

[2] Sollow, R. M. "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 1956-feb. pp. 65-94; Swan, T. W. "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, 1956. pp. 334-61.

*Doutor em Economia pela EPGE/FGV e pesquisador do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC.

qualidade da execução da tarefa dos mercados de capitais de transformação da massa de poupança em investimentos e não mais com o volume de poupança que a ele chegava. Desse modo, aos mercados de capitais não caberia simplesmente ligar mecanicamente poupança e investimento, mas, sim, buscar uma alocação mais eficiente da poupança entre as várias alternativas de investimento disponíveis.

Modernamente, essa questão está no centro das discussões acerca do processo de crescimento econômico. Diversos autores[3] têm procurado associar a idéia de melhoria do processo de intermediação financeira com a consecução de taxas de crescimento de longo prazo elevadas e auto-sustentadas. Para eles, o grande problema dos países sub-desenvolvidos é o de que a poupança disponível não é alocada com eficiência, havendo, por conseguinte, grande dispersão das taxas de retorno dos investimentos. Sendo assim, há possibilidades bem definidas de maior crescimento econômico pela simples redução da referida dispersão.

Uma das principais explicações, em toda essa discussão, para a baixa eficiência alocativa da poupança no contexto dos países sub-desenvolvidos reside, justamente, no papel desempenhado pelos respectivos governos. Para esses autores, a proliferação de regulamentações nesses países têm contribuído bastante para o mal funcionamento do sistema financeiro, como um todo e, por conseguinte, para o uso ineficiente de recursos.

Mckinnon, por exemplo, aponta o governo como um dos principais responsáveis pelo que ele chama de fragmentação da economia e, como conseqüência, pela disparidade de taxas de retorno. Segundo ele, uma política adequada para o mercado de capitais que reduza, em particular, a intervenção governamental, é pré-condição básica para o crescimento econômico.

No Brasil, existe uma preocupação muito grande com interferência excessiva do governo no mercado de capitais. O Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC, em particular, tem concentrado bastante seus esforços de pesquisa nessa direção. Como exemplo, trabalho recentemente elaborado no âmbito do Instituto[4] chama atenção para o fato de que a observação cuidadosa das políticas do Governo para o setor financeiro a partir das reformas dos anos sessenta mostra um crescente grau de regulamentações, e prossegue:

". . . Na maioria dos termos das operações passivas ou ativas do sistema existe influência direta da regulamentação das Autoridades Monetárias. Em particular, as obrigatoriedades impostas sobre o "portfolio" das instituições parecem excessivamente exageradas, comprometendo o princípio voluntário de transferência de poupanças embutidos naquelas reformas. Pode-se dizer que grande parte das funções atuais do sistema consiste em realizar operações compulsórias de crédito. Em termos básicos, ao sistema financeiro é imposta uma atuação típica de agência governamental. Surge assim, um paradoxo. Ao tentar reduzir a sua participação direta nos fluxos de poupanças e investimento, o Governo amplia a capacidade de operação voluntária do sistema financeiro. Posteriormente, o controle público das carteiras do sistema faz com que, de modo indireto, a determinação dos fluxos de poupança e investimento retorne às mãos do Governo."

[3]Como exemplo, poderíamos citar, principalmente: a) Mckinnon, R. I. *A Moeda e o Capital no Desenvolvimento Econômico*, Rio de Janeiro. Interciência, 1978; b) Shaw, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, 1973.

[4]"Sistema Financeiro Nacional: Algumas Propostas de Reforma". Mimeo, 1984, IBMEC.

Na próxima seção, discutiremos os principais aspectos econômicos relacionados com a intervenção do governo na economia. Na seguinte, citaremos alguma evidência empírica dos efeitos da regulamentação do governo sobre o mercado de capitais brasileiro.

Aspectos Econômicos da Regulamentação

Na seção anterior vimos que, modernamente, existe grande preocupação, na literatura, com a intervenção do governo no mercado de capitais. Nessa seção, procuraremos buscar justificativas teóricas para esse comportamento do governo, com o intuito de verificar a posição da teoria econômica nesse aspecto.

As primeiras teorias de regulamentação econômica levaram em consideração o fato de que o Estado só deveria interferir na economia quando da ocorrência de falhas no funcionamento do sistema de mercado. Nesses casos, o governo deveria produzir bens públicos ou regulamentações, na tentativa de, eventualmente, corrigir o rumo da alocação de recursos.

As regulamentações têm sido apontadas como um dos mais importantes aspectos produtivos da participação do Estado na vida coletiva. Carvalho[5], por exemplo, ressalta que a existência e manutenção de um conjunto de leis básicas, normas e regulamentos que delimitem a ação dos vários agentes econômicos, além de possibilitar a solução de certos problemas associados ao direito de propriedade, servem para definir um mínimo de ordem necessária ao desenvolvimento social em todos os seus aspectos.

No entanto, várias críticas podem ser feitas à regulamentação econômica. Carvalho procura mostrar que a ausência de um mercado livre para este bem gera algumas imperfeições que podem tornar seu produto líquido negativo, embora ele vise reduzir custos para a coletividade. Argumenta também que a incerteza sobre a ação dos órgãos reguladores e sobre a estabilidade das suas decisões pode impor custos aos agentes econômicos. Discute, além disso, que a existência de um poder discricionário gera a possibilidade de se modificarem as regulamentações existentes.

[5]Carvalho, J. L. *O Estado na Economia: Estudos de Dois Casos Brasileiros*, Expressão e Cultura, Rio de Janeiro, 1979.

Ao longo do tempo foi ficando claro que as primeiras teorias de regulamentação econômica não explicavam, de forma apropriada, a realidade. Ou seja, na prática, constatava-se que a intervenção estatal acabava piorando a alocação dos recursos, ao invés de corrigí-las. Assim, a ênfase nos esforços de pesquisa mudou, com os analistas passando a se concentrar nos aspectos distributivos inerentes ao processo regulatório. Com efeito a possibilidade das regulamentações serem alteradas para beneficiar certos grupos, como ressaltou Carvalho, torna factível a utilização de recursos na "produção de influência" sobre os órgãos de regular.

Desse modo, surgiu a chamada "Teoria Econômica da Regulamentação", proposta originalmente por Stigler[6]. Ele construiu toda a teoria a partir da premissa de que a regulamentação econômica servia aos interesses privados de grupos específicos. Assim, os problemas alocativos puros foram, praticamente deixados de lado. No plano teórico, a regulamentação passou a ser vista como um bem que é transacionado no mercado político, sendo demandada por certos grupos interessados em aumentar suas riquezas e sendo ofertada por representantes políticos.

O trabalho pioneiro de Stigler foi, posteriormente, estendido e generalizado por Sam Peltzman[7]. Em seu modelo, certos grupos, na sociedade, procuram redistribuir riqueza via processo regulatório. Cada um visa obter ganhos, "taxando" os demais. O regulador, por seu lado, um político em potencial, arbitra entre os vários grupos, na procura da maximização de sua probabilidade de ser eleito.

Efeitos da Regulamentação no Brasil

A discussão dos aspectos econômicos da regulamentação, na seção anterior, nos levou à conclusão básica de que, do ponto de vista alocativo, não existe, na teoria econômica moderna, qualquer justificativa para a intervenção sistemática e excessiva dos governos nos mercados de capitais. Na prática, foi mostrado que a regulamentação, hoje, existe principalmente por que atende a interesses privados de grupos específicos.

No Brasil, algumas tentativas foram feitas de se obter evidências empíricas a esse respeito. Figueiredo Pinto[8], por exemplo, procurou examinar os efeitos alocativos de um tipo particular de regulamentação existente sobre a formação das carteiras de investimento dos investidores institucionais. A hipótese básica que submeteu a testes foi a de que a regulamentação distorcia o processo de escolha dos investidores, segundo suas metas individuais, levando-os certamente a

[6] Stigler, G. J. "The Theory of Economic Regulation", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Spring 1971. pp. 3-21.

[7] Peltzman, S. "Toward a More General Theory of Regulation", *The Journal of Law and Economics*, August, 1976.

[8] Figueiredo Pinto, A. C. "Efeitos da Regulamentação Econômica: O caso dos Investidores Institucionais", *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Jul/Set 84. pp. 191-220.

compor carteiras de investimento cujos componentes de risco e retorno seriam diversos dos ideais.

Ainda segundo esse estudo há uma dificuldade prática muito grande de se compatibilizar os objetivos dos investidores institucionais com os da regulamentação. Enquanto os investidores procuram imprimir maior eficiência na administração dos seus recursos, a regulamentação os leva, compulsoriamente, a atender outros fins, como o financiamento do déficit público.

No contexto da moderna teoria de finanças ele considera a diferença de posição relativa de fronteiras eficientes[9], com e sem regulamentações, como relevante na identificação das distorções que procura apontar. Portanto, a aceitação ou não da hipótese básica do estudo, em termos práticos, depende da magnitude dos deslocamentos da fronteira eficiente, pelo efeito da regulamenação.

Com base nos resultados empíricos que obteve, extraiu a conclusão de que a regulamentação de formação de carteira dos investidores institucionais estudados introduzia distorções no proceso de escolha dos mesmos, na forma de aumento do risco da carteira que poderia ser constituída.

Brito[10], procurou examinar para o mercado brasileiro o efeito da diversificação do risco, de forma a tentar determinar o tamanho necessário da carteira para obter os benefícios da diversificação. Em seguida procurou verificar se as exigências mínimas, do governo, de diversificação e tamanho da carteira para determinados investidores institucionais, estava associado à obtenção dos benefícios mencionados.

A conclusão a que chegou foi a de que, como o risco no mercado acionário brasileiro, com os dados que trabalhou, podia ser diversificado muito rapidamente, não havia qualquer justificativa para regulamentações então em vigor que levavam a que o investidor constituísse carteiras muito diversificadas. Ou seja, a regulamentação então acabava distorcendo a alocação da poupança institucional, pois suas exigências não encontravam um respaldo sob a ótica de diversificação de risco.

Conclusão

Existe um consenso de que o mercado de capitais, no Brasil, tem sofrido uma intervenção estatal excessiva. A análise cuidadosa das regulamentações produzidas pelo governo, nos últimos anos, mostra, inclusive, que essa intervenção tem se dado em grau crescente.

[9] As fronteiras eficientes são constituídas de carteiras que oferecem a máxima rentabilidade esperada para seus níveis de risco e oferecem o mínimo risco para seus níveis de rentabilidade.

[10] Brito, N. R. O. "O Efeito da Diversificação do Risco no Mercado Acionário Brasileiro", *Revista de Administração IA–USP*, Abr/Jun 81. pp. 108-21.

A evidência empírica disponível, embora ainda pequena, confirma para o caso brasileiro o fato de que a regulamentação existente em nada contribui para melhorar a alocação da poupança. Pelo contrário, os estudos citados mostram, claramente, que essa intervenção acaba prejudicando-a.

Por tudo isso, podemos concluir basicamente o seguinte:

1) a moderna teoria econômica da regulamentação explica razoavelmente bem o que acontece no Brasil, ao prever que essas intervenções no mercado de capitais estão associadas mais a aspectos distributivos do que alocativos. Em outras palavras, isso significa dizer que as regulamentações baixadas pelo governo nessa área estão, em geral, mais preocupadas em atender interesses específicos do que em promover maior eficiência alocativa.

2) existe, no Brasil, um potencial grande em termos de crescimento econômico por redução de disparidade de taxas de retorno, advindo da eventual liberalização e conseqüente maior eficiência do mercado de capitais.

Dívida Pública e Financiamento do Déficit Público

Eduardo Novo Costa Pereira *

O objetivo deste artigo é o de analisar alguns pontos relacionados à importância de se administrar adequadamente a Dívida Pública, destacando, no entanto, a dificuldade de atingir-se tal meta, face à existência de necessidade de financiamento do déficit público, da forma como é feito no Brasil. Neste contexto, são discutidos o problema da neutralidade da Dívida Pública em contraposição à tributação, a administração da Dívida Pública como instrumento de política monetária; e o fenômeno do "Crowding Out".

The objective of this article is to analyse topics related to the importance of a properly Public Debt management; focusing, however, the difficulty in achieving such goal in a Public Deficit environment as it happens in Brazil. Therefore, public debt neutrality problem, public debt as monetary policy instrument and Crowding Out phenomenon are discussed.

Introdução

Nos últimos anos, tem-se convivido no Brasil com séria crise econômica. Inflação ascendente, problemas de Balanço de Pagamentos, dívida externa e sua dificuldade de renegociação, recessão e desemprego, são alguns dos elementos principais que compõem o conjunto de objetivos a ser atacado e solucionado através de implementação de políticas econômicas. Evidentemente, como existem muitos objetivos e muita das vezes diametralmente opostos, a aplicação de instrumentos de política econômica acabam por não ser bem sucedidos haja vista o óbvio conflito de políticas.

Tarefa árdua, então, é a de definir a prioridade de política e arcar com o ônus de eventual resultado negativo. Nesse contexto, há de se destacar que durante muito tempo a preocupação fundamental perseguida, em primeira instância, tem sido a de contornar problemas de Balanço de Pagamentos, apesar de declarações supostamente pró-combate à inflação.

Esta preocupação em torno do Balanço de Pagamentos magnificou o sur-

* Diretor Técnico do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC. Agradecendo a assistência de Beatriz Campos de Oliveira e Carlos da Costa Parciais Jr., economista do CEECON. Evidentemente, erros e omissões, porventura remanescentes, são de responsabilidade do autor.

gimento de outro problema, a saber, o do déficit público. Existe consenso, hoje em dia, entre economistas de renome, que este déficit tem sido um dos principais, se não o principal, causador do sancionamento de patamares elevados de inflação, da recessão, da exacerbação da dívida externa, de mais problemas com o Balanço de Pagamentos, das taxas de juros elevadas, do significativo "crowding out" e da descaracterização do Sistema Financeiro Nacional, que ultimamente tem-se experimentado.

Portanto, pretende-se com este artigo, ter uma visão geral sobre o financiamento desse déficit público e os inconvenientes daí decorrentes, com especial ênfase no aspecto referente à dívida pública interna.

Financiamento do Setor Público e Crise Econômica

Inicialmente, faz-se necessário discorrer de um modo bem genérico, como cumulativamente, foram sendo geradas as condições favoráveis à configuração de um déficit público considerável, de tal forma que as fontes clássicas utilizadas para seu financiamento acabaram por trazer determinados impactos indesejáveis ao sistema econômico, desencadeando a tão propalada crise econômica.

Nesse contexto, focalizando-se o processo de industrialização na década de 50, como o ponto de partida para essa digressão, há de se destacar que este processo já foi implementado com o objetivo claro de se contornar problemas de balanço de pagamentos, notadamente com relação a bens de consumo durável.

Infeliz e/ou ingenuamente, até parece que não se percebeu que para se montar uma indústria de bens de consumo final, precisava-se de bens de capital e de insumos básicos, se a economia não possui indústria básica (bens de capital e insumos básicos), como era o caso do Brasil, o que se fez foi modificar a composição do balanço de pagamentos, antes com bens duráveis, para bens de base, que, necessariamente, são mais caros. Então, em realidade, apenas "trocou-se" de problema do balanço de pagamentos.

Se caminhar-se pela história mais recente, com a desvinculação do dólar com a paridade-ouro no mercado internacional, o choque do petróleo e o choque das taxas de juros internacionais, simplesmente tinha que se agravar para o Brasil, o problema do balanço de pagamentos.

A percepção acerca da ilusão da "troca" de problema do balanço de pagamentos exacerbada pelos fenômenos ocorridos na história recente, induziu à economia a um estrangulamento.

Naturalmente, a tentativa de solução deveria ser direcionada para a implantação de indústria pesada e de insumos básicos, além da necessidade de se desenhar resposta para a crise de energia.

O Governo assumiu, então, a responsabilidade de fomentar programas de

indústria de bens de capital, de insumos básicos e de energia, uma vez que o setor privado não se sentiu, nem poderia se sentir, por uma questão de risco-retorno, estimulado a entrar nessas atividades.

É bem verdade que nesse caso as combinações possíveis eram enormes e a dificuldade hercúlea, por ser um país de dotação de recursos ainda limitados, para se escolher qual a melhor alternativa a ser seguida.

De qualquer maneira, tentar trocar aquelas três linhas de projetos teria que provocar, cedo ou tarde, o que provou, déficit público[1].

Na medida em que passou a conviver com déficit público, este tem que ser financiado.

Sabe-se que o déficit público pode ser financiado pelas seguintes fontes:

i) emissão monetária;
ii) endividamento (interno ou externo).

Definindo-se déficit público como a diferença entre gastos públicos e receita tributária (pois o déficit público, em princípio, é uma definição fiscal advinda do orçamento do governo), tem-se, para cada período t:

$$G - T = \Delta M + \Delta F + \Delta B,$$

onde G representa gastos públicos[2],

T receita tributária
ΔM emissão monetária
ΔF dívida externa
ΔB dívida interna

É possível, então, analisar-se os efeitos provenientes do uso destas fontes de financiamento do déficit público.

Tomando-se a primeira parte de financiamento do déficit público, a saber, emissão monetária (ΔM), é possível apontar que o efeito macroeconômico foi o da aceleração inflacionária, que contribuiu com o problema de recessão que o país atravessa.

Sabe-se que o fenômeno da inflação se consubstancia a partir do sancio-

[1] Não é pretensão deste artigo discutir se a estratégia foi correta ou não, mas, sim, tendo um fato concreto, qual seja, a geração de um significativo déficit público, analisar seus efeitos macroeconômicos.

[2] Note-se, a bem da verdade, que da forma como está definido, G incorpora os encargos da dívida.

namento monetário às pressões de excesso de demanda do sistema econômico como um todo. Na medida em que o Governo implementa programas de grande vulto, o excesso de demanda é o resultado imediato, visto que a maturação destes projetos é muito longa, sem gerar, obviamente, produção, porém exigindo gastos correntes na sua implantação.

Se essa demanda adicional for financiada por emissão monetária, necessariamente configura-se o sancionamento monetário ao excesso de demanda, caracterizando então a inflação, conforme acima mencionado.

Num ambiente conturbado por aceleração inflacionária transformam-se as expectativas com relação ao futuro em bastante nebulosas, o que contribui para se desestimular o investimento privado em qualquer projeto de prazo mais longo. Nesse sentido, é de se esperar que a atividade real tenha uma trajetória descendente de crescimento, o que acaba por implicar em desemprego e recessão.

Isto pôde ser verificado na história recente do Brasil, tendo sido a inflação também um dos elementos que permitiu que a recessão emergisse e se cristalizasse.

No que se refere à segunda fonte de financiamento do déficit público, endividamento externo (ΔF), expôs a economia a um outro problema a ser administrado que é o da dívida externa.

Enquanto os fluxos de recursos externos eram voluntários, não se preocupava com os resultados que poderiam advir da utilização dessa fonte de financiamento, ao contrário, até mesmo se incentivava a captação desses recursos no mercado financeiro internacional, tornando-se nosso sistema econômico bastante dependente desse mercado.

Assim, os déficits sistemáticos do balanço de pagamentos – provenientes em grande parte pela transformação da composição do balanço de pagamentos e pela implementação daqueles programas de grande porte (indústria de base, insumos básicos e energia alternativa) que por paradoxal que pareça não prescindem de continuar a importar, pelo menos na fase inicial dos projetos – eram financiados pelo setor externo.

Cabe aqui a consideração que é possível estabelecer-se duas estratégias para se administrar o balanço de pagamentos. Uma delas é o financiamento através de recursos externos, outra é o ajustamento nas contas de transações correntes.

Esse financiamento do balanço de pagamentos pode acarretar na exacerbação da dívida externa. Se o volume tomado emprestado for cada vez maior, se as taxas de juros se elevarem e se o "spread" associado ao risco do país se elevar (devido ao aumento da dívida, por uma questão de volume, a capacidade de o país honrar seus compromissos fica debilitada, implicando num risco cada vez maior com relação à efetiva cobertura dos serviços dessa dívida). Tendo acontecido tudo isso com o Brasil, a estratégia de financiamento esgotou-se, concomitantemente agravada pelo fato de que os fluxos deixaram de ingressar no país voluntariamente (ano de 82), iniciando-se a fase desgastante de renegociação da dívida externa.

Evidentemente que a alternativa, no que diz respeito a balanço de pagamentos precisava ser o de ajustamento. Parece claro que a passagem da estratégia financiamento para ajustamento não poderia ocorrer instantaneamente, logo exigiria um período de transição. Durante esse período de transição foi necessário queimar reservas de divisas internacionais, estabelecendo-se o que se convencionou denominar de crise cambial, devido às constantes especulações em torno da necessidade de maxidesvalorização do cruzeiro.

Em realidade, a crise cambial adveio do fato de que sem divisas internacionais, o ajustamento deveria ser o mais rápido possível e, necessariamente, a economia demandava um ajuste forte na paridade cambial, de modo a tornar a rentabilidade real das exportações mais atrativas. Assim, a maxidesvalorização era esperada como a forma de incentivar exportações e desestimular importações, de modo a viabilizar o ajustamento do balanço de pagamentos, na contingência de não se poder contar mais com o estoque de divisas.

Com relação à última fonte de financiamento, o endividamento interno, ΔB, acarretou as seguintes dificuldades:

i) elevação das taxas de juros;
ii) efeito encargos financeiros;
iii) efeito valor presente de projetos;
iv) "crowding out";
v) descaracterização do sistema financeiro.

A elevação das taxas de juros teria que ser o resultado natural, na medida em que os títulos públicos precisavam concorrer com os títulos privados. Claramente, esta competição teria que ser feita através de um incentivo maior em termos de remuneração na aplicação em ativos financeiros. Partindo-se do pressuposto que os títulos públicos detêm menor risco, o aumento da participação dos títulos públicos no sistema financeiro teria que repercutir em taxas ainda maiores para os títulos privados. Assim, se as taxas de captação através dos ativos financeiros aumentaram, era de se esperar que as taxas de aplicação teriam que aumentar também. O resultado final foi o estabelecimento de taxas de juros em patamares elevados, tanto na ponta de captação quanto de aplicação.

O fato de se observar altas taxas de aplicação introduziu o problema dos encargos financeiros para as empresas, principalmente pequenas e médias, que tinham maior dificuldade de honrar suas dívidas com encargos tão elevados, porém não poderiam deixar de lançar mão dos capitais de empréstimos, visto possuírem, via de regra, limitada capacidade de autofinanciamento. Assim, acabou-se por verificar um esquema contínuo de rolagem de dívidas nas carteiras

dos bancos, cujo risco necessariamente aumentou, elevando mais ainda a taxa de juros.

Esta elevação da taxa de juros também contribuiu para a recessão, na medida em que o valor presente dos projetos era menor, devido às taxas de juros utilizadas para descontar os fluxos futuros de lucros esperados serem maiores. Logo, refreiava-se qualquer incentivo em se aplicar em atividades reais.

A percepção de que o Governo, através de seus títulos, vai tomando, cada vez mais, o espaço de captação, que poderia ser dos títulos privados, traduz o fenômeno usualmente denominado de "Crowding Out" que, devido a essa disputa (público vs. privado), acaba por repercutir em taxas de juros mais altas.

Porém, é interessante constatar que a participação dos títulos públicos federais no total de haveres do Sistema Financeiro – que representa o conjunto de instrumentos de captação de recursos tanto para o setor privado quanto para o setor público – sob a ótica puramente de mercado (ou seja, títulos públicos em poder do público) não "justifica" a existência de um expressivo "Crowding Out" (conforme coluna 3 da Tabela 1).

Tal verificação parece negar a crença generalizada de que a partir de 80, o Governo utilizou-se ativamente do endividamento público para financiar seu déficit.

A explicação desse fato, aparentemente contraditório, deve-se ao peculiar atrelamento do BACEN ao Tesouro. Assim, o Tesouro, frente às pressões de financiamento de seu déficit, emite títulos e repassa-os para o BACEN. Este transfere recursos para tais necessidades do Tesouro e toma a si a responsabilidade de administrar a dívida pública; tentando lançar esses títulos a mercado, que não os absorve na totalidade inicialmente emitida pelo Tesouro. Mas, em realidade, os títulos públicos serviram para financiar o déficit público, ainda que não tenha sido via mercado (conforme coluna 5 da Tabela 1).

O reflexo da crise econômica, quando não há tanto estímulo em se aplicar em atividades reais é se voltar para o mercado financeiro, onde a remuneração e liquidez têm sido maiores. Nesse sentido, o papel a ser desempenhado por esse mercado fica descaracterizado, pois, ao captar recursos dos poupadores para transferir para atividades reais esbarra-se no desestímulo a se investir em tais atividades. Em realidade, aqueles que deveriam ser investidores nessas atividades, também são aplicadores no mercado financeiro. Nesse contexto, a participação maior dos títulos públicos nesse mercado para financiar o déficit público é que contém maior conotação de aplicações com lastro real. Assim, o "Crowding Out" provocado pelos títulos públicos reforça esse desvirtuamento da função do sistema financeiro.

Para finalizar, há de se registrar que o déficit público tem sido uma das principais forças motrizes da crise econômica que o país tem atravessado, tendo

TABELA 1
HAVERES FINANCEIROS / TÍTULOS PÚBLICOS E PRIVADOS
(Em bilhões de Cr$ correntes)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 (Set)
Total Haveres Financeiros (1)	1.543	2.577	4.342	10.741	24.249	69.334	165.342
Total Títulos Públicos no Mercado (2)	314	397	616	2.146	4.737	9.143	31.489
Participação Títulos Públicos (3) = (2) / (1) (%)	20,35	15,41	14,19	19,98	19,53	13,19	19,04
Total Títulos Públicos Autoridades Monetárias + Mercado (4)	358	521	848	3.087	7.862	25.435	64.205
Participação Títulos Públicos Autoridades Monetárias no Mercado (5) = (4) / (1) (%)	23,20	20,21	19,53	28,74	32,42	36,68	38,83
Total Títulos Privados (6)	460	795	1.292	2.959	7.102	21.633	51.649
Participação Títulos Privados (7) = (6) / (1) (%)	29,81	30,85	29,76	27,75	29,29	31,20	31,24

Elaboração do CEECON / IBMEC.
Fonte: Boletim do Banco Central.

tido efeito, conforme acima exposto, em inflação, recessão, crise cambial, dívida externa, taxas de juros elevadas, "Crowding Out" dos títulos privados e descaracterização do sistema financeiro. Este déficit público não é plenamente transparente uma vez que existe interação entre os três orçamentos do governo, de tal forma que estritamente falando, o resultado de política fiscal ($G - T$) pode sugerir que não há déficit. Porém, levando em consideração os encargos financeiros da dívida pública interna, os programas de fomento repassados pela conta de movimento do BACEN junto ao Banco do Brasil e a falta de independência do Banco Central com relação ao Tesouro, o déficit público é evidente (Cfr. Tabela 2).

Por conseguinte, para se obter maior estabilidade econômica que há de repercutir favoravelmente no bom desempenho do mercado financeiro, é necessário cuidar prioritariamente do déficit público, destacando, no momento oportuno a necessidade de se conceber um Banco Central independente, unificação de orçamentos e reforma bancária.

Neste contexto, é evidente que o financiamento do setor público tem acarretado sérios problemas para o sistema econômico como um todo, reduzindo, inclusive, a eficácia de uma das suas principais fontes, domésticas não-inflacionárias, de financiamento, a dívida pública interna.

Considerações sobre Dívida Pública

Nesta seção serão apresentados alguns temas, julgados relevantes para a percepção do problema de condução da dívida pública, a saber, o problema de preferência intertemporal dos agentes econômicos entre tributação e títulos da dívida pública; o problema de administração desta dívida sob o ponto de vista de instrumento de política monetária; e o problema do fenômeno "crowding out".

A categoria de dívida pública considerada nesta abordagem é a dívida mobiliária federal, embora não deixe de ser importante o caso da dívida mobiliária estadual e municipal, o aspecto de endividamento de instituições governamentais e, no caso particular do "crowding out", não se pode deixar de mencionar o fato de que ações – principalmente as preferenciais que, genericamente falando, possuem conotação de títulos de captação de empréstimos – de empresas estatais concorrem com os títulos privados, na disputa dos recursos para financiamento de atividades.

Preferência Intertemporal entre Dívida Pública e Tributação (Neutralidade da Dívida)

A discussão sobre esta pretensa neutralidade da dívida surge da questão de que dado um volume e composição dos gastos públicos, se existe alguma diferença entre o fato de esses gastos serem financiados por tributação ou por emissão de títulos públicos.

TABELA 2
TESOURO NACIONAL – ORIGEM E POSIÇÃO LÍQUIDA DOS RECURSOS
FLUXOS ACUMULADOS NO EXERCÍCIO
(A preços de Dezembro de 1984)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Execução Financeira							
1. Receita	51.018.945	42.034.665	47.828.970	45.474.487	46.488.189	36.693.013	32.231.201
2. Despesa	50.445.523	41.953.950	47.825.126	45.462.123	46.484.857	36.671.662	27.422.600
3. Resultado de Caixa	573.422	80.715	3.844	12.364	3.332	21.351	4.808.601
Colocação Líquida de							
Títulos – DEMOB – Total	1.133.988	– 5.092.378	232.003	11.089.413	– 2.190.685	– 7.413.902	11.660.055
Outras Operações	– 1.918.663	– 1.090.270	– 5.099	– 3.656.886	– 8.785.099	–23.429.982	–25.672.905
Recursos Líquidos do Tesouro Nacional – Total	– 211.253	– 6.101.933	230.748	7.444.891	–10.972.452	–30.822.533	– 9.204.249

Nota: Os dados de 1984 referem-se ao mês de novembro. Elaboração do Centro de Estudos Econômicos – IBMEC.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

Em realidade, a redução de tributação no presente para ser financiada por dívida pública, desloca o recolhimento de tributos do presente em direção a algum período no futuro.

Se essa taxação futura, derivada do fato de se ter emitido no presente títulos públicos, não for completamente percebida e descontada pelo setor privado, então este pode ser levado a consumir mais; e, assim, reduzir sua acumulação de capital. No caso do Brasil, essa não-percepção, logo, não acumulação de capital, é crucial, por ser mais uma restrição à sua capacidade de se desenvolver.

Por outro lado, se essa taxação futura "derivada" for plenamente percebida e descontada, acabará por não haver qualquer efeito real na economia, uma vez que os agentes econômicos do setor privado lançam mão da redução de tributação, no presente, para poupá-la e aplicá-la no pagamento futuro dessa mesma tributação e, nesse sentido, há a neutralidade da dívida pública.

Assim, a hipótese de neutralidade da dívida é suportada pelo argumento de que as expectativas dos agentes com relação à futura carga tributária, são de que os valores presentes das duas alternativas de incidência de taxação se equivalem, ou seja, o valor presente da redução de taxação no presente, devido à preferência por endividamento público, é contrabalançado pelo valor presente da tributação futura. Evidentemente, é possível se questionar a acuidade de previsão daqueles agentes e o grau de racionalidade econômica daí decorrente, pois nada garante que eles consigam associar a mudança de estratégia fiscal (de tributação para dívida) com suas obrigações com a taxação futura.

Cabe então enfatizar as diferenças entre tributar e endividar-se e quais motivações levariam a se preferir taxação futura.

A diferença fundamental, já apontada neste artigo, é que a dívida pública permite cada agente econômico possuir maior flexibilidade na escolha do momento para ajustamento de consumo, enquanto que com a tributação o ajuste tem que ser imediato.

A crença de que o endividamento público permite a transferência da incidência da carga tributária para o futuro desempenha papel primordial na preferência dos indivíduos para que o Governo opte pela dívida pública.

A maior preferência por dívida pública é necessariamente influenciada pela distribuição temporal de benefícios.

Se os benefícios forem distribuídos ao longo de vários anos, indivíduos hão de considerar a dívida pública, que deslocará a incidência tributária adiante, plenamente justificável. A idéia, genericamente aceita, não necessariamente verdadeira e/ou justa é de que se os benefícios podem repercutir favoravelmente para as gerações futuras, então é válido a geração de hoje repassar parcela dos custos para o futuro.

Por conseguinte, vai depender muito da forma como cada indivíduo visualiza o futuro. Se ele acredita que é mais provável que ele pague menos no futuro do que ele pode pagar no presente, ele preferirá que haja mais dívida pública e menos tributação. Esse perfil de comportamento de decisão é típico de indivíduos com idade próxima à aposentadoria, por exemplo. Por outro lado, se o indivíduo tem a expectativa de que seu compromisso tributário se elevará no futuro – como por exemplo agentes em início de carreira ou de operação (no caso de empresas) que possuem condições de criar expectativas de que suas remunerações irão se elevar ao longo do tempo – será menos favorável à idéia da dívida pública, pois esta representará encargos no futuro exatamente quando seus rendimentos serão superiores.

Um último ponto nesta questão entre tributar e emitir títulos de dívida se deve à preocupação que, normalmente, se tem com relação aos encargos financeiros da dívida. Se a responsabilidade por esses encargos financeiros da dívida. Se a responsabilidade por esses encargos acabar por, de uma forma ou outra, sendo bancada pelo sistema econômico como um todo, não-Governo, e se o volume adquirir cifras monumentais, é natural que haja uma certa restrição do setor privado em conviver com dívida pública (Cfr. Tabela 3).

Em resumo, os agentes econômicos preferirão dívida pública ao invés de tributação quando:

a) o financiamento por taxação requerer um corte violento no consumo, mesmo que seja um fenômeno temporário;
b) os agentes criarem expectativas de que se defrontarão com menor carga tributária no futuro, do que seria no presente;
c) houver a percepção generalizada de que transferir a incidência de taxação para o futuro é desejável, quer seja por se possuir um artifício para se escapar da tributação, quer seja quando se antecipa a existência de um fluxo sistemático de benefícios para as gerações futuras.

Em decorrência, a neutralidade da dívida pública interna é questionável haja vista que é difícil se imaginar, num país onde não existe ainda perfeita eficiência informacional como o Brasil, que os agentes consigam tomar decisões levando em conta que dívida pública hoje representa mais tributação no futuro, simplesmente porque não percebem a ligação entre tributação e dívida pública, como formas alternativas de financiamento do setor público, sendo que a dívida tem que ser paga ao setor privado, em algum momento no tempo, ainda que o Governo lance mão do mecanismo de ("rolagem da dívida") e o instrumento clássico de receita governamental, para fazer frente às suas obrigações é a tributação.

Ademais, se os agentes percebem essa ligação e se deparam com o significativo montante de encargos da dívida; então estão conscientes de que no futuro a carga tributária há de ser insustentável, pois os encargos da dívida são bastante superiores à receita tributária da forma como vem sendo arrecadada nesses últi-

TABELA 3
DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
RESPONSABILIDADE DO TESOURO NACIONAL POR TÍTULOS EM CIRCULAÇÃO
SALDOS NO PERÍODO E VARIAÇÃO ANUAL (%)
(A preços de Dezembro de 1984 – Em Cr$ milhões)

	1978	%	1979	%	1980	%	1981	%
Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN								
1. Valor subscrito	12.683.077	–11,12	10.660.553	–15,85	14.700.699	37,90	20.950.717	42,51
2. Correção Monetária	10.789.249	8,75	9.800.721	– 9,16	8.112.449	–17,23	18.439.292	127,30
3. Juros	347.852	– 5,32	245.855	–29,32	298.485	21,41	527.447	76,71
4. Total	23.820.178	– 3,01	20.707.129	–13,07	23.111.633	11,61	39.917.456	72,72
Letras do Tesouro Nacional – LTN								
1. Valor líquido	23.540.406	12,24	18.755.048	–20,33	8.289.657	–55,80	15.661.732	88,93
2. Desconto	4.876.207	24,48	3.216.972	–34,03	1.731.764	–46,17	6.432.496	271,44
3. Total	28.416.613	14,17	21.972.020	–22,68	10.021.421	–54,39	22.094.228	120,47

Continua...

... Continuação da Tabela 3

	1982	%	1983	%	1984	%
Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN						
1. Valor subscrito	28.757.350	37,26	19.701.664	–31,49	22.314.700	13,26
2. Correção Monetária	34.762.126	88,52	46.513.385	33,80	60.826.639	30,77
3. Juros	903.318	71,26	865.091	4,23	920.939	6,46
4. Total	64.422.794	61,39	67.080.140	4,12	84.062.278	25,32
Letras do Tesouro Nacional – LTN						
1. Valor líquido	9.940.839	–36,53	10.397.668	4,60	3.798.780	–63,46
2. Desconto	4.757.083	–26,05	4.848.602	1,92	1.615.720	–66,68
3. Total	14.697.922	–33,48	15.246.270	3,73	5.414.500	–64,49

Notas: Os dados de 1984 referem-se ao mês de novembro. Elaboração do Centro de Estudos Econômicos – IBMEC.
Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.

mos anos (Compare Tabela 3 e Tabela 2.).

Por tudo isso é que fica difícil administrar a dívida pública interna, mesmo na hipótese de neutralidade, refletindo na perda de eficácia enquanto instrumento de política econômica.

Títulos da Dívida Pública como instrumento de Política Monetária

A administração da carteira de títulos da dívida pública federal pelo Banco Central deve ter por objetivo único atingir as metas de programação monetária para cada período.

A compra e venda desses títulos pelo BACEN a mercado vai influenciar – através de injeção ou retração – a liquidez do sistema. Assim, a estratégia a ser adotada por essas negociações com títulos federais é que vai delimitar a abrangência e os objetivos esperados com a condução das operações de "Open Market", ou seja, essas transações representam o entendimento da administração da dívida pública na forma de instrumento de política monetária.

Sabe-se que há, genericamente, duas categorias de estratégia que o BACEN pode lançar mão com o intuito de alterar o volume de disponibilidade monetária do mercado como um todo. A primeira cuida de problemas de mais curto prazo, quando devido a circunstâncias temporárias, até mesmo sazonais, existe um desequilíbrio com relação à liquidez requerida. Assim, o BACEN utiliza-se da chamada estratégia defensiva para tentar solucionar tais problemas.

Já a segunda estratégia, a dinâmica, há de estar associada à trajetória de crescimento de médio e longo prazos dos agregados monetários, a fim de sustentar as necessidades provenientes do crescimento da economia como um todo ao longo do tempo.

Percebe-se então que qualquer que seja a estratégia adotada pelo BACEN com respeito às operações de "Open Market", o impacto há de recair sobre o sistema monetário. Assim, é fundamental que as condições prevalecentes neste mercado sejam compatíveis com a trajetória do sistema econômico. Para tanto, é de se esperar que o BACEN seja plenamente apto a ajustar a quantidade de moeda, sempre que assim o desejar, principalmente através das operações de "open market".

Por conseguinte, parafraseando Keynes, sabe-se que a primeira grande necessidade de um Banco Central, com sua responsabilidade em administrar o sistema monetário como um todo, é assegurar-se que ele tenha capacidade inquestionável de controlar a oferta de moeda.

No caso brasileiro, a experiência recente revela descontrole monetário de magnitude nunca dantes observada. Assim, parece evidente que o Banco Central do Brasil está a necessitar maior flexibilidade para poder exercer, em toda sua

plenitude, o que dela se espera, a saber, controle monetário eficaz.

Neste contexto, parece caber a sugestão de um Banco Central independente. A perceptível ausência de independência está associada, primordialmente, ao financiamento do déficit do Tesouro, à existência de dupla autoridade monetária e ao passivo paternalismo de seguro contra risco do sistema financeiro como um todo.

Com relação aos financiamentos de despesas explícitas do Tesouro, estas se revestem em uma fonte de expansão da base monetária que "a priori" seria controlável. As autoridades monetárias, no caso BACEN, fixariam a magnitude desses empréstimos, deixando ao formulador da política fiscal o financiamento do déficit (superávit) residual. Todavia, a exemplo do que acontece com as operações de crédito ao setor privado, os empréstimos ao Governo são ditados por condições que nem sempre estão sob controle do BACEN. Nesse campo, encontram-se as aquisições de produtos agrícolas, subsídios diversos, financiamentos de empresas estatais etc. Logo, a programação do Tesouro deve ser provisionada, liberando o BACEN da gestão de sua dívida, de tal forma que as transações com os títulos públicos federais, quando coordenadas pelo BACEN, visem unicamente conveniências de política monetária, ao invés de também ter como objetivo o financiamento do déficit do Tesouro. Nesse contexto, faz-se necessária a reformulação da Lei Complementar nº 12, transformando os encargos da dívida, não como giro da dívida, mas, sim, como despesa da União. Nesse cenário poderia caber ao Banco do Brasil a função de Caixa do Tesouro, e ao Ministério da Fazenda o de gerenciar a dívida pública.

O segundo grande problema diz respeito à já tão decantada necessidade de separação do BACEN do Banco do Brasil, para que aquele seja a única autoridade monetária e passe a possuir, então, ativa racionalização de seus instrumentos de política na direção de controle monetário mais adequado. Em realidade, não se pode imaginar que esta separação seja imediata, uma vez que há de se definir muito claramente as novas funções do BB. De qualquer maneira, urge que haja tal separação, devido aos naturais conflitos de interesse de política econômica dessas instituições.

Ademais, para ser independente, o BACEN não pode estar limitado pela preocupação de que a implementação requerida de política econômica venha afetar o sistema financeiro. Assim, o BACEN deve induzir o mercado a criar seus próprios mecanismos de auto-sustentação, o que há de conferir maior fortalecimento a todo o sistema financeiro, haja vista a decorrente necessidade de busca por mais eficiência no sentido empresarial – na medida em que não contando mais com o "seguro governamental", os participantes desse mercado terão que normatizar as vantagens de cada aplicação pelo risco a ela inerente.

Finalmente, é mister enfatizar que ser independente não implica que o BACEN deva estar completamente dissociado do resto do Governo; ao contrário, essa independência, para ser sancionada, há de exigir ampla coordenação junto às

outras autoridades econômicas.

Logo, as operações com títulos da dívida pública por parte do BACEN, enquanto instrumento de política monetária, necessitam que essa instituição seja independente, de maneira a tornar factível o completo conhecimento da dimensão (da carteira do BACEN, além dos títulos públicos em circulação no mercado) adequada ao melhor cumprimento possível da programação monetária previamente estabelecida. Caso contrário, a dívida pública, em poder do BACEN e do mercado, pode estar inapropriadamente dimensionada para a tarefa de controlar, bem sucedidamente, a oferta de moeda. Assim, pode acontecer de ser tênue a percepção de se o objetivo das operações de "Open Market" está associado ao controle monetário ou ao giro da dívida pública.

Referente a esse problema, é possível apontar algumas conseqüências desfavoráveis ao sistema econômico:

a) a monetização imediata dos títulos do Tesouro transferidos para a carteira do BACEN – na hipótese de não conseguir esterilizar tal monetização através de repasses desses títulos a mercado – com a respectiva expansão monetária, e redução da autonomia de o BACEN mantê-la sob seu comando;
b) as operações de "Open Market" podem estar sendo, inadvertidamente, utilizadas na direção em que acabarão por deixar de ser eficazes, como instrumento de política monetária;
c) a imposição para que o mercado absorva uma parcela eventualmente maior do que a desejada (cfr. Tabela 4 e Gráfico 1), obrigando ao BACEN remunerar por isso, ou seja, "abrir taxa", repercutindo no patamar das taxas de juros vigentes;
d) o acirramento da disputa entre títulos privados e títulos públicos, exacerbando o problema do "crowding out" (vide próxima seção).

Efeito "Crowding Out" dos Títulos Públicos

Uma definição para "crowding out" é o fenômeno de deslocamento das atividades produtivas empresariadas pelo setor privado, devido à participação mais intensa do Governo, de maneira que reduz, de uma forma ou de outra, o espaço para o desenvolvimento daquele setor privado.

Cumpre ressaltar, então, que o "crowding out", normalmente, se refere aos efeitos econômicos atinentes à política fiscal expansionista. Se um aumento na demanda por parte do Governo, quer seja financiada por tributação, quer seja por endividamento público (que é objeto de discussão desse artigo), não conseguir estimular a atividade econômica global, diz-se que o setor privado foi "crowded out" (deslocado) pela ação do Governo.

Existe uma forma de abordar esse problema, que tenta atenuar a conotação negativa do efeito de "crowding out". É o chamado caso de ultraracionalidade.

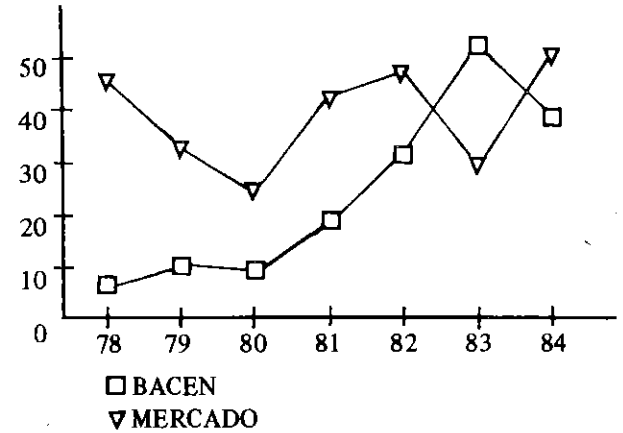
Nesse caso, pressupõe-se que os agentes econômicos entendem o Governo não como mais uma entidade autônoma, com capacidade de influir na trajetória de crescimento das atividades de cada setor do sistema econômico, mas, sim, como extensão de si próprios, ou seja, como representantes de seus interesses privados.

Se essa representação, em nome dos agentes econômicos privados efetivamente ocorresse, o financiamento do déficit público revelaria o fato de o Governo estar substituindo o investimento privado, porém com os mesmos resultados,

TABELA 4
DISTRIBUIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL
SALDOS EM FIM DE PERÍODO
(A preços de Dezembro de 1984 – Em Cr$ milhões)

Anos	BACEN	%	Mercado	%
1978	6.392.672	12,24	45.844.120	87,76
1979	10.206.191	23,75	32.763.827	76,25
1980	9.112.904	27,40	24.148.057	72,60
1981	18.930.392	30,50	43.140.480	69,50
1982	31.458.053	39,75	47.688.617	60,25
1983	52.736.605	64,05	29.596.801	35,95
1984*	38.837.829	43,41	50.640.816	56,59

Nota: (*) Novembro de 1984. Elaboração do Centro de Estudos Econômicos – IBMEC.
Fonte: Boletim do Banco Central.



em termos de benefícios privados, daqueles agentes econômicos. Nesse sentido a atividade governamental seria perfeita substituta para a atividade privada. Por analogia, a dívida pública seria perfeita substituta do endividamento privado. De qualquer modo, não haveria prejuízo algum ao sistema econômico, pois nesse caso, não haveria "crowding out" na acepção de alteração na produção de bens e serviços. Em realidade, haveria uma alteração na participação das entidades que produzem esses bens e serviços, ao invés de maior participação privada, observar-se-ia maior participação do setor público.

É evidente que essa abordagem é um caso extremo, dificilmente observável no mundo real. Antes de mais nada, o Governo compõe-se de um conjunto de autoridades econômicas que, efetivamente, afetam o desempenho do sistema econômico, atingindo resultados nem sempre desejáveis sob o ponto de vista privado.

Assim, é mais razoável imaginar que o fenômeno "crowding out", na sua concepção mais abrangente, seja desalojador do setor privado.

O aspecto preocupante do "crowding out" é seu efeito na produção futura de bens e serviços, porquanto tal fenômeno implica na transferência de recursos, que deveriam ser canalizados para investimentos privados em atividades produtivas – que contribuem para a acumulação de capital e, por conseguinte, com o desenvolvimento econômico – em direção a financiamento do déficit do Governo, que pode repercutir em gastos de investimento – em atividades distintas das que o setor privado tomaria parte – cujo resultado em termos de produção pode estar associado a um prazo muito longo e, em termos de eficiência para o desenvolvimento econômico, pode ser menos contundente do que se a aplicação desses recursos fosse realizada pelo setor privado. Pode repercutir, também, em gasto correntes que, em contraposição aos investimentos privados, ao invés de ser acumulação de capital acabaria por contribuir para a sua depreciação.

Logo, no que tange à dívida pública, enquanto financiadora do déficit público, esta reflete esses efeitos perversos do "crowding out" supra mencionados; "crowding out" este que, dessa forma, também pode ser observado no que se refere ao deslocamento dos títulos privados, na captação de recursos no mercado financeiro para financiar suas aplicações, pelos títulos públicos (Vide Tabela 1).

Conclusão

A administração do uso dos títulos da dívida pública pode ser instrumento de muita eficácia, tanto para o financiamento do déficit público quanto para as operações de "open market".

Há de se considerar, porém, que, frente a um maciço déficit público, não muito transparente; falta de independência do BACEN em relação ao Tesouro; e multiplicidade de orçamentos do Governo, sua eficácia fica bastante limitada, exatamente por não ser possível dimensionar o grau adequado para a sua utilização, de modo a atingir bem sucedidamente cada objetivo perseguido. Assim, para ser possível demandar-se um resultado mais apropriado, no que diz respeito à dívida pública, faz-se necessário corrigir esses desvios acima apontados.

Bibliografia

BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? *JPE*. Nov/Dec 74. 1095-117.

BUITER, W. H. Crowding out and the effectiveness of fiscal policy. *Journal of Public Economic*. June 77. 309-28.

CARLSON, K. M. The critical role of economic assumptions in the evaluation of federal budget programs. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Oct. 1983. 5-14.

EATON, J. Fiscal policy, inflation and the accumulation of risk capital. *Review of Economic Studies*. 1981. 435-445.

GARDNER, W. D. *Government finance*. Englewood Cliffs. Prentice Hall. 1978.

KEYNES, J. M. *A treatise on money*. 3rd edition, London. The MacMillan, 1971.

LERNER, A. P. The burden of the national debt. In *Public Finance*. Ed. R. W. Houghton. Middlesex, Penguin Books. 1970.

MUSGRAVE, R. A. *The theory of public finance*. New York, McGraw-Hill Inc. 1959.

Reforma Bancária: Uma das Condições Necessárias para o Saneamento da Economia Brasileira

Ubiratan Jorge Iorio de Souza
Roberto Marcos Montezano*

Este ensaio discute os argumentos que apoiam a proposta de reestruturação do sistema bancário no Brasil e a proposta, propriamente dita, formulada pelo Governo no final de 1984. Após uma breve discussão do arcabouço atual, procura-se mostrar os entraves à execução da política monetária gerados pelo sistema atual, a partir da análise dos canais de financiamento do déficit público. Em seguida, discute-se a proposta do Governo e sugere-se alguns complementos necessários à mesma.

This essay discuss the arguments which support the proposal of reformulation of the Brazilian banking system and the proposal in itself, formulated by the Government, at the end of 1984. After a brief discussion of the present framework, based on an analysis of the financing chanels of the public deficit, the hindrances to the accomplishment of the monetary policy are showed. At last the proposal of the Government is discussed, and some necessary complements are suggested.

Introdução

É do consenso geral que o Sistema Financeiro Nacional, da maneira como vem funcionando, tem-se constituído em um autêntico "bottle neck", isto é, em um ponto de estrangulamento, que o impede de exercer sua função primacial, que é a de servir como o único elemento capaz de filtrar a poupança financeira, eliminando os investimentos improdutivos e fazendo permanecer aqueles mais rentáveis — tanto do ponto de vista privado como do social — para o objetivo do crescimento econômico auto-sustentável.

Sendo assim, urge que seja realizada uma reforma institucional ampla no sistema financeiro como um todo, que deve atender aos aspectos cruciais da contenção da inflação e da eliminação do excesso de concentração de recursos para investimento nas mãos do setor público. O primeiro está intimamente ligado à redução do déficit público nominal, enquanto o segundo pressupõe a realoca-

*Pesquisadores do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC.

ção dos gastos públicos remanescentes em investimentos na área social (educação, saúde etc.), "pari passu" com a eliminação de um grande número de entraves à livre iniciativa, tais como a compulsoriedade na formação de carteiras e no direcionamento do crédito, as barreiras à entrada representadas pelo sistema de cartas patentes, a segmentação do mercado e o controle quantitativo do crédito, entre outros.

Evidentemente, a reforma financeira deve ser complementada – e, concomitantemente, ser complemento – pelas reformas do sistema tributário e do sistema político-institucional, sendo o centro tonal das mudanças a *descentralização* econômica, administrativa e política.

É sabido que um dos itens mais importantes da alteração do sistema financeiro está associada à chamada *Reforma Bancária*. Ao longo de vários anos, dezenas de diagnósticos sobre o funcionamento do Sistema Monetário vêm sugerindo a necessidade de uma nítida separação institucional entre a política monetária e a política fiscal. Isto se segue da avaliação – correta, por sinal – de que às Autoridades Monetárias vem sendo imposto o *financiamento residual* dos excessos de gastos sobre as receitas do Governo. Sob tais condições, o estoque de moeda existente na economia tem sido fortemente influenciado por decisões de natureza fiscal, o que equivale a afirmar-se que, em realidade, *não tem existido política monetária no Brasil.*

Este fato, por si só, é um desalento, posto que, embora as políticas conjunturais de manipulação da demanda agregada (como as políticas monetária, fiscal e cambial) não possam ter mais do que efeitos transitórios sobre a taxa de crescimento de longo prazo do produto real (que depende, em sua essência, de fatores do lado da oferta agregada), é absolutamente essencial que as Autoridades Monetárias disponham de poder para determinar autonomamente, com razoável exatidão e sem pressões de qualquer espécie, as taxas de crescimento da moeda, em particular, e dos agregados monetários, em geral, compatíveis, a cada período, com os objetivos de política macroeconômica assentados.

Assim, *a necessidade de uma Reforma Bancária está acima das correntes de pensamento econômico e das ideologias político-partidárias*, dado que, ao conduzir à possibilidade de controle monetário (contenção ou expansão) permitirá que seja atendido um objetivo desejado por qualquer economia.

No momento, por iniciativa do Governo, existe uma proposta de Reforma do Sistema Financeiro, – idealizada em 1979 e, infelizmente, apenas agora colocada em discussão – que, em suas linhas gerais, encontra suporte no argumento acima. Dito isto, o objetivo deste artigo será o de discutir os argumentos que apoiam a proposta de reestruturação (do sistema bancário no Brasil e a proposta, propriamente dita, elaborada pelo Governo). Para tanto, no primeiro bloco será feita uma breve descrição do atual sistema. Em seguida, procurar-se-á mostrar, a partir da análise dos canais de financiamento do déficit público, os entraves gerados à política monetária pelo sistema, com o comprometimento dos instrumentos clássicos para a sua execução em relação a diversas variáveis de natureza

eminentemente fiscal. No terceiro bloco, mostrar-se-á a proposta do Governo. Finalmente, no quarto bloco, serão discutidos os complementos necessários à proposição governamental.

O Sistema Bancário Atual

Até a criação do Banco Central do Brasil, pela Lei nº 4.595, de 31.12.64, a política monetária do Governo era coordenada, no que se refere à normatização e à fiscalização, pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), enquanto que o Banco do Brasil S.A., através de suas carteiras especializadas, incumbia-se das funções de controle da moeda e da atividade dos bancos.

Pela Lei 4.595, absorveu o recém-criado Banco Central todas as funções anteriormente exercidas pela extinta SUMOC, além daquelas que eram tradicionalmente executadas pelas referidas carteiras do Banco do Brasil. Entretanto, permaneceram vinculadas a este último duas importantes funções, que são universalmente características dos bancos centrais, a saber, a de depositário das reservas dos bancos comerciais e a chamada conta movimento, mediante a qual podem ser obtidos recursos, a custos nulos, do Banco Central.

Vê-se, assim que – a exemplo do que se verificava anteriormente, isto é, à época da SUMOC – permaneceu a indesejável duplicidade de execução de funções de banco central, uma vez que o Banco do Brasil continuou a desempenhar tarefas de autoridade monetária. Como tentativa de conciliar a referida duplicidade, as operações do Banco do Brasil passaram a ser submetidas ao Orçamento Monetário, que é um instrumento elaborado em conjunto pelo Banco Central e Banco do Brasil, em que se procura pré-estabelecer as disponibilidades e as aplicações conjuntas das duas instituições, tendo em vista os objetivos delineados de crescimento da moeda e das operações de crédito.

Além de exercer as funções típicas de um banco central que lhe devem ser naturalmente competidas, é interessante ressaltar-se que o Banco Central do Brasil atua também, de acordo com o atual sistema, como um autêntico banco de fomento, dado que participa da formulação e execução das políticas de créditos seletivos do Governo, além de atuar também nos mercados de capitais e de câmbio, bem como no mercado externo, seja controlando, supervisionando ou fiscalizando. Desempenha, ainda, a função de agente financeiro do Governo, em razão de ser ele quem administra a dívida pública federal, interna e externa. Suas funções básicas são: (a) emissão de meio circulante; (b) preparação do orçamento monetário; (c) executante e controlador do orçamento monetário; (d) recebedor dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais; (e) concedente de empréstimos e de redescontos às instituições financeiras; (f) operador no mercado aberto, representando o Tesouro Nacional; (g) administrador das reservas internacionais; (h) formulador e executante da política cambial e de balanço de pagamentos em geral e (i) administrador de fundos especiais de desenvolvimento.

Já o Banco do Brasil S.A. atua tanto como um banco comercial (é uma sociedade anônima) nos moldes dos bancos privados quanto como autoridade monetária, pois é ele o caixa do Tesouro Nacional e, também, seu agente financeiro, na medida em que coleta receitas provenientes de taxas de impostos e efetua despesas. Além disso, é o depositário, como já se mencionou, das reservas voluntárias dos bancos comerciais e o único banco autorizado a receber depósitos de instituições públicas federais, além de, em diversas operações, funcionar como agente do Banco Central. Mais ainda, é ele quem administra fundos especiais de desenvolvimento para setores prioritários (como a agricultura e a exportação) e quem adquire, mantém e financia estoques de produtos agrícolas, de acordo com as diretrizes da política de preços mínimos, ditadas pelo Governo.

Críticas ao Sistema Atual

Esta tão peculiar quanto estranha convivência, no Brasil, de duas autoridades monetárias tem gerado ao longo dos anos, com o agrave representado pela crescente complexidade de nosso sistema financeiro, uma seqüela de distorções em bola de neve, que comprometem o funcionamento do mercado financeiro, em geral, e o desempenho da política monetária e creditícia, em particular.

Com efeito, basta um simples passar de olhos pelas Resoluções e Circulares baixadas nos últimos anos para verificar-se que uma distorção inicial qualquer acaba quase sempre gerando, como vã tentativa para corrigí-la, mais distorções, em uma complexidade crescente.

Este fato, aliado ao do excesso de atribuições com que as duas autoridades monetárias desnecessariamente se defrontam, implica na necessidade de se considerar alternativas que possam demarcar com precisão seus verdadeiros campos de atuação, a fim de que se possa restaurar o poder da autoridade monetária para controlar, através dos seus instrumentos clássicos de política, a moeda e o crédito, condição básica para a redução da taxa de crescimento dos preços.

Em seguida, será feita uma descrição geral dos pontos de estrangulamento gerados pela atual estrutura de funcionamento do sistema bancário. O primeiro passo neste sentido é mostrar os vínculos entre a expansão da base monetária e o déficit público.

O Déficit Público e seus Canais de Financiamento Monetário

O primeiro ponto a ser observado é que a duplicidade de autoridades monetárias faz com que, na mensuração do déficit público, a expansão da base monetária seja diferente da expansão do passivo monetário das Autoridades Monetárias, devido a fato de que o Banco do Brasil também opera como banco comercial, recebendo, portanto, depósitos a vista por parte do público. Flutuações nestes últimos afetam diretamente a base monetária por um lado e, por outro, existe uma grande dificuldade de interpretação da natureza das operações ativas das Autoridades Monetárias, causada pela conta movimento.

Todas as aplicações líquidas de recursos do Governo, realizadas via Banco do Brasil – e, portanto, via Autoridades Monetárias – através do mecanismo da conta movimento representam, em realidade, déficit do setor público. Por exemplo, se o Governo resolver expandir o crédito subsidiado em termos nominais, o que é feito através da conta "Fundos e Programas", e se as necessidades reais da referida conta forem superiores às disponibilidades para reposição, então haverá necessidade de acionar-se o passivo (*monetário e não monetário*) das Autoridades Monetárias, não havendo, a rigor, nenhum vínculo entre qualquer aplicação que represente uma expansão do ativo e determinada fonte no lado do passivo.

Assim, a parcela do déficit público que não for financiada por uma expansão da dívida, não será necessariamente coberta, "in totum", por emissão da base monetária, podendo sê-lo, por exemplo, através de aumentos em outras fontes não monetárias, como os depósitos a prazo, os depósitos em moeda estrangeira, os recursos próprios das Autoridades Monetárias etc.

É ponto pacífico que o déficit público atingiu proporções excessivamente elevadas na economia brasileira, levando a efeitos absolutamente indesejáveis, como inflação, altas taxas de juros, insolvência cambial, desemprego e malversação do papel do mercado financeiro. Tais problemas decorrem das alternativas de financiamento do déficit, que são, basicamente, o endividamento interno e externo e o crescimento da base monetária.

Apesar de um certo consenso de que o déficit público deve ser reduzido, pode-se claramente sentir que um dos aspectos do programa global de ajustamento da economia brasileira que tem gerado mais dificuldades – a par de sua faceta meramente política – desde o estabelecimento do primeiro acordo com o FMI, é exatamente o do ajustamento das contas do Governo.

As dificuldades de ajustes estão essencialmente ligadas a duas restrições de natureza institucional, que são a dicotomia de autoridades monetárias e a tricotomia orçamentária. A primeira é o próprio tema deste artigo. Quanto à segunda, além de representar um obstáculo ao controle do déficit público, constitui-se concomitantemente em um sério empecilho ao desempenho da política monetária.

Com efeito, a existência de três orçamentos do Governo – o fiscal, o monetário e o das estatais – explica em boa parte as divergências sistemáticas entre as metas de expansão monetária ex-ante e ex-post. A programação monetária tem por objetivo básico determinar as metas de expansão monetária para um determinado período. Tais metas, dentro da conceituação de orçamento monetário, devem ser consideradas como dados, ou seja, como objetivos, em função dos quais deve girar a formulação da política creditícia e da política fiscal. Assim, ao fixar a política monetária uma certa taxa de crescimento para a base monetária, ela automaticamente coloca restrições ao crescimento da política de crédito das autoridades monetárias. Entretanto, pelo que se depreende da comparação entre as metas de expansão previstas e observadas, há vários anos, vem

ocorrendo uma clara inversão de restrições.

Em decorrência dos vazamentos a que se aludiu, *a política de crédito é que vem determinando a política monetária, caracterizando uma causalidade às avessas*. Em outras palavras, à política monetária tem sido impingido o papel, indesejável sob todos os aspectos, de resultado residual do conflito entre políticas econômicas.

Dessa maneira, tem cabido às autoridades monetárias o financiamento dos excessos de gastos sobre receitas do setor público, o que é proporcionado pela tricotomia orçamentária, que transfere os déficits nos orçamentos do Tesouro e das estatais para o orçamento monetário, transformando-os em criação de moeda e, por conseguinte — dada a taxa de crescimento de longo prazo do produto real — em mais inflação.

A moderna teoria macroeconômica, confirmada pela evidência histórica de diversos países (independentemente de seu grau de desenvolvimento econômico) ensina sabiamente que mais moeda hoje implica, necessariamente, em inflação (ou em mais inflação) amanhã, entendendo-se por "mais" moeda qualquer taxa de crescimento monetário superior à taxa de crescimento natural (de longo prazo) do produto real, descontando-se o crescimento populacional e os aumentos de produtividade.

Qualquer indivíduo, portanto — independentemente de controvérsias acadêmicas — aceita a idéia de que é necessária a existência de uma autoridade monetária com capacidade e poderes efetivos para controlar a oferta de moeda. Mesmo que, por razões ideológicas ou políticas, um Governo não queira exercer este controle, pelo menos potencialmente ele deve tê-lo como um instrumento do qual possa lançar mão a qualquer hora.

Entre 1981 e 1984, a base monetária cresceu cerca de 1.280%, enquanto que a inflação foi algo em torno de 8.480%. Como, infelizmente, o único remédio capaz de curar uma doença inflacionária da gravidade da brasileira é o efetivo controle da oferta de moeda, a aquisição da capacidade para controlar a base monetária torna-se, ainda que tardia, premente.

Dentro do atual quadro institucional, a política monetária vem-se consumindo em uma diátese que tem suas origens na presença exagerada do setor público, seja através da desmedida atividade empresarial do Estado, seja pelo excesso de regulamentações, presença esta que cria altas necessidades de financiamento do déficit público e que é amplificada pela dicotomia de autoridades monetárias e pela tricotomia de orçamentos.

Assim, o que se sugere é que se proceda a uma reforma de sorte que o orçamento monetário possa efetivamente desempenhar sua verdadeira função, que é a de servir como um parâmetro confiável para a programação monetária e que o orçamento fiscal possa ser de fato o único orçamento do Governo, englobando todas as despesas e receitas da União. No que se refere às estatais, embora seja relevante a manutenção de um esquema de acompanhamento de seus desempenhos econômico-financeiros, não existe razão irrefutável para a existência de um orçamento único, pois ou a empresa estatal é estruturada como uma empresa privada, sustentando-se de acordo com seu diferencial entre receitas e despesas, sem necessidade, por conseguinte, de benesses extras via programação orçamentária do Governo, ou então ela depende desse tipo de transferências, caso em que suas necessidades devem ser previstas no orçamento fiscal.

O Papel dos Instrumentos Clássicos de Políticas Monetária no Sistema Atual

No quadro institucional vigente, em que a política monetária vem sendo determinada como resíduo das necessidades de financiamento ditadas pela política fiscal, e em que se observa a estranha convivência de duas autoridades monetárias, é evidente que o papel dos instrumentos clássicos de política monetária — a saber, as operações de "open market" e de redesconto e as variações nas taxas de recolhimento compulsório — tem que ficar extremamente comprometido. Com efeito, há evidência de um esgotamento desses instrumentos, já há alguns anos, o que explica a criação de outros mecanismos não convencionais de política monetária, como, por exemplo, o controle quantitativo do crédito, o contingenciamento do crédito e a Resolução 432.

É conveniente comentar-se brevemente os problemas gerados pelo atual sistema para a execução da política monetária através de seus instrumentos clássicos.

a) Operações de redesconto

O objetivo do redesconto de liquidez é socorrer, *em última instância*, aos bancos com problemas de fluxo de caixa, sendo que a forma para se induzir os bancos a procurarem outras alternativas, antes de requererem o redesconto junto ao Banco Central, é estabelecer um esquema punitivo, tanto no que se refere à taxa a ser paga, quanto ao volume máximo a ser redescontado. Por outro lado, ao se estabelecer um esquema punitivo para o redesconto, é plausível admitir-se que, de alguma forma, poderão haver tentativas de repassá-lo para os tomadores de recursos financeiros, ao se restringir a oferta de recursos para financiamentos, em particular para descontos de títulos das empresas.

Entretanto, a efetividade das operações de redesconto pode ser alcançada, sem restringir-se a oferta de recursos, mediante a implantação de uma inovação financeira: os serviços das companhias de "factoring" (fomento comercial), que surgem exatamente como forma de resposta a uma demanda excedente de financiamentos que não seja atendida pelo sistema financeiro tradicional, devido aos riscos de crédito envolvidos.

Não é finalidade deste artido descrever o funcionamento das companhias de "factoring", mas, devido a esta sua característica, pode-se claramente perce-

ber que sua implantação viria a contribuir, através de uma necessidade menos freqüente de utilização do redesconto de liquidez, para a restauração da eficiência deste como instrumento de política monetária.

b) Recolhimento compulsório

Ao elevar (ou reduzir) a taxa de recolhimento compulsório incidente sobre os depósitos nos bancos, o Banco Central, em princípio, reduz (ou eleva) o volume de meios de pagamento. Entretanto, a manutenção desses depósitos nas autoridades monetárias, na presença da conta movimento, pode tornar-se inócua. Com efeito, nada impede que, na mesma data, o recolhimento de, por exemplo, x cruzeiros sob a forma de depósitos compulsórios, seja mais do que compensado por uma operação ativa de empréstimo do Banco do Brasil, via conta movimento, de forma a tornar nulo o efeito contracionista inicial sobre a base monetária.

Com *uma* autoridade monetária – um banco central clássico – e na inexistência da conta movimento, a eficácia do recolhimento compulsório como instrumento de política monetária é um objetivo de fácil alcance. Ficaria o Banco do Brasil – como banco comercial que é e sempre foi – sujeito, também, a manter reservas compulsórias junto ao Banco Central, sem o vazamento representado pela conta movimento. Como a relação entre os depósitos no Banco do Brasil e o total dos depósitos na rede bancária é expressiva, qualquer alteração na taxa de recolhimento compulsório, afetando efetivamente o volume de recursos disponíveis para empréstimos por parte do Banco do Brasil, alteraria com mais intensidade a oferta de moeda, o que é a própria finalidade do recolhimento compulsório.

Operações de "open market"

De um modo geral, a estratégia recente da política monetária procurou compensar os vazamentos freqüentemente observados. No entanto, a idéia, que parece ter predominado, de compensar "até onde for possível" os diversos vazamentos, ao invés de eliminá-los, fez com que a política monetária nos últimos anos se apoiasse na venda de títulos públicos no mercado como instrumento dominante de esterilização, com base na efetividade e factibilidade de relativas das operações de mercado aberto.

Por outro lado, a estabilidade do mercado de títulos e das taxas de juros no mercado de crédito, bem como o nível destas últimas, devem ser preocupações, senão regulares, pelo menos esporádicas do Banco Central, o que tem levado freqüentemente a políticas de fixação das taxas de juros no mercado aberto. É fácil perceber que a efetividade da fixação de juros no mercado aberto requer que o Banco Central se posicione como emprestador de última instância para o mercado financeiro, sendo fornecedor residual de fundos para o financiamento das instituições que possuem títulos públicos em carteira.

Revela-se, assim, novo "trade-off" para o Banco Central: como controlador do estoque de moeda, ele deve esterilizar variações não desejadas na base monetária, via colocação de papéis públicos no mercado aberto, enquanto que, como estabilizador do mercado de títulos (ou das taxas de juros) no curto prazo, ele é levado a agir no sentido oposto.

Se a prática de tabelamento das taxas de juros fosse de caráter permanente, então os títulos públicos seriam considerados substitutos perfeitos para a moeda. E o grau de monetização desses títulos, se perfeito, traz duas modificações estruturais no mercado monetário: a primeira torna a medida convencional de reservas livres dos bancos uma meta operacional fraca para a execução da política monetária e a segunda diz respeito à definição relevante de base monetária.

Com efeito, a disposição do sistema bancário em emprestar (e, portanto, a criar depósitos), depende além dos determinantes convencionais, também do estoque de títulos públicos e das condições de financiamento estabelecidas pelo Banco Central. Logo, é de se esperar que o multiplicador monetário seja afetado diretamente pelo grau de monetização das reservas dos bancos em títulos públicos. Este fenômeno explica, pelo menos em parte, o baixo nível das reservas livres dos bancos nos últimos anos. Em termos práticos, ao tabelar as taxas de juros do mercado monetário, tudo se passa como se o Banco Central esteja abrindo um *redesconto irrestrito* para os títulos públicos e, nesse sentido, todas as pressões derivadas do mercado financeiro passam a ser amortecidas por este canal.

Por outro lado, caso a monetização dos títulos públicos seja perfeita, em virtude da atuação do Banco Central tabelando as taxas de juros do "overnight", o público pode tornar-se indiferente entre manter base monetária convencional ou estocar títulos públicos, caso em que a medida mais relevante de base monetária seria um agregado desses dois estoques. Assim, ao prover liquidez total para o montante de títulos públicos em poder do setor privado, o Banco Central supostamente abre mão de um instrumento quantitativo de política monetária (operações com títulos públicos) em troca de um instrumento-preço (taxas de juros no mercado aberto).

Em conclusão, o "open" é um instrumento eficiente de política monetária para o objetivo de ajustar a liquidez do sistema, de acordo com as estratégias exercidas pelo Banco Central. Não há sentido, então, em fazer uso desse instrumento para outros objetivos. O redesconto irrestrito e o fechamento do déficit do Tesouro, por exemplo, não devem ser atribuições do "open".

Adicionalmente, nunca é demais frisar que o uso abusivo do "open", para atender a finalidades que não condizem com sua natureza, tem gerado uma necessidade crescente de colocação dos papéis do Governo, que se manifesta pela criação de um *mercado cativo* compulsório, que se tem materializado em um grande número de regulamentações neste sentido, com efeitos fortemente nocivos sobre a eficiência e o desempenho do setor financeiro, porque seu efeito é o

de aumentar as fronteiras de restrições com que se defrontam as instituições financeiras privadas.

A Proposta de Reforma Bancária do Governo

Existe um projeto de reforma do sistema bancário, elaborado pelo Governo, que deveria ter sido votado pelo Conselho Monetário Nacional em dezembro último, mas que, sob o argumento de que seria inconstitucional, foi obstado, devendo, ao que tudo indica, ser examinado já pelo novo Governo, no âmbito do Congresso Nacional.

É interessante mencionar que a idéia não é recente, pois data do início de 1979. Como se sabe, com as mudanças ministeriais verificadas na área econômica, a partir de agosto daquele ano, o projeto foi temporariamente esquecido até recentemente, quando se reacendeu o debate sobre sua conveniência.

Vale a pena mencionarmos, em linhas gerais, os principais aspectos da reforma proposta pelo Governo, cujos principais objetivos são, basicamente, a restauração da eficiência dos instrumentos de política monetária e a maior capacitação institucional para controlar adequadamente o déficit público. As principais modificações sugeridas podem ser assim resumidas:

I. Medidas de aplicação a curto prazo

I.1 No âmbito do Tesouro Nacional:

a) reformulação do orçamento da União, nele incluindo-se todos os recursos e dispêndios atualmente não incluídos;
b) centralização, no Banco Central, das disponibilidades do Tesouro Nacional, à exceção dos recursos já liberados pelo Ministério da Fazenda às unidades orçamentárias;
c) transferência da administração da dívida pública mobiliária interna para o Ministério da Fazenda, permanecendo o Banco Central como agente do Tesouro Nacional para a colocação primária dos títulos e a execução dos demais serviços da dívida;
d) reestruturação da Comissão de Programação Financeira, para assunção das tarefas de administração da caixa do Tesouro Nacional e da dívida pública federal, bem como de acompanhamento e controle de operações, que envolvam riscos financeiros para o Tesouro Nacional;
e) criação do Comitê da Dívida Pública, com as finalidades de auxiliar na formulação da política da dívida pública e de coordenar as ações dos órgãos envolvidos.

I.2 No âmbito do Banco Central

a) extinção do orçamento monetário e instituição de um novo modelo de programação monetária;

b) assunção das atividades típicas de banco central e que vêm sendo exercidas pelo Banco do Brasil: função de caixa do Tesouro Nacional; função de depositário das reservas voluntárias e compulsórias do sistema bancário; função de supridor de moeda manual;
c) transferência para o Ministério da Fazenda da gestão da dívida pública mobiliária interna;
d) eliminação das funções de fomento, bem como da possibilidade de utilização dos recolhimentos compulsórios para tais funções.

I.3 No âmbito do Banco do Brasil S.A.

a) transferência para o Banco Central das disponibilidades não comprometidas do Tesouro Nacional, permanecendo no Banco do Brasil apenas as contas de depósitos das unidades orçamentárias;
b) alteração da sistemática de recolhimento ao Tesouro da arrecadação efetuada pelo Banco do Brasil, concedendo-lhe o mesmo prazo de retenção arbitrado para os demais bancos;
c) transferência para o Banco Central dos depósitos voluntários de bancos, para centralização naquela autarquia de todas as reservas bancárias;
d) transferência para o Banco Central da função de supridor de moeda manual;
e) definição dos meios indispensáveis que assegurem ao Banco do Brasil, no novo modelo, acesso às múltiplas formas de atividades, de modo a preservar seu papel de principal instrumento da política creditícia e da atuação direta do Governo no setor financeiro;
f) eliminação da conta movimento, que se daria após implantadas as medidas necessárias à transição para o novo modelo.

II. Medidas de aplicação a médio prazo

a) implantação da caixa única do Tesouro Nacional no Banco Central;
b) revisão da sistemática de arrecadação dos tributos federais;
c) proposição de legislação estabelecendo diretrizes gerais para o crédito de fomento de qualquer natureza;
d) redefinição do PROAGRO, dentro do processo de extinção das operações de fomento do Banco Central, com o objetivo de implantar gradualmente o seguro rural;
e) redefinição da sistemática de assunção de risco operacional pelo Tesouro Nacional;
f) centralização no Ministério da Fazenda da administração da arrecadação de todas as receitas da União.

Complementos Necessários à Reforma Proposta pelo Governo

Como se pode observar, a proposta do Governo tem um alcance maior do que a mera separação entre as atividades do Banco Central e do Banco do Brasil. Neste sentido, é mais correto interpretá-la como um projeto de revisão das finanças do Governo, do que como uma simples "reforma bancária".

Em suas linhas gerais, a proposta leva à eficiência da política monetária, dado que o controle da base monetária passaria a ser bastante simplificado e os instrumentos convencionais de execução da política monetária ganhariam maior eficácia, passando, de fato, a esterilizar moeda. Além disso, a reformulação do orçamento da União também atende aos objetivos já mencionados.

A base monetária passaria a ter a seguinte composição: (a) papel-moeda em circulação; (b) encaixes obrigatórios dos bancos comerciais no Banco Central e (c) depósitos voluntários dos bancos comerciais no Banco Central. As causas de expansão e contração da base seriam forte e favoravelmente reduzidas, dado que as contas das Autoridades Monetárias iriam passar a ser constituídas, exclusivamente, pelas contas do Banco Central:

AUTORIDADES MONETÁRIAS (BANCO CENTRAL)

Ativo	Passivo (≡ Base Monetária)
a) Empréstimos de liquidez a bancos comerciais	a) Papel-moeda em circulação
b) Carteira de títulos do Tesouro Nacional negociáveis no mercado aberto	b) Encaixe obrigatório dos bancos comerciais
c) Aplicações em ouro e moeda estrangeira	c) Depósitos voluntários (a vista) dos bancos comerciais
d) Participação em organismos internacionais	

Deixaria de existir, praticamente, o passivo não-monetário — uma vez que as funções de banco de fomento até agora exercidas pelo Banco Central passariam para o Banco do Brasil — com exceção, naturalmente, dos recursos próprios do Banco Central, cujo peso relativo é insignificante.

Admitindo-se que o Banco Central passaria, enfim, a poder exercer controle sobre a base monetária, as políticas de combate à inflação seriam enormemente simplificadas, tanto em termos técnicos, quanto no aspecto do tempo necessário para o seu êxito. Com efeito, uma das causas que explicam os seguidos insucessos do Governo no controle da inflação é a impossibilidade — gerada pelo sistema atual — de controle efetivo dos agregados monetários. Esta dificuldade acaba sempre se refletindo em respostas negativas do nível geral de preços às políticas anti-inflacionárias anunciadas, mas que acabam não sendo cumpridas. A repetição freqüente deste processo acaba atuando negativamente sobre as expectativas inflacionárias, não só mantendo-as altas, como contribuindo para exacerbá-las ainda mais, a cada anúncio de medidas e respectivo fracasso gerado pelo descontrole monetário institucional.

E tanto os livros-texto como a experiência têm legado uma lição da qual não se deve esquecer: a de que o sucesso das políticas de combate à inflação depende, quase que exclusivamente de dois fatores, que são a *firmeza* na condução da política e a *confiança* que nela deve ser depositada (e que deve decorrer diretamente da própria firmeza) por parte dos agentes econômicos.

Se firmeza não tem havido, isto se deve, em parte, aos titubeios gerados por uma aparente falta de crença na teoria econômica e, também — nos raros momentos em que a vacilação foi posta de lado e se resolveu combater a inflação pelo meio correto (que é o controle monetário) — à ferrugem que se formou nos mecanismos institucionais, que impossibilitou qualquer sucesso.

A atual proposta de reforma das finanças do Governo, incluindo a extinção da dicotomia de autoridades monetárias, constitui-se em tácito, embora tardio, reconhecimento de que as engrenagens estão emperradas. Caso a proposta tivesse sido levada a cabo quando de sua elaboração, em 1979, dificilmente estaríamos, hoje, experimentando os graves problemas de descontrole monetário que são do conhecimento geral.

Ao longo do artigo, procurou-se transmitir os problemas decorrentes da atuação do Governo sobre o desempenho do sistema financeiro nas duas últimas décadas, a partir das reformas financeiras implementadas nos anos sessenta. Tais problemas decorrem, direta ou indiretamente, do conjunto de políticas econômicas convencionais (monetário, fiscal e creditícia) e das políticas de regulamentação sobre as operações financeiras.

Quando da promulgação da Lei da Reforma Bancária (Lei nº 4.595, de 31.12.64), o sistema financeiro nacional era bem menos complexo que o atual, uma vez que se resumia, quase que exclusivamente, a bancos comerciais, cujos depósitos a vista, acrescidos do papel-moeda em circulação, significavam 95% do total de haveres financeiros. Hoje, em função do surgimento e desenvolvimento de outros haveres financeiros, a referida proporção é de cerca de 10%. Por outro lado, o Banco do Brasil representava, em 1964, algo em torno de 40% do Sistema Financeiro Nacional, enquanto que hoje ele participa com menos de 20%.

Além disso, tem havido uma crescente participação do setor público — também — no mercado financeiro. A participação da poupança privada no total da poupança financeira bruta doméstica, que era de 48% em 1971, caiu para 30,4% em 1982, enquanto que a poupança estatal voluntária aumentou sua participação de 32,6% para 44,7% e a poupança estatal compulsória cresceu de 19,3% para 24,9%, no mesmo período.

Em adição, embora o fluxo de poupança privada, expresso como percentual do PIB nominal, tenha ascendido de 3,8%, em 1971, para 7,7% em 1982, os fluxos de poupança estatal voluntária e compulsória cresceram, respectivamente, no mesmo período, de 6,4% para 19,1% e de 1,5% para 6,3% do PIB.

Este inconteste processo de concentração da poupança em mãos do setor público faz com que sua transferência para o setor privado seja feita por critérios essencialmente políticos que, na maioria das vezes, divergem dos critérios econômicos (e sociais) desejáveis para a sociedade e por ela desejados. Desta forma, a justificativa para a necessidade de reversão do atual "status quo" é que, em uma economia de mercado, a rentabilidade social deve decorrer naturalmente das preferências reveladas pela sociedade, não existindo a "justificativa", freqüentemente denominada de "social", comumente utilizada para concentrar no estado a faculdade de captar e direcionar a poupança.

Por tudo isto, a proposta de reforma apresentada pelo Governo deve ser parte integrante de uma reforma mais ampla do mercado financeiro, baseada em uma filosofia *descentralizadora*, com o abandono da insistência em se fazer funcionar a economia com a "mix" insolúvel – azeite e água não se misturam – da concentração de poder decisório nas mãos do setor público com a livre iniciativa, cujo resultado é um artificialismo que despersonaliza o caráter da atividade empresarial que, essencialmente, é o de assumir riscos e mobilizar recursos.

Assim, e com esse espírito, deve-se entender por Reforma do Sistema Financeiro um todo formado por três partes, a saber: (a) reforma bancária (monetária); (b) reforma financeira propriamente dita e (c) alguns aspectos complementares. A seguir, a título de contribuição, são esboçados, dentro da divisão sugerida, os complementos indispensáveis à reforma proposta pelo Governo.

Reforma Bancária

Este item, embora abundantemente abordado ao longo do artigo, merece dois acréscimos adicionais, que serão comentados em seguida.

O primeiro, que não foi contemplado no projeto do Governo, diz respeito à **Resolução 432**.

Na ausência de outros mecanismos de redução de risco cambial, o Governo optou por facultar aos tomadores de empréstimos externos a realização de depósitos denominados em moeda estrangeira junto ao Banco Central, até o limite de suas obrigações externas. A existência de razoável liberdade de entrada e saída de depósitos implica em que os impactos monetários daí decorrentes sejam determinados pelas mesmas variáveis que explicam o impacto monetário dos fluxos de capitais externos.

Em um ambiente de mobilidade de capitais com o exterior e de livre movimentação de depósitos em moeda estrangeira junto ao Banco Central, uma expansão monetária decorrente das fontes controláveis da base tem o efeito inicial de reduzir a taxa de juros doméstica. Na etapa posterior, contudo, a taxa de juros tende a subir, concomitantemente com uma das seguintes compensações da injeção monetária inicial: (a) queda nas reservas internacionais; (b) aumento nos depósitos em moeda estrangeira; (c) uma combinação de (a) e (b). Como conseqüência, a política monetária perde efetividade no concernente a afetar o balanço de pagamentos (desde que ocorram vazamentos através dos depósitos em moeda estrangeira), passando a influenciar mais fortemente a composição do crédito doméstico.

Assim, dentro da concepção que se julga relevante para o Banco Central, não há lugar para instrumentos como a Resolução 432. Ademais, como o fluxo de capitais estrangeiros não tem sido mais voluntário, não há justificativa para este tipo de "seguro" que, de certa forma, traz distorções para o mercado. Evidentemente, para que não haja um abalo de credibilidade, há de se permitir que, apenas para o estoque de empréstimo já contratado, seja permitido continuar a lançar mão desse instrumento.

O segundo ponto que merece ser acrescido à reforma bancária proposta pelo Governo é a redução do contingenciamento do crédito.

Seu efeito, ao aumentar a faixa livre de fundos disponíveis para empréstimos, é permitir o surgimento de um dos elementos favoráveis à queda das taxas de juros.

Reforma Financeira

Como já foi visto, o objetivo seria a devolução ao sistema financeiro privado, das condições necessárias para que possa exercer seu verdadeiro papel de intermediação. Assim, a *liberalização ordenada* dos mercados financeiros visa a aumentar a eficiência alocativa de recursos na economia, evitar o processo de desintermediação financeira pelo desvio das aplicações de longo prazo (produtivas) para as de curto prazo (especulativas) e derrubar as taxas de juros reais na ponta de aplicação, amortecendo as despesas financeiras das empresas e estimulando a retomada dos investimentos privados.

Os seguintes princípios gerais podem, então, ser buscados:

Definição clara das áreas de atuação de cada instituição financeira

Uma característica importante das reformas financeiras dos anos sessenta curiosamente é esquecida nas análises das políticas financeiras do Governo. Trata-se da utilização de reformas legais que mudem o elenco de instituições, regras de operação e instrumentos financeiros como mecanismos de planejamento governamental. Como destaques desses princípios podemos citar a criação dos bancos de investimentos e do sistema voltado para o financiamento habitacional. Tais reformas procuravam alterar a base sobre a qual eram operados os diversos mecanismos de financiamento da economia. Particularmente relevante era a ênfase que se impunha ao papel das transferências de poupanças voluntárias (privadas) via mercado, em detrimento da canalização compulsória (estatal) que predominava. Implícita a tais reformas financeiras estava a mudança esperada

pelo Governo no perfil de gastos do país: o gasto estatal deveria ser reduzido "abrindo espaço" para o aumento do gasto privado. Em suma, ao lado da alteração do perfil de gastos (público X privado), montou-se um sistema financeiro que ratificasse o aumento relativo do investimento privado a partir da mudança de natureza das fontes de financiamento da economia (voluntária X compulsória). Ao longo do tempo, a atuação do Governo provocou o desvio do desempenho efetivo do sistema fincnceiro em relação ao desempenho desejado pelas reformas. Por conseguinte, parece importante redefinir as áreas de atuação de cada instituição financeira com o intuito de permitir maior especialização, pressuposto para maior eficiência alocativa, e inibir a superposição de instituições financeiras de características distintas na busca dos mesmos objetivos, uma vez que a instituição específica de cada área de atuação deve ter maior habilidade em desempenhar sua função de intermediação.

Redução do excesso de regulamentações

A observação cuidadosa das políticas do Governo para o setor financeiro a partir das reformas dos anos sessenta mostra um *crescente grau* de regulamentações sobre as instituições financeiras estabelecidas. Na maioria dos termos das operações passivas ou ativas do sistema existe influência direta da regulamentação das Autoridades Monetárias. Em particular, as obrigatoriedades impostas sobre o "portfolio" das instituições parecem excessivamente exageradas, comprometendo o princípio voluntário de transferência de poupanças embutidos naquelas reformas. Pode-se dizer que grande parte das funções atuais do sistema consiste em realizar operações compulsórias de crédito. Em termos básicos, ao sistema financeiro é imposta uma atuação típica de *agência governamental*. Surge, assim, um paradoxo. Ao tentar reduzir a sua participação direta nos fluxos de poupança e investimento, o Governo amplia a capacidade de operação voluntária do sistema financeiro. Posteriormente, o controle público das carteiras do sistema faz com que, de modo indireto, a determinação dos fluxos de poupança e investimento retorne às mãos do Governo. É fundamental que haja flexibilidade para cada instituição financeira agir, dentro de sua área de atuação, com os instrumentos, ativos financeiros, prazos etc. que mais lhe convierem. Em realidade, busca-se com essa sugestão permitir ao mercado financeiro funcionar como verdadeiro sistema de mercado, e não como passiva agência do Governo.

Desindexação Institucional

Não há necessidade de se conviver numa economia completamente indexada institucionalmente. O mercado é que deve indexar, de acordo com o índice que cada instituição julgar relevante para seus objetivos. Ademais, a desindexação institucional vai permitir maior flexibilidade de preços relativos.

Venda de Cartas-Patentes

Um argumento usado pelos defensores da carta-patente é a obtenção de ganhos de escala na produção de serviços financeiros, o que levaria ao aumento da eficiência operacional do sistema financeiro. Em parte, esta idéia também procura justificar a recente política de fusões e incorporações de instituições financeiras. A política de reserva de mercado para as firmas já existentes, deve ser olhada com ceticismo, pois: (a) não existe evidência clara da existência de ganhos de escala nos serviços bancários; (b) mesmo se houvesse, o *poder do mercado* de que hoje dispõem as instituições financeiras sugere que sua transferência para o preço dos serviços financeiros ("spread") seria algo duvidoso. Um outro argumento favorável à limitação do número de firmas repousa na facilidade de fiscalização por parte do Banco Central (BACEN). Uma colocação que não procede, haja vista a experiência de outros países, como os Estados Unidos, onde, somente na área bancária, milhares de firmas disputam o mercado.

É interessante destacar que a inexistência de livre entrada nos mercados financeiros estabelecidos (bancário, de crédito ao consumidor etc.), pode ser estendida aos mercados financeiros nascentes, dada a natureza abrangente do poder de regulamentação posto em mãos do Conselho Monetário Nacional. Atividades financeiras embrionárias, endogenamente criadas pelos agentes econômicos, podem ser sustadas ou restringidas (a proibição para operações de "factoring" ilustra bem este ponto).

Com o objetivo de debilitar o poder oligopolístico das instituições financeiras, advindo do esquema cartorial de cartas-patentes, o BACEN, por deter poder monopolístico de discriminar preços perfeitamente, deve vendê-las ao longo do tempo e, assim, não só reduzir o valor de cada uma delas, como também aumentar o número de concorrentes.

Bancos Regionais

A vantagem é aumentar a competição e, em decorrência, ser mais um elemento de enfraquecimento da oligopolização bancária, além de poder ser um canal especializado para ajustamento de necessidades regionais.

"Pulling in" dos títulos privados

Deve ser reduzida a participação dos títulos públicos no mercado, reduzindo a concorrência com os títulos privados, exatamente para permitir maior espaço de atuação para esses ativos. Assim, é recomendável que haja um processo reverso ao do excessivo "crowding out" em favor do "pulling in" dos títulos privados.

Aspectos complementares

Alguns aspectos complementares podem e devem ser conjugados com as propostas de reforma monetária e financeira propriamente dita. São eles:

Neutralidade da política tributária

Dentro da concepção de que o mercado deve sofrer a menor interferência possível por parte do Governo, seria saudável implementar uma Política Tributária neutra sob o ponto de vista de preços relativos. A diferenciação de preços relativos dos ativos financeiros deve sinalizar os diferentes graus de risco, níveis de rentabilidade e de liquidez existentes no mercado.

Companhias de participação

Sua função é facilitar a criação de canais de captação e transferência de recursos para pequenas e médias empresas, com dificuldades de acesso às fontes tradicionais de financiamento, porém envolvidas em projetos altamente rentáveis.

Mercados futuros e de opções

O fortalecimento do mercado futuro de ações, do mercado futuro de "commodities" e do mercado de opções em ações deve ser estimulado. A criação de mercado futuro de câmbio, de taxas de juros e de índices é recomendável. Pois, tanto o fortalecimento quanto a criação de mercados associados a operações no futuro são meios importantes para a diluição do risco inerente aos ativos financeiros e às atividades.

Inovações financeiras

O florescimento de inovações financeiras, como é o caso do "commercial paper" e do "factoring", deve ser incentivado para permitir o alargamento de oportunidades de combinações com que o mercado financeiro pode contar, como seus instrumentos para intermediação (Ver bibliografia para maiores esclarecimentos).

Resumo e Comentários Finais

O artigo discutiu, em linhas gerais, os argumentos que apoiam a proposta de reestruturação do sistema financeiro e, em particular, os fatores que apontam para a necessidade de uma reforma bancária, que proporcione ao Banco Central as condições — que se foram perdendo ao longo do tempo — de exercer controle sobre a moeda e o crédito no Brasil.

Mostrou-se a adequabilidade do projeto de reforma das finanças públicas apresentado pelo Governo, frisando-se que ele deve ser mais corretamente visualizado como parte integrante de uma reforma institucional mais abrangente, que contemple, ao pálio da descentralização econômica, a reestruturação monetária, financeira e tributária.

O crescimento econômico auto-sustentado não deve ser confundido com os eventuais surtos de crescimento, pois o primeiro — que deve ser o grande e superior objetivo — depende de fatores do lado da oferta agregada, enquanto que os segundos podem surgir como conseqüência de políticas conjunturais de manipulação da demanda agregada.

Para crescer amanhã, é preciso, *hoje*, sanear, o que pressupõe a adoção de reformas como as sugeridas neste artigo, de forma a que a economia brasileira — com um déficit público sob controle, com uma política monetária autônoma, com os investimentos públicos voltados essencialmente para áreas sociais, como o capital humano e, sobretudo, com base na *livre iniciativa* — possa encontrar, sem inflação, o caminho do crescimento auto-sustentado.

Bibliografia

COSTA PEREIRA, E. N. et alii, *Sistema Financeiro Nacional: Algumas Propostas de Reforma*. IBMEC / Centro de Estudos Econômicos, abr/mai 1984, mimeo.

FIGUEIREDO PINTO, A.C. "Commercial Paper". *Carta Andima*. n. 27, março de 1983.

IORIO DE SOUZA, U. J. *Macroeconomia e Política Macroeconômica*. IBMEC, 1984.

_____. "Desestatização da Poupança Financeira e Crescimento Econômico: Um Comentário". *Rbmec*, v. 10, n. 31, jult/set 1984.

MONTEZANO, R. M. *Factoring*, IBMEC, 1983.

PEDROSA, E. A. *Programação Monetária: Aspectos Teóricos e o Caso Brasileiro*. Banco Central do Brasil / DEPEC.

Trajetória para a Reforma Financeira*

Miguel Dirceu Fonseca Tavares**

Este artigo se propõe a examinar a crise da economia brasileira, centrando seu interesse em seus aspectos financeiros.

Tendo por objetivo discutir a retomada do crescimento econômico, apresenta algumas sugestões de reforma do sistema financeiro envolvendo a criação de novas instituições, ativos e reformulações de suas atuais práticas operacionais.

This article proposes to examine the brazilian economic crisis, centralizing its interest in financial aspects. Purposing to discuss the overtake of brazilian growth, it presents some suggests about reforms in the financial system, recovering the creation of new institutions, assets and reformulations of its usuals operational practices.

Um Perfil da Crise Atual

A economia brasileira apresenta um cenário onde coadjuvam o descontrole monetário com a generalizada desorganização das finanças públicas e privadas; o desbalanceamento entre a produção de bens instrumentais e os de consumo; superávits comerciais no balanço de pagamentos sem contrapartida em aumentos da oferta interna; elevada ociosidade do parque industrial, além de rápida obsolecência tecnológica dos setores voltados para o mercado externo.

A conjugação desses desequilíbrios nas esferas real e financeira age na realimentação das pressões inflacionárias que, por sua vez, se recicla no aprofundamento da crise. As instituições financeiras, ainda atreladas a uma especialização funcional encontram grandes dificuldades para a readaptação de suas atividades aos novos requisitos de financiamento, demandados pelo atual estágio de desenvolvimento da economia. A estrutura produtiva, então modificada em sua composição, favorecendo os setores mais pesados, de maior escala e mais longos prazos de maturação, passa a exigir uma maior densidade de capital para os seus financiamentos. No entanto, esta maior densidade de capital não encontra respaldo no setor financeiro privado, apesar da grande conglomeração por que passou nos últimos anos.

* As idéias aqui apresentadas são da exclusiva responsabilidade do autor.

** O autor é pesquisador do Centro de Estudos Econômicos do IBMEC.

A inadequação entre o perfil dos recursos demandados e ofertados pelo setor privado da economia funciona como justificativa para o acionamento dos mecanismos da poupança compulsória operacionalizada pela intermediação financeira de controle governamental e pelo recurso às emissões monetárias. A concentração das decisões financeiras nas mãos do governo traz como conseqüência a desintermediação financeira, o que redunda em pressões sobre o crédito público para socorrer as instituições que se vêem privadas de suas receitas operacionais. O acionamento do expediente das emissões monetárias, sancionando a alta dos preços, também leva à desintermediação financeira, tornando mais atrativos, como reserva de valor, os ativos reais, e privilegiando o auto-financiamento.

Os desequilíbrios no balanço de pagamentos induzem, por pressões externas, à acumulação de divisas, conseguidas pelo favorecimento das exportações, concomitantemente à penalização das importações. Essa acumulação de divisas é realimentadora da inflação tanto pela expansão monetária que enseja, quanto pela redução da oferta interna de bens e serviços.

O Padrão Básico da Crise Brasileira

Ao que tudo indica, a crise econômica por que se está passando tem suas raízes mais profundas no descompasso entre investimento e poupança decorrente do fato de que no Brasil, governo e setor privado têm planejado investimentos muito além do que, ordinariamente, tem sido mobilizado de poupança pelas instituições financeiras em operação de mercado[1]. Esse fato deixa às instituições públicas, mesmo às autoridades monetárias, um papel predominante no financiamento do desenvolvimento, obviamente com grandes e persistentes pressões inflacionárias e um padrão cíclico de desorganização financeira. Nesse contexto, os agentes e instituições mobilizados na etapa dos investimentos não são os mesmos que responderão pelo funcionamento da economia na etapa subseqüente. O que se observa, geralmente, é a alternância de uma economia dirigida centralmente na fase de investimento, e a retomada, sempre cambaleante, de um modelo de economia de mercado na fase de consolidação. O padrão cíclico da economia brasileira, tomada desde o período da Segunda Grande Guerra, possui três componentes fundamentais: o descompasso "ex-ante" entre poupança e investimento; a ação financeira do governo e, principalmente, das autoridades monetárias envolvendo as relações entre o Tesouro, o Banco do Brasil e o Banco Central; e descompasso tecnológico entre as práticas correntes de mercado e os padrões de intermediação exigidos nos planos de industrialização. Assim, para financiar os investimentos programados, utilizam-se mecanismos inflacionários;

[1] BULHÕES, Octávio Gouvêa de. À margem de um relatório: Texto das Conclusões da Comissão Mista Brasileiro-Americana de estudos econômicos (Missão Abbink). E. Financeiras S.A. Rio de Janeiro, 1950. p. 18. Referência ao relatório da Missão feita pelo Departamento Econômico da Confederação Nacional da Indústria: *"O Departamento tem razão em afirmar que num país como o Brasil, o Governo e os particulares tendem a planejar seus investimentos em soma superior aos programas de economias que os indivíduos e as entidades financeiras formulam".*

com a inflação desorganizam-se os sistemas de preços, e com a concentração das decisões financeiras nas mãos do governo, inibe-se o setor privado, ao que se segue a recessão. A etapa de saneamento, que corresponde à retomada da iniciativa privada, passa pela estabilização monetária e pelo reajustamento do balanço de pagamentos, estreitando o coeficiente de abertura externa (M / PIB). Retomado o crescimento, iniciam-se pressões sobre o setor externo, o que leva a novos estrangulamentos, ao que se seguem novos investimentos. . .

As dificuldades de ajustamento da estrutura financeira às mudanças nos padrões de gastos, ensejados pelos novos programas de investimentos decorrem, em boa medida, do fato desses programas não estarem respaldados num processo de acumulação prévia e serem, normalmente, superdimensionados em relação à capacidade interna de mobilização de poupanças. Nesse cenário surge, como meio de contornar os desajustes entre a tecnologia financeira requerida pelo novo estágio e a tecnologia financeira disponível, a figura da especialização funcional e da segmentação dos mercados. Com a especialização, fortemente demarcada institucionalmente, o setor financeiro, uma vez ajustado às novas práticas de mercado, passa a se debater em seus rígidos limites na procura de abrir novos campos para sua atividade seguindo as indicações do processo poupança-investimento. No entanto, são frustradas essas tentativas no mais das vezes. A segmentação, cujo caso típico pode ser tomado do Sistema Financeiro da Habitação, age como mecanismo de viabilizar, por manipulação de subsídios, mecanismos de financiamento que não encontrariam respostas se deixados a mercado.

Autoridades Monetárias e o Financiamento da Economia: Uma Digressão

No conturbado ambiente econômico brasileiro, a inflação figura em destaque entre os demais problemas, mesmo porque é deles a principal resultante. O descontrole monetário tem sido uma constante em nossa economia; suas raízes estão mais atreladas ao padrão de financiamento do desenvolvimento da economia do que às "boas" ou "más" práticas de políticas monetárias conduzidas pelas autoridades governamentais. A mobilização do Banco Central como instrumento de financiamento das atividades econômicas, ao que tudo indica, remonta às suas origens, e o envolvimento do Tesouro e do Banco do Brasil nessas práticas antecede a criação desse Instituto. Sem interessar-nos por antecendentes mais remotos, já em 1920, os debates sobre a criação do primeiro Banco Central no Brasil oferece-nos o necessário suporte para essa assertiva. Segundo Neuhaus[2], nesses debates "chegou-se [. . .] a um consenso de que ainda era prematura a criação de Banco Central, tanto pelo fato de a situação mundial ainda se apresentar incerta, [. . .] quanto por temores, de alguns parlamentares, como Antonio Carlos Ribeiro de Andrade, que lutavam por uma ativa deflação e temiam que o Banco Central se prestasse a abusos inflacionários". Por fim, em 1922, eleito o

[2] NEUHAUS, Paulo. *História Monetária do Brasil 1900–45*. IBMEC, Rio de Janeiro, 1975. p. 64.

Presidente Artur Bernardes, é aprovada a transformação do Banco do Brasil em Banco Central por Decreto, de janeiro de 1923[3].

O primeiro Banco Central funcionou de 1923 a 1926. Todavia, no final de 1924, "O Presidente Artur Bernardes percebeu (sic) que um Banco Central, sob as normas da doutrina do crédito legítimo, não impunha limites efetivos à expansão da base monetária . . ." (Neuhaus, **op. cit.**). Sob essa orientação, o Banco Central tinha por objetivo atender às necessidades "legítimas dos negócios", financiando, portanto, ao invés de controlar os meios de pagamentos como seria esperável de uma tal instituição.

Já nessa época, com a criação do Banco Central se pretendia romper, segundo Neuhaus, os "laços incestuosos" que ligavam o Banco do Brasil e o Tesouro no processo de financiamento do déficit público. Entretanto, isso não foi conseguido. Em sua origem, no Brasil, o Banco Central foi um instrumento de financiamento, apesar de ter sido eficaz no controle da expansão monetária em seus últimos dois anos de vida.

Mais tarde, em 1949, a Missão Abbink propunha a criação de um novo Banco Central e, no ano seguinte, o Professor Eugenio Gudin reafirmava a inoportunidade desse Instituto, apoiado na "incapacidade do Governo Federal de *viver sem emitir*" e no caráter *endêmico* da inflação[4]. Entendia o Professor Eugenio Gudin que a função do Banco Central deveria estar unicamente voltada para o controle da oferta monetária, não admitindo sua mobilização enquanto fonte de financiamento dos investimentos programados para a industrialização do país. Em suas recomendações à Comissão de Planejamento Econômico sobre a Planificação da Economia Brasileira, em 1945, à página 135 do relatório[5], "recomenda-se que, uma vez dominada a atual inflação, regularizada a situação monetária e restabelecida a normalidade do comércio internacional e a paridade

[3]NEUHAUS, Paulo. *Op. cit.* pp. 71-2. Decreto nº 4.635, de 8 de janeiro de 1923.

[4]GUDIN, Eugênio. Conferência reproduzida no Jornal do Comércio de 23 de abril de 1950. (apud) BULHÕES, Octávio Gouvêa de. À margem de um relatório. Ed. Financeiras S.A. Rio de Janeiro, 1950. p. 11. *"Vamos raciocinar um pouco. Para que o Banco Central? Como será possível ao Banco regular a quantidade de meios de pagamentos se o Governo Federal parece não poder viver sem emitir, (. . .).*
. . . O Brasil está longe de ser o único ou um dos poucos países em que o total das despesas Governamentais excede a receita dos impostos. . . Seria, portanto, perfeitamente normal que a despesa com as novas obras públicas fossem cobertas com o produto da venda dos títulos emitidos pelo Governo Federal.
E porque não se pratica no Brasil este método racional de prover os recursos para as obras públicas? Por uma razão muito simples. É que a inflação quer dizer preços em alta e a preços em elevação correspondem taxas de juros elevadas. E a essas taxas não é possível ao Governo colocar seus títulos. Chegamos então à conclusão de que antes de pensar em Banco Central precisamos livrar-nos da inflação endêmica que há vinte anos nos corrói o organismo econômico."

[5]GUDIN, Eugênio. Rumos de Política Econômica, Relatório apresentado à Comissão de Planejamento Econômico sobre a Planificação Brasileira. Circulação reservada. Rio de Janeiro, mar / 1945.

das taxas cambiais com o poder de compra da unidade monetária nacional, seja criado o Banco Central". Contudo, não prevalecerão os pontos de vista de Gudin, e o país enveredará por um modelo de industrialização onde o governo jogará o principal papel no seu financiamento e, em princípio, a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e, posteriormente, o Banco Central (BACEN), desempenharão papel de destaque nessas operações, retomando, vez por outra, as suas funções clássicas de controlar os meios de pagamentos da economia.

Cumpre ressaltar, todavia, que, contrariando a afirmativa do Professor Gudin de que a função do Banco Central só teria lugar quando já houvesse controlado a inflação e demais variáveis monetárias, a criação, em 1945, da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) vai propiciar maior estabilidade no crescimento da oferta de moeda e na taxa de inflação do que a observada nos períodos anteriores. A implementação da política monetária, a partir da SUMOC, gerou, também, maior estabilidade no crescimento da renda real da economia, apesar de não se ter conseguido impedir a acelerada expansão do estoque de moeda e, por conseguinte, da taxa de inflação[6].

A Opção pelo Desenvolvimento Industrial e Formas de Financiamento

Endossando as opiniões a respeito da superioridade das economias industriais sobre as economias agrícolas[7], o Conselheiro Roberto Simonsen propõe, em 1944, como política capaz de retirar a economia brasileira de seu estado de extrema pobreza, a sua rápida industrialização. Apoiada por vultosos financiamentos, basicamente, provenientes dos Estados Unidos, e contratados pelo endividamento de "governo a governo", as linhas básicas da proposta de industrialização apoiavam-se nos levantamentos realizados durante o segundo semestre de 1942 pela Missão Técnica Norte-Americana, chefiada pelo Sr. Morris L. Cooke, que apontava como os principais estrangulamentos a serem eliminados para o desenvolvimento industrial do Brasil: a inexistência de capitais e de mão-de-obra especializada, a precariedade de nossas vias de comunicação, a extrema deficiência dos principais insumos industriais, os quais tínhamos de importar. Em suma, os estrangulamentos apontados pela Missão Cooke, cobriam quase tudo, o que equivale dizer: industrializar partindo-se da "estaca zero"[8].

[6]Veja sobre este assunto, CONTADOR, Cláudio Roberto. *Mercado de ativos financeiros no Brasil.* IBMEC, Rio de Janeiro, 1974. pp. 29–32.

[7]Referimo-nos ao comunicado do perito norte-americano Lee Hagar à Conferência das Comissões de Fomento Inter-Americano, sobre recursos mundiais – humanos e materiais. (apud) SIMONSEN, Roberto. A Planificação da Economia Brasileira. Parecer apresentado ao Conselho Nacional de Política Industrial e Comercial, em 16 de agosto de 1944.

[8]Diagnostica o relatório da Missão Cooke:
". . . 1) a dependência da importação de petróleo, que utilizamos em larga escala, em motores industriais, nos automóveis e até para a iluminação; 2) a importação de carvão mineral para os transportes industriais; 3) a carência de metais especiais e equipamentos para novos empreendimentos e conservação dos existentes. Todas essas insuficiências foram motivos de agudas crises registradas na presente guerra.

O financiamento estimado pelo Sr. Roberto Simonsen como requerido para a consecução de sua proposta montava a 100 bilhões de cruzeiros e a execução de seu plano cobriria um período de 10 a 15 anos. Cumpre observar que à época da proposta, a estimativa de renda nacional, mesmo que precária, era de apenas 40 milhões de cruzeiros.

Contrapondo-se à proposta encaminhada pelo Conselheiro Simonsen, Eugenio Gudin enfaticamente argumenta, mostrando por um lado a necessidade mais imperiosa do que a de uma rápida industrialização, "de aumentar nossa produtividade agrícola, em vez de menosprezar a única atividade econômica em que demonstramos capacidade para produzir vantajosamente, isto é, capacidade para exportar"[9]. E, por outro lado, alertando para os perigos da industrialização às custas de proteção das pesadas tarifas aduaneiras e do câmbio cadente, mostra que numa situação de emprego total, como era o caso de 1944, um programa como o proposto por Roberto Simonsen levaria, inevitavelmente, a uma crise de instabilidade de preços ao invés da almejada saída do estado de pobreza em que se encontrava nossa economia.

Após a polêmica Gudin–Simonsen de 1944 sobre os rumos da economia brasileira, a Missão Abbink procederá os ajustamentos finais para a implementação de nossa industrialização sob condições de persistente desequilíbrio entre poupança e investimento. Nesse ponto cumpre reafirmar que a causa dos descontroles monetários da economia brasileira não são de responsabilidade da política monetária, tal como a entendemos no controle dos meios de pagamentos. Esses descontroles decorrem da *síndrome* do planejamento introduzido em nosso país para respaldar a expansão industrial das nações desenvolvidas.

Esses planejamentos passaram a admitir, como característica estrutural da economia brasileira uma elevada taxa de inflação, e a defender a idéia de que o "take-off" da economia poderia ser obtido pelo *aquecimento da moeda*. Inaugurou-se a crença de que uma certa taxa de inflação (algo em torno dos 20% a.a.) seria um saudável estímulo aos investimentos privados e, por conseguinte, ao desenvolvimento da economia. Sob esta crença as Autoridades Monetárias incorporaram-se ao sistema de financiamento do desenvolvimento econômico, culminando nas décadas mais recentes, quando chegaram a desfrutar de total autonomia financeira, e quase nenhuma capacidade de controle monetário da economia.

Diminuta é a extensão das nossas estradas de ferro e de rodagem, assim como a quantidade de energia elétrica que produzimos; o maquinário industrial, em elevada proporção, é obsoleto e, em muitos estabelecimentos, a produtividade é baixa, havendo evidente falta de técnicos. Temos carência de capitais e de mão-de-obra especializada para a indústria e, no entanto, nossa legislação e nossa organização econômica não favorecem a imigração e os investimentos estrangeiros, nem estimulam a mobilização de capitais nacionais para fins reprodutivos." SIMONSEN, Roberto. O Planejamento da economia brasileira. Réplica ao Sr. Eugênio Gudin, na Comissão de Planejamento Econômico. São Paulo, junho de 1945. p. 88.

[9] GUDIN, Eugênio. Rumos da Política Econômica. Relatório apresentado à Comissão de Planejamento Econômico sobre a Planificação da Economia Brasileira. Rio de Janeiro, março, 1945. p. 104.

Ao se lançar programaticamente no processo de industrialização[10], o comportamento da economia brasileira passa a apresentar padrões bastante peculiares. Tomando como ponto de partida a sua situação durante a Segunda Guerra Mundial, podemos identificar que de 1941 a 1946 houve um desvio da produção direta de bens de consumo para uma produção muito prolongada de bens instrumentais. Esse desvio, conquanto pôde garantir plena ocupação em alguns desses anos, elevando a renda da economia, não encontrou resposta no lado da oferta de bens de consumo, favorecendo a elevação dos preços internos em níveis muito altos. As exportações que não tiveram contrapartida em importações, ou seja, em aumentos da oferta de bens de consumo, representaram, conforme Bulhões[11], ". . . um investimento, no valor de bilhões de cruzeiros, em 1942 ou 1943, para alcançar um aumento de disponibilidade de mercadorias somente em 1946 ou 1947". Esses saldos comerciais no balanço de pagamentos foram, pelo desequilíbrio que provocam na oferta interna, fortes propulsores na majoração dos preços domésticos.

Ainda nesse período é iniciada a construção da siderurgia que exigiu um período de instalação muito longo, e vários outros investimentos de diferentes portes, todos a forçar a procura de fatores de produção para a elaboração de mercadorias não destinadas de maneira imediata ao consumo. Esse deslocamento da produção agiu, com a acumulação de reservas internacionais, no mesmo sentido de acelerar o processo inflacionário.

Planejar investimentos em montantes superiores aos que permitem as poupanças disponíveis, conquanto redundem em equilíbrio "ex-post", nunca o consegue sem prejuízo do poder de consumo. Este é, pois, um dos padrões de desenvolvimento da economia brasileira. Como se planeja sem levar em consideração as poupanças mobilizadas internamente, para os financiamentos requeridos serão necessários recursos provenientes do Exterior, em complementação à poupança nacional. Como, no entanto, as fontes externas de recursos não são inteiramente disponíveis ou acessíveis a países como o Brasil, a complementação da poupança será feita por confisco tributário, geralmente operados por vias inflacionárias e com inevitáveis conseqüências depressivas para o conjunto da economia.

No mais das vezes, a industrialização no Brasil tem se dado por endividamento do governo, como foi o caso dos investimentos em infra-estrutura na primeira etapa do processo; e por elevação do déficit público, o que se dá por diferentes mecanismos, a saber: a) subsídios à taxa de câmbio; b) isenção fiscal; c) subsídio à aquisição (doação) de terrenos, edifícios e suprimentos de energia; d) subsídio creditício operado pelos bancos oficiais com recursos orçamentários;

[10] Até 1956, o que se teve no Brasil foram propostas como é o caso do relatório Simonsen; diagnósticos, como são os casos das Missões Cooke, Abbink e da Comissão Mista Brasil-EUA e esforços de racionalização do processo orçamentário, como é o caso do plano Salte. Somente a partir de 1956, com o Plano de Metas, é que se pode falar de planejamento no Brasil. Ver: LAFER, Betty Mindlin. *Planejamento no Brasil*. E. Perspectiva, São Paulo, 1970. pp. 29–30.

[11] BULHÕES, Octávio Gouvêa de. *Op. cit.* pp 18–19.

e) garantias de demanda. Em suma, os programas de industrialização substitutivas foram desenvolvidos com um nível de *seguro*, feito pelo governo, pouco comum às economias que se dizem de mercado.

Desintermediação e Crise Financeira

Após abandonar a idéia de crescimento pelas vias dos programas de ajuda externa, na década dos 1960, ao ensejo da nova crença de que uma sofisticada estrutura financeira seria condição necessária ao desenvolvimento econômico, foi alocada substancial parcela da poupança nacional na montagem de uma grande e complexa rede de intermediação financeira no país. Apoiada por abundante regulação e favores fiscais, a estrutura montada pôde, durante um largo período, remunerar-se adequadamente. Entretanto, os fluxos financeiros tramitados pelo sistema de intermediação tenderam a minguar no transcurso da década seguinte, tanto pela retomada, em 1974, do processo de industrialização substitutiva de importações, ainda liderada pelo governo, quanto pelos efeitos deletérios da inflação[12]. Em ambos os casos a desintermediação financeira cresceu, determinando perdas de receitas para a estrutura financeira que ficou na dependência de créditos oficiais para a sua sustentação.

A função Poupança-Investimento, depois de apresentar taxas negativas de crescimento em 1963, volta a crescer no triênio 1964–1966 inclusive, para cair, substancialmente, em 1967. A elevação da taxa de poupança real no período 1964–1965 pode ser explicada pela política salarial do PAEG e a queda de 1967 pela liberalização dos créditos ao consumo, por um lado, e pela queda nos estoques da economia *via-à-vis* a elevação do investimento em capital fixo. Esta foi a época de montagem da estrutura financeira, por excelência. Dois setores, nesse período, apresentam extraordinário crescimento, tais sejam, o das Letras de Câmbio e o das Letras do Tesouro Nacional. Tomando o conceito de Goldsmith de Taxa de Interrelação Financeira (Finantial Interrelation Ratio – FIR), conforme calculado por SOCHACZEWSKI[13], a economia brasileira apresenta um desenvolvimento acentuado a partir do ano de 1964, quando o valor dessa taxa era de 1,9, passando, em 1968, a 10,5. Todavia, o crescimento da intermediação financeira em relação ao Produto Interno Bruto revela a ativação da demanda pelos duráveis e a ampliação de mercado para títulos públicos em operações de "open market".

[12] O total de haveres financeiros em poder do público, a preços constantes de 1970, cresceu a uma taxa de 8,03% no triênio 1964–67; 17,87% no triênio seguinte e 28,16% de 1970 a 1973. A partir desta taxa máxima, os haveres financeiros passam a crescer a taxas declinantes, tendo registrado 10,81% no período 1973–76, e 0,44% no triênio 1976–78. Veja TAVARES, Maria da Conceição, O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente. *In: Desenvolvimento Capitalista no Brasil*. n. 2. Ed. Brasiliense, São Paulo, 1983. p. 120.

[13] SOCHACZWSKI, Antonio Cláudio. Financial and Economic Development of Brazil, 1952–1968. Thesis submited for the degree of Doctor of Philosophy in the University of London, July 1980. Mimeo. pp. 287–309.

No período seguinte, 1970 a 1980, a poupança real mantém-se elevada ao nível médio de 22,9%, tendo atingido seu máximo em 1965, ao registrar uma participação sobre o PIB da ordem de 25,4%. Daí por diante, apesar de ter-se mantido estável acima dos 20%, mostrou-se ou com taxa de crescimento real negativa (caso de 1967) ou bastante inferiores às dos anos anteriores[14]. Por fim, já em 1984–85, esta taxa chega a atingir um limite inferior, de aproximadamente 15%, comprometendo, significativamente, as atuais possibilidades de se retomar o crescimento da economia sem se enveredar pelos caminhos da aceleração inflacionária.

Cumpre observar, contudo, que a abordagem proposta por Goldsmith[15] limita-se a detectar aqueles mercados melhor organizados, deixando sem explicação o problema crucial da intermediação financeira, que é o de remunerar os investimentos feitos nesse setor em insumos reais. Para detectar esses efeitos melhor se presta o esquema proposto por GURLEY[16], do qual nos valeremos a seguir.

Sem nos ater a uma exata representação das relações entre poupança financeira e poupança real e entre esta última e a parcela relativa ao autofinanciamento, nos interessará explicitar o padrão de comportamento dos intermediários financeiros e empresas não financeiras que mantém pesados departamentos devotados à administração financeira na busca de remunerar seus investimentos nessa área econômica.

No Gráfico 1, a curva $S–I$ é mostrada baixando na fase de implementação da estrutura financeira, o que decorreria do fato de seu funcionamento inicial favorecer os financiamentos reprimidos em gastos conspícuos e de bens de consumo, sem contrapartida imediata sobre a formação de capital da economia, voltando a subir, com a retomada do crescimento, nas fases subseqüentes. Os fluxos financeiros F são colocados abaixo da curva $S–I$, sem, no entanto, ser uma condição necessária. Não raro, os fluxos F, ou seja, a poupança financeira poderá estar acima da curva $S–I$, sem que isto signifique um maior nível de desenvolvimento da economia.

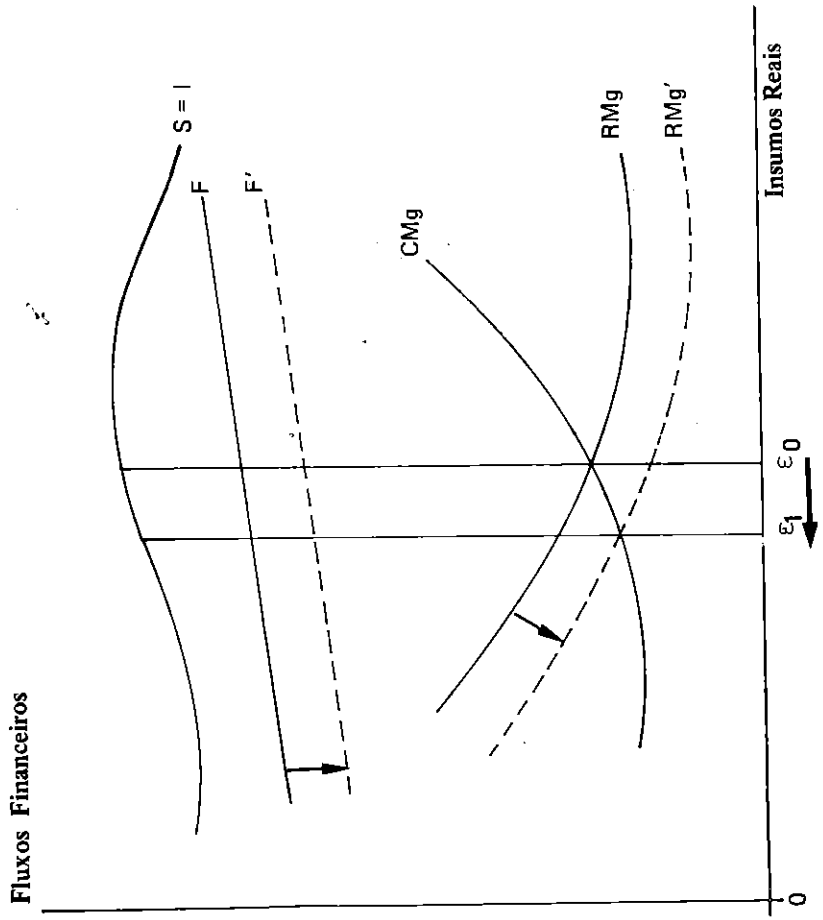
A montagem da estrutura financeira no Brasil, no final dos anos de 1960 determinou um investimento nesse setor extremamente elevado, o qual estamos representando pela distância $O–E_0$ no eixo horizontal do Gráfico 1. A esta estrutura estão associados custos, predominantemente fixos, dos quais deriva-se a

[14] REICHSTUL, Henri Philippe e COUTINHO, Luciano G. Investimento Estatal: 1974–1980: Ciclo e Crise. *In Desenvolvimento Capitalista no Brasil*. n. 2. Ed. Brasiliense, São Paulo, 1983. p. 42.

[15] GOLDSMITH, R. *Financial Structure and Development*. Yale University Oress, New York and Toronto, 1969.

[16] GURLEY, John G. Hacia una teoría de las estructuras financieras y el desarrollo económico. *In: Estructuras financieras y desarrollo económico*. Ed. del Instituto Buenos Aires, Abril, 1968.

GRÁFICO 1
Poupança–Investimento, intermediação e remuneração da estrutura financeira



curva de custos marginais: *CMg*. Dos fluxos *F*, tramitados pela estrutura de intermediação financeira, é derivada a curva de receitas marginais: *RMg*, que varia proporcionalmente a esses fluxos, e na mesma direção. Com a conceituação das decisões de investimento nas mãos do governo, sobretudo na década dos 70, pelo acionamento do BNDE, em créditos industriais, da FINAME S.A., em aquisições de máquinas e equipamentos de origem externa, do BNH, em créditos associados à construção civil e do Banco do Brasil em operações de crédito agrícola, verificou-se uma queda na intermediação financeira, marcadamente no ano de 1974[17].

Mesmo com elevada taxa de formação bruta de capital, o principal dos recursos mobilizados provinha de fontes oficiais, administrando a poupança compulsória, de auto-financiamentos e de recursos ao endividamento externo, que vinha, desde 1972, modificando sua composição relativa entre os setores privados e públicos, privilegiando este último, que em 1975 supera, em termos percentuais, a captação privada[18]. Assim, mesmo mantendo elevados níveis da função *S–I*, os fluxos *F* passam para *F'*, inferiores ao nível anterior. A queda dos fluxos financeiros faz cair a receita dos intermediários de *RMg* para *RMg'*. Como os custos não reduzem, no fundamental, com a queda destes fluxos, a estrutura só se manteria em equilíbrio se reduzisse seu porte, passando de $O–E_0$ para $O–E_1$, como é mostrado no Gráfico 1. Em desequilíbrio, o setor financeiro teria várias falências até que se atingisse o novo porte, ótimo para o nível de intermediação requerido pelo novo estágio. No entanto, a falência de instituições financeiras, cujas bases de existência repousam no "crédito" poderia ser abalada, dando lugar a reações do tipo das "corridas bancárias", com notórios prejuízos para todos os segmentos da economia. Sob esse tipo de argumentação são adotados vários expedientes para contornar os desequilíbrios do setor financeiro dentre os quais se destacam a fusão ou incorporação de firmas com sérios problemas financeiros aos grandes grupos do setor. Enquanto esses expedientes não significaram a deterioração do grupo incorporador, o governo continuou a incentivá-los e, concomitantemente, pelo acionamento do instrumento jurídico da intervenção extra judicial[19], passou a suprir o crédito àquelas empresas, mantendo o setor superdimensionado e em desequilíbrio.

[17] Veja TAVARES, Maria da Conceição. *Op. cit.* pp. 127–28.

[18] Em 1972, o setor público respondia por 24,9% do total dos recursos de empréstimos provenientes do exterior pelo mecanismo da Lei 4.131. Em 1974, esta participação passa aos 35,3% e, em 1975, alcança os 50,4%. Mantendo-se superior e crescente em relação às captações privadas, o setor público estará respondendo por 76,6% ao final de 1980. Veja CRUZ, Paulo Davidoff. Notas sobre o endividamento Externo Brasileiro nos anos setenta. *In: Desenvolvimento Capitalista no Brasil.* n. 2. Editora Brasiliense, São Paulo, 1983. p. 73.

[19] Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, que dispõe sobre a intervenção e a liquidação extra-judicial de instituições financeiras. Existe ainda o expediente da intervenção preventiva ou "intervenção branca", onde o Banco Central reconstitui a solvabilidade da firma, dando-lhe o necessário suporte de crédito.

A Reforma Financeira de 1964–68

No período 1964–1968 a reforma institucional ao setor financeiro teve por objetivo suprir capital de giro às empresas; reestabelecer o poder de compra das camadas de altas e médias rendas, demandadoras dos bens duráveis de consumo e, por um caminho paralelo, atender os requisitos das camadas de rendas inferiores, marginalizadas nos principais centros urbanos.

Dado que a etapa de industrialização intensiva[20] estava concluída, e tendo sido o setor público seu principal agente financeiro, encontrava-se este em condições de proceder à ordenação de suas finanças.

Saneadas as finanças públicas e debelada a inflação, deu-se início às modificações da estrutura financeira. Foram então reordenadas as instituições existentes e ampliadas as alternativas operacionais e empresariais para o setor financeiro, o qual se lançando apoiado por fortes incentivos fiscais, retoma suas atividades, financiando o giro das empresas e o consumo das famílias, enfim, uma estrutura de grande porte voltada, no fundamental, para operações de curto prazo. Contudo, como eram esses os requisitos de financiamento da economia, apesar de carregar uma grande ineficiência por inadequação de escala, o setor foi capaz de colocar a economia em plena ocupação de sua capacidade produtiva.

A característica dominante da reforma financeira conduzida nesse período foi a especialização operacional. Esta excessiva especialização das instituições financeiras será, mais adiante, um dos elementos chave para explicar a incapacidade de uma tal estrutura financeira, de tão largo porte, não ter conseguido responder pela nova arrancada de investimento no período do II PND.

O restabelecimento do poder de compra para o setor de bens duráveis operou-se, por um lado, pela ativação dos mecanismos de crédito ao consumidor praticados pelas "financeiras" e pelos bancos comerciais em várias modalidades de crédito pessoal; e, por outro lado, por uma política de salários favorecendo as camadas de altas e médias rendas, pela liberação dos aluguéis e por uma série de incentivos fiscais às rendas financeiras.

Enquanto os problemas de reativação da demanda para os setores produtores dos duráveis e de suprimento de capital de giro às indústrias, que passaram a constituir o "pólo dinâmico", encontraram solução na reordenação e modernização do setor financeiro, os problemas relacionados ao contingente de mão-de-obra marginalizado nos centros urbanos encontrava solução na criação de um

[20] O desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina – Comissão Econômica para a América Latina. *In: América Latina, ensaios de interpretação econômica*. Coord. José Serra. Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1976. pp. 124–28. Neste trabalho, a etapa de industrialização intensiva, que corresponde à segunda do processo de industrialização por substituição de importações, compreende o desenvolvimento dos setores mais pesados como o do material de transporte, metal-mecânica e outros insumos e equipamentos básicos. São também dessa etapa a implantação do complexo dos bens de consumo duráveis.

segmento, inteiramente diferenciado, de intermediação financeira. Este segmento, o Sistema Financeiro da Habitação, tinha em suas bases, de conviver com alguns problemas insolúveis no quadro de suas próprias perspectivas, com o que foi colocado paralelamente ao desenvolvimento do sistema financeiro nacional operando o ciclo completo da alocação de recursos, à margem das condições possíveis do crédito privado em nossa economia.

Uma vez edificado e posto a funcionar, o sistema financeiro da habitação colocou em movimento todo o complexo da indústria de construção civil, reativando a expansão dos centros urbanos. Dadas as características dessa indústria, além de seu amplo efeito multiplicador, estendia-se a reforma financeira às camadas de baixas rendas, pelo acionamento das cadernetas de poupança e dos financiamentos à aquisição de habitações e ao saneamento básico.

O problema fundamental desse sistema, e que o inviabiliza em termos de mercado, é o seu caráter social por um lado, e sua estrutura empresarial, em bases privadas, por outro. Esse dilema, como no mais das vezes, foi "resolvido" pelo recurso às poupanças compulsórias do FGTS. Se esse expediente foi suficiente para garantir o sistema, sua continuidade desaguará inevitavelmente no aprofundamento do hiato entre a remuneração da captação e a da aplicação dos recursos.

No período que se segue a reforma, o sistema financeiro está definido em novas bases, dotado de toda a plasticidade requerida para cumprir suas funções alocativas, e satisfatoriamente ajustado aos novos padrões de gastos determinados pela estrutura da produção, então centrada nas indústrias dos bens duráveis de consumo.

As famílias, tendo recobrado o poder de compra, com boas perspectivas de rendas futuras e de queda do ritmo inflacionário, deram vazão ao potencial de demanda que haviam reprimido nos longos anos de crise.

Dadas as características de baixa elasticidade – taxa de juros da demanda[21] de fundos dessas unidades econômicas e a elevada elasticidade renda da demanda dos "duráveis", as famílias entraram num processo de endividamento de tal ordem que viria a comprometer boa parcela do setor aos primeiros sinais de esgotamento do modelo e de realimentação do processo inflacionário. Atreladas ao Sistema da Habitação, o qual absorvia substancial parcela do orçamento doméstico, aos crediários e às diversas modalidades de crédito pessoal oferecidas pela rede bancária, as famílias começaram a exaurir suas capacidades de pagamentos, o que, por elevar a probabilidade de inadimplência, atuou no sentido

[21] Para uma apreciação mais detalhada sobre o comportamento do usuário do Crédito Direto ao Consumidor, consultar o trabalho de NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel de. *Crédito ao Consumidor (uma análise econômica)*. Série de Estudos Especiais. IBMEC, Rio de Janeiro, 1976. p. 124. O formato da curva de demanda de fundos pelas famílias é uma aproximação, não tendo a pretensão de ser exata.

de realimentar a elevação das taxas praticadas nos seus financiamentos, tornando mais dramática a situação desse setor da economia.

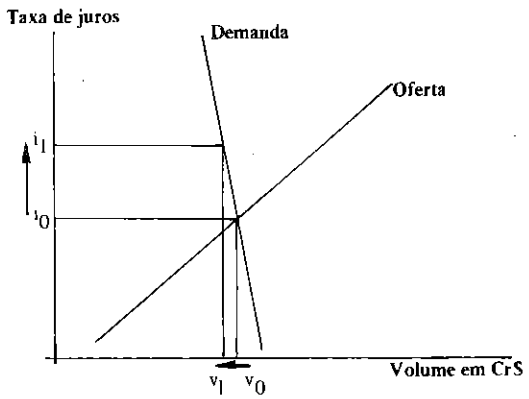
Dada uma elevação na taxa de juros, passando de i_0 para i_1 a demanda de fundos pelas famílias, para o financiamento de suas aquisições de bens duráveis, reduz-se muito menos que proporcionalmente passando de V_0 para V_1, como mostra o Gráfico 1. Em verdade, as famílias estão condicionadas mais às suas limitações orçamentárias do que a variações na taxa de juros. Mais não fosse, a decisão das famílias em aceitar uma determinada taxa de juros opera-se por comparações entre essa taxa e a utilidade associada ao bem que desejam adquirir.

As empresas em condições normais de funcionamento da economia apresentam uma elasticidade-taxa-de-juros-da-demanda de fundos próxima à unidade, a menos, é claro, dos problemas de fracionamento de seus investimentos produtivos.

A curva de demanda de fundos pelas empresas corresponde, em mercados competitivos, à curva de eficiência marginal do capital, ou o que seria equivalente à curva de projetos da economia.

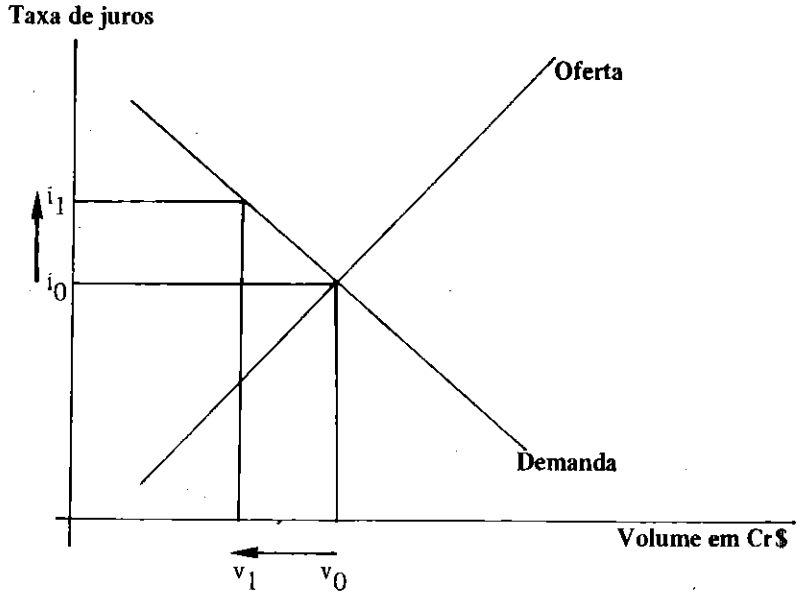
Nas condições reinantes após 1968, graças à retomada do processo de escoamento da produção, apoiado pelo mecanismo do crédito direto ao consumidor e ao redirecionamento dos fluxos de crédito, as empresas passaram a pressionar menos os seus credores habituais, favorecendo as expectativas de queda da inflação. Contribuia ainda para a desaceleração da taxa de inflação, o alargamento da oferta de crédito que passava a contar, além dos bancos comerciais e instituições oficiais de crédito, também com os bancos de investimento, os quais assumiam papel cada vez mais destacado nessas operações. Ainda na composição da oferta, complementando o crédito doméstico, abria-se o mercado internacional ao amparo da Resolução BACEN nº 63 e da Lei 4.131.

GRÁFICO 2
Demanda de Fundos pelas Famílias



Dada a desaceleração da inflação e o bom funcionamento dos mercados financeiros, as empresas modificavam suas políticas de contas a receber, de estoques e de imobilizações, descongelando os recursos aí imobilizados, com o que favoreciam a intermediação financeira, então orientada, razoavelmente, pela eficiência marginal do capital, realimentando a oferta de fundos e as tendências de crescimento da economia.

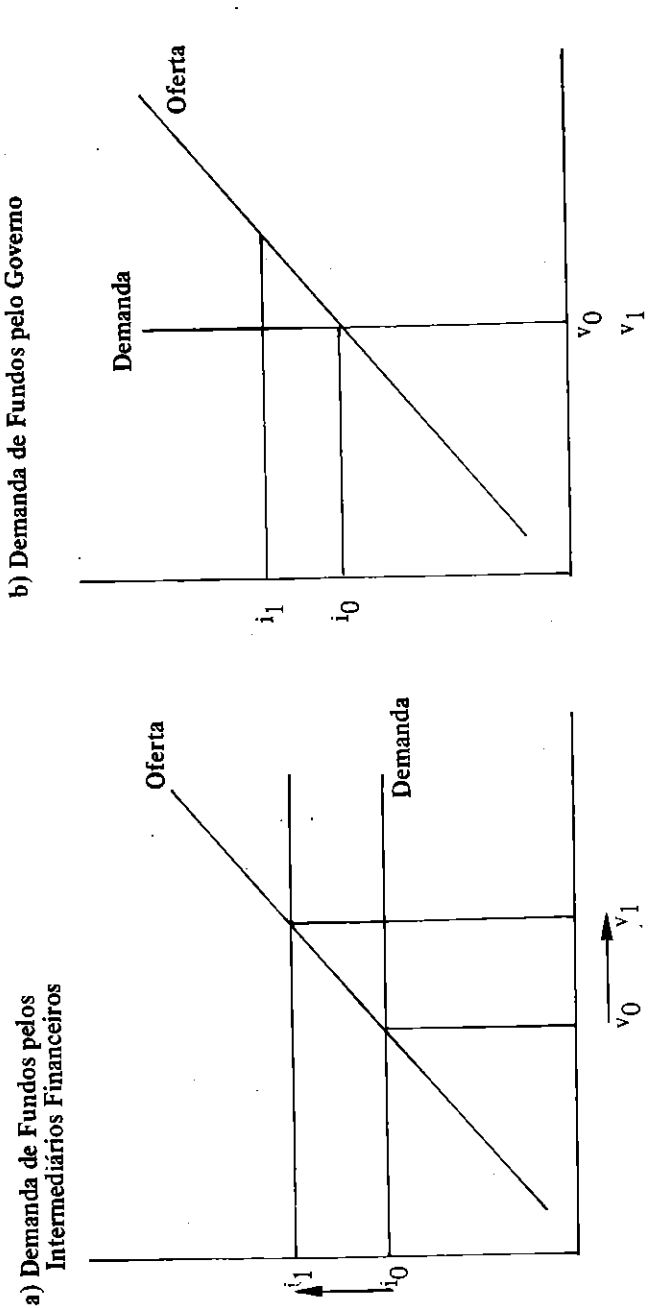
GRÁFICO 3
Demanda de Fundos pelas Empresas



A grande sensibilidade da demanda de fundos pelas empresas liga-se ao fato desses agentes compararem, em suas decisões de captação, taxa de retorno em seus investimentos e a taxa de juros do mercado. Assim, uma elevação da taxa de juros de i_0 para i_1 determinaria uma redução na captação de fundos de V_0 para V_1 na mesma proporção, em condições normais de funcionamento da economia.

O setor financeiro, por seu turno, apresenta uma função de demanda de fundos perfeitamente elástica à taxa de juros. Todavia, o segmento da intermediação financeira que assume posições passivas próprias em suas captações de recursos só pode expandir suas operações por contar com a possibilidade, então plenamente segura, de, em não sendo possível financiar o setor privado, repassar os recursos captados ao setor público – cuja elasticidade à taxa de juros de demanda de fundos é, numericamente, zero; ou seja, perfeitamente inelástica – pela aquisição de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN.

GRÁFICO 4



Ao setor financeiro interessa, na captação de fundos, exclusivamente o diferencial entre a taxa de captação e a de aplicação, não importando o nível absoluto das taxas praticadas no mercado. Já o governo, capta recursos no mercado para financiar seus déficits orçamentários ou em operações de antecipação de receitas. Todavia, a motivação do governo nessas operações nada tem a ver com o nível da taxa de juros. Orienta a captação do governo argumentos do tipo: economias externas ou custos e benefícios sociais, ambos de difícil precisão.

O governo, afiançando o setor financeiro nos riscos de falência, suprindo os segmentos industriais das pequenas e médias empresas e o setor agrícola com recursos subsidiados e administrando uma intrincada rede de barreiras e subsídios, consegue, a despeito de tudo, alcançar seus objetivos programáticos de combate à inflação e crescimento econômico.

A Crise dos Anos de 1970

O modelo econômico implantado entra em funcionamento, dando lugar ao "milagre", durante o período 1968–1971. Acionada a plena capacidade, acelera-se o processo de depreciação dos equipamentos instalados na economia, ao que se seguem pressões no balanço de pagamentos pelas importações destinadas à reposição e manutenção da estrutura produtiva implantada.

Até então, o modelo não apresentara problemas em relação ao setor externo. A dívida externa líquida manteve-se razoavelmente estável durante quase toda a década de 1960, oscilando entre os 2,8 e 3,7 bilhões de dólares. Em 1969, entretanto, inicia-se uma tendência de crescimento dessa dívida, a despeito do não menos expressivo crescimento das reservas internacionais, cujo percentual em relação à dívida bruta atinge o máximo de 50,8% em1973[22].

Ao se desestabilizar o padrão de conversibilidade do dólar americano em 1971, os condutores da política econômica brasileira passaram a se preocupar, acentuadamente, com as reservas internacionais que passavam a jogar papel crítico na manutenção do padrão de crescimento da economia e a comprometer a estabilidade do modelo adotado.

Cada vez mais dependente de importações e, sem conseguir financiá-las com aumentos de exportações ou por melhorias nas relações de troca, a política econômica será orientada no sentido de pressionar o crédito externo no afã de manter em elevados patamares as reservas internacionais do país.

Em 1974, seguindo-se ao esgotamento da economia que se encontrava superaquecida e iniciando uma nova arrancada no processo de industrialização, a dívida externa bruta experimenta o seu mais significativo crescimento, ao passo que as reservas de divisas encetam uma trajetória de escasseamento. Por um lado, a abrupta elevação dos preços do petróleo, em 1973, lograva aprofundar o es-

[22] CRUZ, Paulo Davidoff. *Op. cit.* p. 61.

trangulamento externo da economia brasileira, por outro, a reciclagem dos petrodólares pelos países exportadores acenava como solução, de curto prazo, para os problemas de financiamento do balanço de pagamentos, então agravados. Dada a vertiginosa elevação do endividamento externo *vis-à-vis* a elevação exorbitante das taxas de juros praticadas nos mercados internacionais, perde-se completamente o controle sobre o curso do endividamento. O serviço da dívida garante sua expansão, independente de novas contratações de empréstimos. Em 1980, ano em que é dado por concluído o novo processo de industrialização, somente os serviços da dívida externa suplantavam, em montante, a dívida bruta total existente em 1974, ano de início desse processo.

A generalização da crise internacional dos anos de 1970, seguiu-se com algum retardo, a crise interna que passou a ser conhecida como de "estagflação". A elevação do preço do petróleo contribuia, de forma ampla, para a elevação dos preços internos por afetar a estrutura de custos em todos os segmentos da produção. A desorganização dos fluxos financeiros internacionais, combinada com a ingerência do estado nos mercados internos, aceleraria a especulação no setor financeiro, principalmente em transações com recursos externos, trazidos ao giro doméstico, em operações de mercado aberto, o qual será realimentado pelas tentativas do governo de controlar a liquidez da economia.

Os ganhos especulativos, superando os do setor real da economia[23], acelerariam o processo inflacionário que se recicla na política cambial, aguçando os problemas do endividamento, tanto ao nível das empresas, quanto ao da economia como um todo.

O reconhecimento da crise e o atrelamento da economia nacional ao modelo de industrialização substitutiva levarão o governo a preparar uma nova escalada nesse sentido, o que contribuirá, sobremaneira para o agravamento da crise do balanço de pagamentos.

Se o modelo de industrialização levado a efeito anteriormente não pôde ser entendido como substitutivo de importações, dado que as indústrias transplantadas não respondiam pelo estrangulamento externo; o modelo proposto no II PND tem claramente, esse sentido. A industrialização do período 1974–1980 será informada pelos focos de pressões do balanço de pagamentos e abarcará os setores produtores de máquinas e equipamentos, insumos básicos e energia.

A retomada de taxas de inflação crescentes e a perda de eficiência dos mecanismos de controle monetário favorecem as práticas especulativas no âmbito da economia. A elevação das taxas de juros decorrentes dos elevados ganhos especulativos do setor financeiro e das políticas de "desaquecimento" da economia, redundará na redução da demanda de crédito pelas famílias, afetando diretamente os setores da construção civil e produtores dos bens de consumo duráveis, notadamente o automobilístico.

[23]NOVAES, Rubens. Foreign Investments in Brazil: An Economic Analysis. (apud) LANGONI, Carlos Geraldo. *A economia da transformação* Ed. José Olympio. Rio de Janeiro, 1975. Esse autor estima em 16,9% a rentabilidade média dos investimentos em capital físico na economia brasileira. p. 173.

Colocados ao desabrigo no novo plano de desenvolvimento, os setores que constituiam o "pólo dinâmico" na etapa precedente, já bastante cartelizados, forçam, ainda mais do que de costume, as políticas fiscal e monetária do governo que, ao fim, acaba por aumentar as emissões de moeda e por abrir mão de receitas fiscais para compensar as elevações de estoques desse setor e possibilitar a manutenção dos níveis de emprego, evitando maiores tensões sociais nesses segmentos do sistema produtivo. Contudo, esses expedientes não serão mantidos por períodos mais dilatados e a desativação do parque produtor dos duráveis o coloca num processo de redimensionamento e reciclagem de sua produção.

A elevação das taxas de juros praticadas nos mercados domésticos desestimula a demanda de fundos das famílias e das empresas. Esta elevação, conjugada com as restrições à oferta e ao elevado endividamento das unidades demandantes finais, favorece a captação pelo sistema financeiro.

Os intermediários, captando mais recursos e se obrigando a remunerá-los, vêem-se rapidamente na iminência da bancarrota. O acionamento do instituto da falência extra-judicial impede corridas nesse setor e o alargamento do déficit público garante a continuidade das suas práticas especulativas.

Os intermediários financeiros captam recursos do setor privado, emitindo títulos de suas obrigações. Não conseguindo aplicar esses recursos no setor privado, vão aplicá-los na aquisição de títulos públicos. O governo, tendo captado dos intermediários financeiros, usa esses fundos para a rolagem de sua dívida interna e financia, com a parte restante, o processo de industrialização, que lidera e supre os setores incentivados com crédito subsidiado. O dinheiro "barato", proveniente das fontes subsidiadas, e mais os fundos provenientes do fluxo de caixa das empresas, ao invés de serem aplicados na produção, voltam à circulação financeira, onde são regiamente remunerados. Os fundos que foram, na primeira vaga de crédito, parar nas mãos do setor público, refluem para o setor privado e, desse, de novo, para o setor financeiro que, realimentando o processo, os realoca ao governo; e, assim, segue a dança dos ativos na economia e vai gerar o mais dramático fenômeno recessivo e inflacionário de nossa história.

A Reforma Financeira de 1974

Junto ao programa de investimento, o II PND delineia as necessárias reformas da estrutura financeira, de molde a atender os requisitos de fundos para a sua consecução.

O principal agente financeiro mobilizado nesse programa de investimento será o BNDE, cuja estrutura será modificada, dando lugar ao surgimento das subsidiárias: EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA. Apoiadas pelos recursos dos

fundos de poupança compulsória, PIS/PASEP e, por aportes de recursos orçamentários, essas subsidiárias desenvolvem com grande eficiência suas funções e levam a termo suas tarefas no final do ano de 1980.

Ao contrário do processo anterior, neste esforço de industrialização, o setor financeiro privado, então dotado de elevado investimento de capital, não fica à margem do processo poupança-investimento. As decisões de investimento ficaram ainda a cargo do governo. Todavia, as operações financeiras serão, em sua maior parte, conduzidas com a interveniência das instituições privadas, na qualidade de agentes do sistema BNDE. Como o programa de investimento fica decidido nas esferas políticas e consumado ao nível do sistema BNDE, o papel do setor privado resulta limitado ao carreamento dos fundos mobilizados, gerando mais uma elevação dos custos de intermediação do que melhoria nos padrões alocativos desses recursos.

Dentro do quadro da reforma financeira em curso, a indexação da economia, um dos elementos basilares da reforma do período 1964–1968, em 1974 e nos anos que se seguem, servirá como o principal instrumento da especulação financeira. Maximizar os valores patrimoniais e dos fluxos de recebimento e renda que são as metas de toda administração financeira, passa a significar a formação de "lobbies", tendo como objeto último indexar os valores ativos e desindexar os passivos dos diferentes agentes econômicos. E nesse embate consumia-se e ainda se consome, boa parcela das forças produtivas da economia, comprometendo o seu relançamento no curso do desenvolvimento.

O saneamento da economia, significando a recuperação do déficit público e a contenção do processo inflacionário só poderia ser pensado após a conclusão do programa de investimentos em 1980. Após esse ano, este almejado saneamento passa à ordem do dia, ficando todavia pendente de acordos quanto à composição do novo "pólo dinâmico" da economia.

Concluído o processo de industrialização, ao setor financeiro resulta colocada uma nova configuração dos padrões de gastos da economia, a que terá de atender, suprindo recursos adequadamente. Para a consecução desse ajuste da estrutura financeira, o ciclo vicioso da especulação tem de ser rompido, a situação de endividamento do setor público, das empresas e das famílias tem de ser solucionada e a inflação tem de ser debelada.

Com vistas a atingir esses pontos condicionantes do ajustamento da estrutura financeira à produtiva é que se passará às considerações sobre os caminhos que hoje se colocam para uma reforma financeira no Brasil.

Os Atuais Caminhos da Reforma Financeira

A reforma financeira que, inevitavelmente, terá lugar na economia brasileira, não deixará de se orientar pelos investimentos realizados no período imediatamente anterior, ou seja, os setores que se favoreceram dos investimentos

realizados ao amparo do II PND não ficarão à margem de uma reforma do setor financeiro. Todavia, este entendimento não é, no quadro atual de nossa economia, suficiente para demarcar o perfil da demanda a ser recobrada e, tampouco, dos segmentos produtores de bens de consumo final e intermediários que coparticiparão do "pólo dinâmico".

No modelo anterior, ao se comprar bens duráveis de consumo, todo o complexo produtor entrava em funcionamento. No modelo atual, entre a recomposição da demanda e a ativação do complexo produtor de equipamentos, maquinaria e insumos, existe um hiato de tempo, durante o qual o esforço a ser envidado nessa reativação deverá ser orientado tanto no sentido da reconstituição do poder de compra, no lado da demanda, quanto para a sustentação das indústrias instaladas ou ampliadas no período 1974–1980. A existência desses dois focos a serem tratados simultaneamende dá o sentido particular da reforma, diferindo-a da realizada no período 1964–1968.

É imediato o entendimento de que uma reforma financeira deva ser conduzida de forma a recompor a capacidade de consumo dos segmentos demandadores dos bens produzidos na economia e situados no seu centro gerador de dinamismo. Uma vez recomposta essa demanda, as empresas entram em funcionamento, depreciando seus equipamentos, ao que se seguem encomendas para o segmento produtor desses bens de produção. Nesse momento, a economia entra em seu funcionamento pleno.

A primeira questão que gera estrangulamento no curso da reforma é saber quais os segmentos produtores de bens intermediários e de consumo final serão contemplados e colocados como pertencentes ao "pólo dinâmico" e, por conseguinte, beneficiados pelos novos mecanismos e fluxos financeiros. A solução dessa questão não é, todavia, matéria econômica, mas, sim, matéria política. Para alguns segmentos da produção, a questão não é tão polêmica, sem contudo ser de fácil solução. É exemplo desses segmentos o produtor de automóveis. Este segmento, produzindo veículos de uso particular e destinados a passeio, presumivelmente não estará figurando na composição do "pólo dinâmico". Entretanto, uma vez reciclada sua produção, a qual passaria a contar com novos segmentos de mercado, a sua absorção pelo novo modelo econômico passa a ser plenamente viável.

Qualquer setor industrial poderá, em princípio, ser incluído como parte do "pólo dinâmico", coadjuvando com as indústrias mecânicas pesada e de insumos básicos. Porém, os recursos existentes na economia, dada sua estrutura de renda e de propriedade, não são suficientes para incorporar todo o parque existente, em sua configuração atual. Com essas limitações, é esperável que, juntamente com a reforma financeira, se seguirão falências de amplos segmentos, no curso do processo de recuperação da economia. Dado que não se chega a acordo sobre *quem deverá falir*, este dilema tende a ser remetido para a solução de mercado, onde a maior e melhor organização no setor pesará decisivamente em sua sobrevivência.

Enquanto o consenso sobre quem se beneficiará da reforma não é obtido, o consenso sobre algumas formas de atuação financeira já se encontra firmado.

Um desses pontos consubstancia-se na reforma do sistema BNDES, onde a estrutura mobilizada para o processo de industrialização levado a cabo é modificada, dando lugar a uma grande empresa de participações, a BNDES/PAR. A orientação desse sistema para operar com companhias de participações, ao nível dos bancos de desenvolvimento estaduais e regionais, deixa transparecer um dos caminhos da reforma. Essas companhias atuam, basicamente, comprando empresas com fortes problemas financeiros e amplas possibilidades de mercado e vendendo-as depois de recuperadas financeira e operacionalmente, realizando assim seus lucros operacionais.

Atuar ao nível da reciclagem de dívidas, do apoio gerencial e creditício a empresas com boas perspectivas de mercado, tanto de fatores, quanto de produtos, é a área prioritária para a intermediação financeira, no reposicionamento que enseja a reforma em curso.

Nos mercados de títulos, aparecem as debêntures que poderão ser dinamizadas como meio de solucionar os problemas de estrutura de prazo da dívida das empresas. O acionamento do mecanismo das debêntures para reestruturar o capital das empresas viáveis, só é possível graças à substancial base operacional do setor financeiro.

A reforma que se delineia na reestruturação do BNDES, no aparecimento das Cias. de participação, nas empresas de "factoring", na redefinição dos mercados de títulos, não terá, seguramente, o mesmo peso institucional que a reforma do período 1964–68. Esta ocorrerá por remanejamento da estrutura existente, redefinindo suas práticas e instrumentos financeiros. Em todos os casos serão privilegiadas as soluções que implicarem o acionamento dos mecanismos de mercado e permitirem a ocupação dos investimentos já existentes no setor de intermediação financeira.

No plano do setor público, não estando mais obrigado aos pesados dispêndios impostos pelos programas de investimento, existirão condições de iniciar uma reforma de suas finanças, saneando a dívida pública. Todavia esta reformulação será obstada pelos gastos requeridos para a sustentação das empresas implantadas ou expandidas no período 1974–1980. Por força desses dispêndios suas medidas de saneamento serão abrandadas tanto em seus efeitos na redução do déficit público quanto no combate à inflação.

O deslocamento da dívida pública para fora da área do Banco Central já uma das medidas estruturais requerida para essa reforma. O passo seguinte deve ser a redução do endividamento em ORTNs e a revisão do mecanismo da correção monetária e o da correção cambial. A solução almejada é a extinção desse índices, deixando a taxa nominal de juros ser fixada por negociação em mercado

Reduzindo o déficit do Tesouro e a atratividade, em termos de taxas e de correção, dos títulos públicos, fica obstruído o canal já esgotado de apoio sistemático ao setor financeiro. Como todo o setor financeiro encontra-se fortemente posicionado em Obrigações do Tesouro, a retração dos gastos públicos induzirá os intermediários a buscarem novas possibilidades de aplicação de seus recursos captados, com o que se estará obtendo ganhos substanciais, por melhoria na alocação de fundos na economia.

Removendo a garantia do setor financeiro de sempre poder repassar os fundos captados ao setor público, o setor financeiro será mais seletivo em suas operações passivas e mais agressivo na busca de novas alternativas de negócios, em suas operações ativas.

Os passos dados no sentido da reforma norteiam-se, fundamentalmente, pelo fortalecimento do sistema de mercado. O estágio de desenvolvimento da intermediação financeira no Brasil não requer, para esta empreitada, de novos investimentos substanciais em sua estrutura. Requer, no entanto, a reorientação dos fluxos financeiros e dos gastos públicos, no sentido de reativar as empresas que virão a ser demandantes de equipamentos produzidos nacionalmente e, para tanto, terá que se descentralizar para cobrir as extensas áreas pelas quais se espraiam as fronteiras da produção.

Entretanto, o fortalecimento do sistema de mercado bem como o combate à inflação não encontram, na atual fase da economia brasileira, condições propícias às suas consecuções. Fortalecer o sistema de mercado significa simplesmente deixar o mercado funcionar. Dado o nível de conglomeração do sistema financeiro, dificilmente iniciativas particulares, oriundas de outros setores da economia florecerão em atividades inovadoras no setor financeiro. O excesso de regulação sobre os intermediários e suas práticas de mercado, por seu turno, impedem que as instituições existentes reciclem suas atividades, buscando os campos de intermediação financeira que sejam adequados aos novos padrões de gastos da economia brasileira. E sobre todas essas dificuldades, dominando-as no mais das vezes, encontra-se o sistema de subsídios cujo principal malefício à economia é a fixação de patamares mínimos para a inflação. Dada a estrutura de contratos fixados com indexação subsidiada, ou com pré-fixação de índices, os agentes envolvidos nesses contratos serão agentes inflacionadores, uma vez que seus ganhos aumentam com a elevação da taxa de inflação e, com sua queda, poderão mesmo ir à falência.

Considerações Finais

A economia brasileira, enquanto sistema de mercado, presencia, hoje, uma desarticulação de suas atividades financeira e real. Este fato funciona como ponto de estrangulamento para a recuperação econômica, realimentando as pressões inflacionárias e aprofundando a recessão.

A forte concentração das decisões sobre o processo poupança-investimento

nas mãos do governo, por si só já seria bastante para gerar igual desintermediação no setor financeiro. Somando-se a isto a proliferação das restrições institucionais, fica este setor na iminência da *débâcle*, o que o leva ao distanciamento de seus propósitos alocacionais. Nesse clima de risco extremado, o giro financeiro cresce e com este advém o agravamento da inflação que se realimenta nas práticas especulativas generalizadas por todos os segmentos da economia.

A conjugação dos efeitos da inflação com a desorganização da estrutura de preços relativos e atuação autônoma do governo leva à completa obstrução do sistema de preços que deixa de sinalizar as prioridades econômicas ditadas pelo conjunto da sociedade. Nesse contexto de crescente incerteza sobre o futuro e de pouca transparência nos mercados, a tendência de todos os agentes econômicos é para a redução dos prazos de suas operações e para a não utilização dos instrumentos financeiros disponíveis.

Ao se depararem com grande nebulosidade nos mercados, os agentes superavitários e deficitários deixam de utilizar seus instrumentos de transferência de recursos, ao que se seguem limitações ao vulto dos empreendimentos e má orientação das aplicações econômicas.

Não há dúvidas, portanto, quanto à desejabilidade de uma mudança. Esta, no entanto, poderia advir do ajustamento ditado pelos agentes do mercado na busca de novos espaços para a intermediação financeira, ou da ação normativa do Estado, como tem sido, no mais das vezes, o caso das reformas na economia brasileira. A abertura para o setor financeiro encontrar seu próprio espaço é, em economias de mercado, a forma mais adequada de reverter a situação de crescente desintermediação financeira em que se encontra. Todavia, as manifestações explícitas nesse sentido não tem obtido o devido respaldo institucional, como se observou no caso das empresas de "factoring", por exemplo. As inovações, ao que tudo indica, não privilegiarão, ainda, os ditames do mercado, pelo menos no tocante à liberalização econômica.

Contudo, nenhuma reformulação do sistema financeiro deixará ao desabrigo aqueles setores e atividades produtivas que foram implementados ou expandidos durante o recente esforço de investimento. Assim, atuar ao nível da reciclagem de dívidas, do apoio gerencial e creditício às empresas com boas perspectivas de mercado, tanto de fatores, quanto de produtos, é uma área prioritária para a intermediação financeira. Nos mercados de títulos, a criação de novos instrumentos que permitam o acesso de empresas de distintos portes e o concurso de um mais amplo contingente de poupadores, aparece como o caminho a ser seguido.

O reestabelecimento de um padrão de intermediação financeira na economia brasileira com elevada eficiência é um requisito que, juntamente com o redirecionamento dos gastos públicos e uma realista negociação da dívida externa, podem propiciar a consumação da esperada reversão de expectativas, indispensável à retomada do crescimento econômico.

Bibliografia

BULHÕES, Octávio Gouvea de. À margem de um relatório: Texto das conclusões da Comissão Mista Brasileira-Americana de estudos econômicos (Missão Abbink). Rio de Janeiro, Financeiras S.A. 1950.

Comissão Econômica para a América Latina. O Desenvolvimento recente do sistema financeiro da América Latina, ensaio de interpretação econômica. *Coord. José Serra*. Rio de Janeiro, Paz e Terra. 1976.

CONTADOR, Paulo Davidoff. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. *In: Desenvolvimento capitalista no Brasil*. n. 2. São Paulo, Brasiliense. 1983.

CONTADOR, Cláudio Roberto. *Mercado de ativos financeiros no Brasil*. Rio de Janeiro, IBMEC. 1974.

CRUZ, Paulo Davidoff. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. *In: Descnvolvimento capitalista no Brasil*. n. 2. São Paulo, Brasiliense. 1983.

GOLDSMITH, R. *Financial structure and development*. New York, Yale University Press. 1969.

GUDIN, Eugênio. Rumos de política econômica, relatório apresentado à Comissão de Planejamento Econômico sobre a Planificação Brasileira – Circulação reservada. Rio de Janeiro, mar 1945.

GURLEY, John G. Hacia una teoría de las estructuras financeiras y el desarrollo económico. *In: Estructuras financieras y desarrollo económico*. Buenos Aires, Ed. del Instituto. 1968.

LAFER, Betty Mindlin. *Planejamento no Brasil*. São Paulo, Perspectiva, 1970.

LANGONI, Carlos Geraldo. *A economia da transformação*. Rio de Janeiro, José Olympio. 1975.

NEUHAUS, Paulo. *História monetária do Brasil – 1900-45*. Rio de Janeiro, IBMEC. 1975.

NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel de. *Crédito ao consumidor (Uma análise econômica)*. Rio de Janeiro, IBMEC. 1976.

REICHSTUL, Henri Philippe e COUTINHO, Luciano G. Investimento estatal – 1974-1980: Ciclo e Crise. *In: Desenvolvimento capitalista no Brasil*. n. 2. São Paulo, Brasiliense. 1983.

SIMONSEN, Roberto. O planejamento da economia brasileira. Réplica ao Sr. Eugênio Gudin, na Comissão de Planejamento Econômico. São Paulo. 1945.

_____. A planificação da economia brasileira. Parecer apresentado ao Conselho Nacional de Política Industrial e Comercial, 16 de agosto de 1944.

SOCHACZWSKI, Antonio Cláudio. Financial and economic development of Brazil, 1952-1968. London, The University of London. 1980 (mimeo).

TAVARES, Maria da Conceição. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. *In: Desenvolvimento capitalista no Brasil*. n. 2. São Paulo, Brasiliense. 1983.

ÍNDICE GERAL

Em ordem de apresentação dos artigos

1974
RBMEC nº 0 — **Página**

A intermediação no Mercado Financeiro e de Capitais: o papel das Instituições Financeiras — uma exposição diagramática — Graeme S. Dorrance 7
O Mercado de Ações e seu público nos Estados Unidos: uma análise comparada de resultados empíricos — José Luiz Melo 29
Imobilizações e reintegrações nas empresas de "leasing" — A. Lopes Sá . 57
A técnica ponto-figura: um estudo de adequação ao Mercado Brasileiro de Ações — Ivan Vicente J. de Miranda, Luiz Fernando Soares Brandão e Roberto da Cunha Campos 95
Alguns aspectos pragmáticos da tomada de decisão com especial referência ao mercado bursátil — Tércio Sampaio F. Júnior e Raymundo Magliano Filho 145
O Programa de Desenvolvimento de Mercado de Capitais da Organização dos Estados Americanos — Rolf Luders e José Pedro Ortiz 167

1975
RBMEC nº 1 — **Página**

Perfil dos investidores institucionais nos Estados Unidos — Moysés Glat 5
A participação acionária local nas subsidiárias de empresas multinacionais: o caso brasileiro — Walter L. Ness Jr. 37
Uma análise espectral dos movimentos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro — Claúdio R. Contador 67
A taxa de juros e a taxa de inflação: a contribuição de Fisher — Carlos Geraldo Langoni 95
Marketing de seguros: problemas de crescimento do mercado brasileiro de seguros — Paulo Pompéia Gavião Gonzaga 109
Métodos para análise de projetos e seu financiamento — Luiz Augusto de Bragança 129
A doutrina do crédito legítimo e o primeiro Banco Central brasileiro — Paulo Neuhaus 157

RBMEC nº 2 — **Páginas**

Tendências do processo de "disclosure" nos Estados Unidos — Robert H. Mundheim 181
O acionista e a Sociedade de Capital Aberto — Modesto Carvalhosa . . . 211

A estrutura do setor bancário no México, 1940-70 – Richard S. Eckaus 221
Mercados de Capitais eficientes: preços em equilíbrio sob condições de de risco – William F. Sharpe e Ney O. Brito 275
Gradualismo ou tratamento de choque: algumas simulações – Antonio Carlos Lemgruber 289
Um procedimento simples e exato para uma formulação especial do problema de seleção de carteiras – Clóvis de Faro e James V. Jucker . . 301

RBMEC nº 3 **Páginas**

Ações judiciais movidas por acionistas – Noyes E. Leech 333
Uma avaliação da regulação de "disclosure" sob a ótica dos economistas – Morris Mendelson 353
Tendências da política regulatória do Mercado de Capitais brasileiro – Horário de Mendonça Neto 373
Incentivos à reavaliação de ativos face à legislação brasileira e seus reflexos sobre a estimativa de estoques de capital físico – Rubem Novaes . . 389
Aspectos tributários do "leasing" – Arnold Wald 401
Um reexame da função consumo – Larry Sjaastad 421
O papel do Mercado de Capitais em uma economia de mercado – Karl Hauser 439
Fundamentos econômicos da regulação do mercado acionário – Irwin Friend 453

1976
RBMEC nº 4 **Páginas**

Correção monetária, expectativa de inflação e a demanda por ativos financeiros – Cláudio R. Contador 5
A evolução recente da regulação do Mercado de Capitais nos Estados Unidos – Nelson Laks Eizirik 25
A cooperativa de crédito como intermediário financeiro – Eirik G. Furubotn e Peter S. Rose 51
As opções de ajustamentos na balança comercial do Brasil – Edy Luiz Kogut 87
Títulos ocupacionais, fronteiras eficientes e equilíbrio no Mercado de Capitais – Ney O. Brito 105
A construção do melhor índice linear de preços de ações e de "commodities" – S. E. Hersom, C. Sutti e G. P. Szego 127
Códigos de investimentos estrangeiros: um estudo comparativo – Flávio Wanderley Lara 154

RBMEC nº 5 **Páginas**

Regulação do Mercado de Títulos nos Estados Unidos – Robert H. Mundheim 189
A evolução do Sistema de Mercado Central nós Estados Unidos – Robert H. Mundheim 217
Implicações da crescente participação dos investidores institucionais no mercado acionário – Irwin Friend 239
O encilhamento – Eulália Maria Lahmeyer Lobo 261
Política fiscal e política monetária – J. M. Gouvêa Vieira 303
A inflação mundial e os países em desenvolvimento – Harry G. Johnson 339

RBMEC nº 6 **Páginas**

A correção monetária e a concorrência dos bancos de investimento na captação da poupança privada – Walter L. Ness, Jr. 361
Uma nota sobre os aspectos econômicos do "leasing" – Paulo Neuhaus e Uriel de Magalhães 375
Considerações psicológicas acerca de alguns dados empíricos sobre o investidor em ações – Aroldo Rodrigues 385
A empresa multinacional como veículo de diversificação internacional: implicações para os países receptores de capital – Tamir Agmon e Donald Lessard 395
O papel das companhias de seguro no sistema financeiro norte-americano – Eirik G. Furubotn e Peter S. Rose 413
Regulação da indústria de títulos no Reino Unido – David Henry LeRoy-Lewis 455
Um critério de investimento sob racionamento de capital – Larry A. Sjaastad 489
Considerações sobre o financiamento das empresas – Octávio Gouvêa de Bulhões 503

1977
RBMEC nº 7 **Páginas**

Determinação de carteiras para Fundos Mútuos: aplicação de um modelo de programação de metas – Clóvis de Faro e José Paulo Teixeira . . . 5
Índices nacionais das Bolsas de Valores: metodologia e aspectos operacionais – Roberto da Cunha Campos e Jorge Thadeu Chaia de Sampaio 31
O capital usurário e o capital financeiro – Maria Bárbara Levy 47
"Disclosure", regulação e Betas: o Professor Friend e uma palavra de reflexão – Ney O. Brito 73
Mercados de Capitais e poupanças nacionais nos países em desenvolvimento – Nicholas Bruck 89
O investimento estrangeiro no Mercado de Capitais – Bonfim Viana . . . 101
Projeções e taxas de juros nos mercados de capitais: uma abordagem sobre a tomada de decisão para os tomadores – Richard Kolodny 117

RBMEC nº 8 **Páginas**

Algumas considerações sobre as sociedades coligadas e os grupos de sociedades na nova Lei das Sociedades Anônimas – Arnoldo Wald 155

Inflação esperada e o custo do seguro de vida – David Babbel 185
Dívida externa brasileira: projeções – Antonio Carlos Porto Gonçalves e Fernando de Albuquerque 219
Política, política econômica e capital estrangeiro no Brasil – As décadas de 30, 40 e 50 – Carlos von Doellinger 231
Endividamento e alavancagem – José Antonio Rodrigues 263
O papel das instituições financeiras de desenvolvimento da América Latina na mobilização de recursos nacionais – Nicholas Bruck e Jean-Michel Houde 287

RBMEC nº 9 **Páginas**

Controles do sistema bancário: uma análise gráfica – Hélio Oliveira Portocarrero de Castro 333
Dividendo obrigatório e participação de diretoria – Felix Ruiz Alonso 343
Determinantes de variância do retorno de ações no mercado brasileiro – Walter L. Ness, Jr. 355
A demanda bancária por reservas livres – Antonio Carlos Lemgruber . . 387
O Modelo Z de falência – uma análise retrospectiva e prospectiva – Edward I. Altman 401
A concentração do sistema bancário comercial brasileiro – Jairo Simon da Fonseca e Antonio Zoratto Sanvicente 433
O conteúdo de informações dos dados de contabilidade financeira: um exame de evidências empíricas – Robert S. Kaplan 457

1978
RBMEC nº 10 **Páginas**

O privilegiamento de informações e o caso Petrobrás – Horácio de Mendonça Netto e Nelson Laks Eizirik 7
Regulação de títulos de empresas no Reino Unido – Os méritos da autoregulação – Barry Alexander K. Rider e Elaina J. Hew 21
Eficiência informacional fraca de Mercados de Capitais sob condições de inflação – Ney O. Brito 63
Políticas de taxa de câmbio e fluxos de capital financeiro – Florian A. Alburo e Fred R. Glahe 87
Uma análise da correção monetária brasileira para ativos fixos – Richard P. Brief 109
O papel dos bancos de investimento como instituições de crédito a longo prazo – Alfredo Behrens 123
Sobre o caso Petrobrás (Notas e Comentários) – Helio O. Portocarrero de Castro 137
Comentário ao Anteprojeto sobre os Fundos 157 (Notas e Comentários) – Horácio de Mendonça Netto et alii 141
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maria Pires Maia 151
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Ivan Vernon Gomes Torres Júnior 155

Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 1) – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .

RBMEC nº 11 **Páginas**

Reflexões sobre o processo de modernização do mercado acionário no Brasil – Horácio de Mendonça Netto 169
Aplicadores em Fundos Fiscais 157: sua desinformação sobre o sistema 157 e seu desinteresse pelo Mercado de Ações – José Luiz Melo 183
Políticas setoriais de crédito e investimento – Maxwell J. Fry 199
Reforma financeira argentina: algumas reflexões – David Szyniak 225
Preço de emissão – Felix Ruiz Alonso 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 253
Valor de mercado do capital das Companhias Abertas brasileiras (Seção Especial) – CVM 283
Sobre a viabilidade de convivência de empresas independentes e conglomerados no setor financeiro (Notas e Comentários) – Helio O. Portocarrero de Castro 301
O Tribunal de Contas e as empresas privadas (Notas e Comentários) – Nelson Laks Eizirik 307
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maria Pires Maia e Gilda Parga Lassance de Oliveira 315
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariádna Bohomeletz Gaal 315
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 2) – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .

RBMEC nº 12 **Páginas**

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 – Cláudio 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
Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores – Algumas reflexões (Notas e Comentários) – Reginaldo Ferreira Pereira 491
Co-gestão, participação nos lucros e a Lei das S.A. (Notas e Comentá-

rios) – Vivaldo Vieira Barbosa 497
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira 505
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal 513
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 3) – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .

1979
RBMEC nº 13 **Páginas**

Auto-regulação: perspectivas após o "Caso Cepalma" – Nelson Laks Eizirik 7
A inter-relação histórica entre investimento estrangeiro e comércio exterior nas relações econômicas Brasil/Alemanha Ocidental – Carlos von Doellinger 29
A auto-regulação do ponto de vista de uma agência governamental de regulação – Irving M. Pollack 45
As Corretoras e o financiamento de Operações a Termo (Aspectos Jurídicos do problema) – Arnoldo Wald 61
Os antigos bancos mineiros – Fernando N. Costa 71
Análise das deficiências na formação de contadores no Brasil – Josir Simeone Gomes 89
"Commercial Paper" enquanto promotor de um maior grau de interação entre o sistema financeiro e o setor produtivo (Notas e Comentários) – Horácio de Mendonça Netto 101
Carimbo: Uma questão de ótica (Notas e Comentários) – Horácio de Mendonça Netto 109
O carimbo sob um enfoque legal (Notas e Comentários) – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomeletz Gaal 113
Auto-regulação: Novidade de 100 anos (Notas e Comentários) – Maria Bárbara Levy 121
A aquisição do controle acionário da Cia. Mineira de Eletricidade – Um caso polêmico (Notas e Comentários) – Luiz Leonardo Cantidiano . . . 125
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira 135
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal 143
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 4) – Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .

RBMEC nº 14 **Páginas**

O Sistema 157 depois da Resolução nº 470: um estudo empírico de seus efeitos sobre os aplicadores – José Luiz Melo 457
Observações sobre capitalização das empresas privadas no Brasil – Adroaldo Moura da Silva 193

Algumas considerações sobre taxas de juros no Brasil – Ailton Coentro Filho 213
Análise financeira das Sociedades Corretoras – 1970-74 – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 227
Teoria da disponibilidade de crédito e suas implicações – Marcos Fernandes Machado 273
Um método simplificado de composição de carteira ótima de ações – Reginaldo Ferreira Pereira 289
Empréstimos externos e política monetária no Brasil – Claudio L. S. Haddad 301
Comentários sobre o Anteprojeto da CVM / Registro de Companhias Abertas (Notas e Comentários) – Horácio de Mendonça Netto 329
Propriedade, controle e empresa pública (Notas e Comentários) – Helio O. Portocarrero de Castro 341
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira 342
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal 351
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 5) - Walter L. Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .

RBMEC nº 15 **Páginas**

Banco Múltiplo *versus* especialização no contexto de economias em desenvolvimento – Horácio de Mendonça Netto 377
Crédito ao consumidor: política de limitação dos juros contábeis e seus efeitos sobre a taxa de juros – Clóvis de Faro 385
Capital estrangeiro e o Estado no sistema bancário brasileiro, 1889/ /1930 – Steven Topik 395
A correção monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal – Arnoldo Wald 423
Bancos de Desenvolvimento e o Mercado de Ações – Pedro Carvalho de Mello e Marcos Fernandes Machado 441
Conseqüências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no Mercado de Valores Mobiliários (Seção Especial) – CVM 473
Comentários sobre a atividade regulatória e a definição de conceitos e práticas operatórias para as Sociedades Corretoras (Notas e Comentários) – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 489
O "Commercial Paper" (Notas e Comentários) – Denis Borges Barbosa . 495
Notas sobre a organização do Mercado Aberto no Brasil (Notas e Comentários) – Alkimar R. Moura 505
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maia Simoni e Gilda Parga Lassance de Oliveira 529
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Maria Cristina de Souza Barbosa e Ariadna Bohomoletz Gaal 531
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 6) – Walter Lee Ness, Jr. e Rosanne H. Rebelo da Silva . . . . . .

1980
RBMEC nº 16 **Páginas**

O "Caso Vale": alienação de ações de propriedade da União pelo Regime Especial da Lei nº 4.728/65 – Herculano Borges da Fonseca 4
As lições do "Caso Vale" – Nelson Laks Eizirik 12
Do regime legal da venda das ações de Sociedades de Economia Mista pertencentes à União Federal – Arnoldo Wald 27
Análise de desempenho das Sociedades de Investimento – D.L. 1401 – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 39
"Marketing" Financeiro: uma classificação para produtos bancários – Sérgio Proença Leitão 59
Resenha das teorias sobre o Mercado de Capitais com ênfase na análise Markoviana – Nelio D. Pizzolato 69
Testes preliminares de eficiência do Mercado de Ações brasileiro – Carlos José Muniz 80
Conflitos da política econômica: um comentário (Notas e Comentários) – Ailton Coentro Filho 96
Comentários ao Anteprojeto de Instrução da CVM que "Dispõe acerca do aumento de capital por subscrição de Ações e Registro de Distribuição de Ações mediante subscrição pública (Notas e Comentários) – Vários autores 99
Resenha sobre "Introdução ao Mercado de Capitais" (Resenhas) – Paulo Sérgio Wrobel 103
Resenha sobre "O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras" (Resenhas) – Ariadna Bohomoletz Gaal 105
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maia Simoni 107
Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Ariadna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 109
Análise conjuntural e financeira das Companhias Abertas – Walter Lee Ness, Jr. I

RBMEC nº 17 **Páginas**

A política econômico-financeira do Governo e três problemas cruciais: inflação, balanço de pagamentos e crise energética – Ernane Galvêas . . 119
A inflação e o símbolo monetário – Herculano Borges da Fonseca 132
A gestão monetária na formação do Estado Nacional – Maria Bárbara Levy e Ana Maria Ribeiro de Andrade 138
Características das empresas que utilizaram o Mercado Primário de Ações – Reginaldo Ferreira Pereira e Walter Lee Ness, Jr. 154
Crédito subsidiado no Brasil – 1967-79 – Marcos Fernandes Machado e Jane Maria Medeiros 172
Um estudo sobre as Financeiras no triênio 1965-67 – Júlio Sérgio G. de Almeida 189
Diversificação internacional de risco: uma questão em aberto – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 203
Grupos societários no Sistema Legal da Alemanha – Klaus J. Hopt . . . 221
O sistema de Mercado Central norte-americano – Norman S. Poser . . . 234
O Mercado Acionário e os Fundos Fiscais (Notas e Comentários) – Octávio Gouvêa de Bulhões 241
Regulamentação das aplicações das Fundações de Seguridade (Notas e Comentários) – Horácio de Mendonça Netto 243
Aspectos descritivos do Mercado Futuro de Ações (Notas e Comentários) – Luiz Felipe Lins 248
Companhia unipessoal: a subsidiária integral (Notas e Comentários) – Felix Ruiz Alonso 252
Análise empresarial e liquidez financeira (Notas e Comentários) – A. Lopes de Sá 257
Resenha sobre "Oferta pública de aquisição de ações" (Resenhas) – Liane Maia Simoni 264
Resenha sobre "Jurisprudência sobre Títulos de Crédito – Cheque" (Resenhas) – Álvaro Melo Filho 267
Legislação (Legislação e Jurisprudência) – Liane Maia Simoni 269
Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Nelson Laks Eizirik, Ariadna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 273
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas – Walter Lee Ness, Jr. e Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar . . . . . .

RBMEC nº 18 **Páginas**

A controvérsia dos conglomerados financeiros: o caso brasileiro – Ailton Coentro Filho 293
Evolução recente do Sistema Financeiro e a questão dos Conglomerados – Geraldo de Beauclair M. de Oliveira 309
Os imóveis como forma de investimento – Pedro Carvalho de Mello . . . 317
A influência do Mercado Futuro sobre o comportamento do Mercado à vista – Walter Lee Ness, Jr., Miguel Dirceu Fonseca Tavares e José Paulo Teixeira 331
A evolução recente do Mercado de Capitais para decisões estratégicas e regulatórias – Ney O. Brito e José C. Menezes 341
Os Valores Mobiliários brasileiros e a moderna Teoria Geral dos Títulos de Crédito – Waldirio Bulgarelli 365
Considerações sobre o Papel Comercial ("Commercial Paper") (Notas e Comentários) – Theóphilo de Azeredo Santos 379
Uma nota sobre o Mercado de Opções (Notas e Comentários) – Luiz Carlos da Rocha Paes 381
Breves considerações sobre a Cédula de Crédito Industrial (Notas e Comentários) – David A. de Souza 391
Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) – Nelson Laks Eizirik, Ariadna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 403
Companhias Abertas – Walter Lee Ness, Jr. e Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar I

1981
RBMEC nº 19 — **Páginas**

A experiência da correção monetária no Brasil: a realidade e o mito – Cláudio Roberto Contador 5
Debêntures com cláusula de correção monetária: uma discussão sobre sua viabilidade – Paul Beckerman 21
Relações, sistemas e intermediação financeiras – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 34
Divulgação de informações de natureza subjetiva: a experiência do direito norte-americano – Newton Sérgio de Souza 51
A Empresa Estatal em um regime liberal: o Banco do Brasil –1905/ /1930 – Steven Topik 70
Valor de Mercado do capital das Companhias Abertas brasileiras (Seção Especial) – CVM 85
Mercado Secundário de Debêntures: local adequado e pré-condições para seu desenvolvimento (Notas e Comentários) – Reginaldo Ferreira e Walter Lee Ness, Jr. 99
O "Caso Light" – Cisão e direito de recesso (Notas e Comentários) – Luiz Leonardo Cantidiano 106
Resenha sobre identificação e elaboração de projetos (Resenhas) – Pedro Carvalho de Mello 113
Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras (Legislação e Jurisprudência) – Nelson Laks Eizirik, Ariadna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 115
Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas – Walter Lee Ness, Jr. e Luiz Carlos Ducas Baptista de Aguiar I

RBMEC nº 20 — **Páginas**

Investidores instituicionais e Mercado a Futuro – Luiz Carlos da Rocha Paes 133
A grande empresa, o advogado e o Poder Judiciário – Aurélio Wander Bastos 145
A evolução recente da estrutura e administração financeira de bancos comerciais brasileiros – Ney O. Brito e Ricardo Fernandes Franco 155
A política de preços para o ouro – Paulo Nogueira Batista Jr. 175
Empresa Estatal e formulação de políticas públicas: como e por que? – Fernando Coutinho Garcia 185
Alcance da responsabilidade das Bolsas de Valores – Nelson Laks Eizirik 203
Resenha sobre Jurisprudência sobre Títulos de Crédito – Nota Promissória (Resenhas) – José Augusto Ustra 207
Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras (Legislação e Jurisprudência) – Nelson Laks Eizirik, Ariadna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 209

RBMEC nº 21 — **Páginas**

Considerações sobre os Fundos Mútuos de Renda Fixa no Brasil – Pedro Carvalho de Mello 229
Mercado Aberto e política monetária: a experiência brasileira recente – José Alfredo Lamy 243
Aumentos de capital via subscrição de ações como fonte de recursos para a empresa: a análise comparativa de custo – Reginaldo Ferreira Pereira e Walter Lee Ness, Jr. 271
As Seguradoras como investidores institucionais no Mercado de Capitais – José Paulo Teixeira 277
Retornos de escala em bancos comerciais: a experiência brasileira de 1978/1979 – Ney O. Brito e Ricardo Fernandes Franco 299
Mercado de Capitais e a identificação sistemática de projetos pelos Bancos de Desenvolvimento – Ralph von Gersdorff 315
Investimentos estrangeiros e a regulamentação das Sociedades de Investimento estrangeiro – D.L. 1401 – IBMEC 329
Mercado Futuro de Ativos Financeiros: uma nota técnica – Roberto da Cunha Castello Branco 332
IBMEC: Uma década de contribuições para o Mercado de Capitais – Ailton Coentro Filho 337
Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras – Liane Maia Simoni, Ariadna Bohomoletz Gaal e Maria Cristina Vieira de Souza 343

1982
RBMEC nº 22 — **Páginas**

Um balanço dos Incentivos Fiscais do D.L. 157: evolução, situação atual e aspectos críticos – Marcos Fernandes Machado 5
Uma análise dos efeitos da regulação sobre o Mercado Acionário Brasileiro – Geraldo Magella M. de Vasconcellos 29
A evolução do Mercado Futuro de Ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – Ney O. Brito e Mariamélia Lemos dos Santos 41
Mercado Futuro de Ações: sugestões para expansão (Seção Especial) – IBMEC 63
A Resolução 729, o Mercado Acionário e a Previdência Privada (Seção Especial) – IBMEC 71
Teoria e prática do capital (Notas e Comentários) – Octávio Gouvêa de Bulhões 83

RBMEC nº 23 — **Páginas**

Inovações financeiras: o caso do "Factoring" (Seção Especial) – IBMEC 93
Considerações sobre a política monetária brasileira: o caso do Banco do Brasil no período 1945/1960 – Moema Unis Benevides 101
A eficiência informacional fraca do Mercado à Vista da Bolsa de Valores

do Rio de Janeiro (1973-80) – Ney O. Brito e José Célio F. de Menezes . 119
Análise de projetos: ênfase na avaliação da garantia governamental – Luiz A. de Bragança 135
Aversão ao risco e diversificação ótima de produção – Ricardo Junqueira Lustosa 143
Fundos Mútuos e Fiscais: algumas considerações sobre a responsabilidade de seus administradores (Notas e Comentários) – Liane Maia Simoni 153
Limites superiores para a taxa de rentabilidade de um empreendimento – Clóvis de Faro 157

RBMEC nº 24 **Página**

Bolsa de "Commodities": Mercado Futuro – Eduardo Novo Costa Pereira 165
Construção e análise de fronteiras eficientes para a seleção de carteiras de investimentos – Octávio Manuel Bessada Lion 179
Determinação da taxa de rentabilidade de Letras de Câmbio – Clóvis de Faro 191
Opções sobre Ações – um novo componente para o desenvolvimento do Mercado de Capitais – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 201
As mudanças no compulsório dos bancos e o déficit público – Roberto Castello Branco 219
Uma análise de ações preferenciais resgatáveis como investimento (Notas e Comentários) – Luiz A. de Bragança 229
Fundações de Previdência Privada e Mercado de Valores Mobiliários (Notas e Comentários) – Luiz Carlos M. da Rocha Paes 235
Normas para divulgação de informações sobre os financiamentos de Companhias Abertas (Notas e Comentários) – Walter Lee Ness, Jr. . . . 243
Resenha sobre "A Guide to Financial Management" (Resenhas) – Carlos Augusto Rodrigues Costa 249

1983
RBMEC nº 25 **Páginas**

O comportamento do Mercado de Opções brasileiro – Miguel Dirceu Fonseca Tavares 5
Risco e retorno em algumas estratégias de investimento utilizando opções – Luiz Augusto de Bragança 41
A política econômica e a capitalização das empresas – Roberto Castello Branco 61
Distorções no desenvolvimento do Mercado de Debêntures no Brasil (Notas e Comentários) – Walter Lee Ness, Jr. 79
Modern Portfolio Theory and Investment Analysis (Resenhas) – Ricardo Junqueira Lustosa 89

RBMEC nº 26 **Páginas**

Os fatores que afetam o risco sistemático das Ações Preferenciais Conversíveis – Eurico J. Ferreira e LeRoy D. Brooks 99
O fracasso do liberalismo econômico no Cone Sul da América Latina – Larry A. Sjaastad 125
Crescimento e concentração de bancos comerciais no Brasil: o período 1964–1976 – Nelson Carvalheiro 153
Comissão de Valores Mobiliários (Notas e Comentários) – Paulo Cícero Lima Baptista 177

RBMEC nº 27 **Páginas**

Conglomerados Financeiros: análise de seu desempenho no Brasil, no período 1978/1981 – Luiz Antonio Perdigão 189
Rentabilidade dos Ativos Financeiros e inflação no Brasil (1977–1981) – Marcos Fernandes Machado 239
Integração Fiscal na Tributação de dividendos: análise de três proposições – Ricardo Junqueira Lustosa 271
Uma sugestão para um maior acesso do investidor às informações das Companhias Abertas (Notas e Comentários) – Iran Siqueira Lima 283

RBMEC nº 28 **Páginas**

Títulos de renda variável: aspectos fundamentais de avaliação – Luiz Augusto de Bragança 291
Efeitos das operações de Mercado Aberto sobre as reservas dos bancos comerciais brasileiros – Fernando T. R. do Val 299
O desenvolvimento e a integração dos mercados financeiros na América Latina – Nicholas Bruck 319
O Centro Financeiro Internacional do Rio de Janeiro – Reinaldo Gonçalves 329
Uma nova técnica sobre o efeito da correção monetária na capitalização das empresas (Notas e Comentários) – Domingos de Gouveia Rodrigues 339

RBMEC nº 29 **Páginas**

Cheques sem Fundos: uma abordagem teórica – Ubiratan Jorge Iorio de Souza 5
Generalizações do processo de projeção de resultados em inflação – Alexande Assaf Neto 25
Avaliação de preços teóricos de ações – Marcos Fernandes Machado . . 49
O comportamento macroeconômico e o desempenho setorial da indústria: 1970–83 – Domingos de Gouveia Rodrigues 65
Uma nota sobre o papel do especialista, carteira própria e conta-margem (Notas e Comentários) – Luiz Augusto de Bragança 89

RBMEC nº 30 — **Páginas**

Contrato de incentivo Governo–Empresa para projetos de desenvolvimento – Moisés Swirski e Moacir Sancovischi 95
O sistema misto de amortizações com prestações reais crescentes – Clóvis de Faro 117
A evolução das empresas não financeiras no Brasil no período 1975/82 – Domingos de Gouveia Rodrigues 137
A unicidade dos bancos comerciais – Fernando T. R. do Val 171

RBMEC nº 31 — **Páginas**

Efeitos da regulamentação econômica: o caso dos investidores institucionais – Antonio Carlos Figueiredo Pinto 191
O desempenho recente dos Fundos de Investimento – Ney Roberto Ottoni de Brito e Antonio Roberto Metello 221
Estrutura de Financiamento e investimento das empresas não financeiras no Brasil: 1978-82 – Domingos de Gouveia Rodrigues 257
Desestatização da poupança financeira e crescimento econômico: um comentário (Notas e Comentários) – Ubiratan Jorge Iorio de Souza . . . 281

RBMEC nº 32 — **Páginas**

Sistema financeiro nacional: uma avaliação sobre seu desempenho rete – Eduardo Novo Costa Pereira e Rosaline Phillips Marinho Nunes . . 293
A concentração bancária e a conglomeração financeira – Roberto Moreno Moreira 303
Mercado de Capitais e intervenção estatal no Brasil – Antonio Carlos Figueiredo Pinto 315
Dívida pública e financiamento do déficit público – Eduardo Novo Costa Pereira 321
Reforma bancária: uma das condições necessárias para o saneamento da economia brasileira – Ubiratan Jorge Iorio de Souza e Roberto Marcos Montezano 341
Trajetória para a reforma financeira – Miguel Dirceu Fonseca Tavares . 361

Em ordem alfabética por autor

Autor — **RBMEC nº**

AGMON, Tamir e LESSARD, Donald. A empresa multinacional como veículo de diversificação internacional: implicações para os países receptores de capital 6
ALBURO, Florian A. e GIAHE, Fred R. Políticas da taxa de câmbio e fluxos de capital financeiro 10
ALMEIDA, Julio Sérgio G. Um estudo sobre as financeiras no triênio 1965–67 17
ALONSO, Felix Ruiz. Dividendo obrigatório e participação de diretoria 9
———. Preço de emissão 11
———. Companhia unipessoal: a subsidiária integral 17
ALTMAN, Edward I. O Modelo Z de falência – uma análise retrospectiva e prospectiva 9
BABEEL, David. Inflação esperada e o custo do seguro de vida . . . 8
BAPTISTA, Paulo Cícero Lima. Comissão de Valores Imobiliários . 26
BARBOSA, Denis Borges. O commercial paper 15
BARBOSA, Maria Cristina de Souza e Gaal, Ariadna Bohomolez. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 11
———. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 12
———. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 13
———. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 14
———. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 15
———. O carimbo sob um enfoque legal 15
BARBOSA, Vivaldo Vieira. Co-gestão, participação nos lucros e a Lei das S. A. 12
BASTOS, Aurélio Wander. A grande empresa, o advogado e o Poder Judiciário 20
BATISTA Jr., Paulo Nogueira. A política de preços para o ouro . . 20
BECKERMAN, Paul. Debêntures com cláusula de correção monetária: uma discussão sobre sua viabilidade 19
BEHREN, Alfredo. O papel dos bancos de investimento como instituições de crédito a longo prazo 10
BENEVIDES, Moema Unis. Considerações sobre a política monetária brasileira: o caso do Banco do Brasil no período 1945–1960 . 23

BRAGANÇA, Luiz Augusto de. Métodos para análise de projetos e seu financiamento 1
_____. Análise de projetos: ênfase na avaliação da garantia governamental 23
_____. Uma análise de ações preferenciais resgatáveis como investimento 24
_____. Risco e retorno em algumas estratégias de investimento utilizando opções 25
_____. Títulos de renda variável: aspectos fundamentais de avaliação 28
_____. Uma nota sobre o papel do especialista, carteira própria e conta-margem 29
BRANCO, Roberto da Cunha Castello. Mercado futuro de ativos financeiros: uma nota técnica 21
BRIEF, Richard P. Uma análise da correção monetária brasileira para ativos fixos 10
BRITO, Ney O. Títulos ocupacionais, fronteiras eficientes e equilíbrio no mercado de capitais 4
_____. Disclosure, regulação e betas: o professor Friend e uma palavra de reflexão 7
_____. Eficiência informacional fraca de Mercados de Capitais sob condições de inflação 10
_____ e FRANCO, Ricardo Fernandes. A evolução recente da estrutura e administração financeira de bancos comerciais brasileiros 20
_____. Retornos de escala em bancos comerciais: a experiência brasileira de 1978–1979 21
_____ e MENEZES, José C. A eficiência informacional fraca do mercado à vista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (1973–80) 23
_____. A evolução recente do mercado de capitais para decisões estratégicas e regulatórios 18
_____ e NEVES, Antonio Roberto Metello. O desempenho recente de Fundos de Investimento 31
_____ e SANTOS, Mariamélia Lemos dos. A evolução do Mercado Futuro de ações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro . . 22
BRUCK, Nicholas. Mercados de Capitais e poupanças nacionais nos países em desenvolvimento 7
_____. O desenvolvimento e a integração dos mercados financeiros na América Latina 28
_____ e HOUDE, Jean-Michel. O papel das instituições financeiras de desenvolvimento da América Latina na mobilização de recursos nacionais 8
BULGARELLI, Waldirio. Os Valores Mobiliários brasileiros e a moderna teoria geral dos títulos de crédito 18
BULHÕES, Octávio Gouvêa de. Considerações sobre o financiamento das empresas 6

_____. O mercado acionário e os Fundos Fiscais 17
_____. Teoria e prática de capital 22
CAMPOS, Roberto da Cunha e SAMPAIO, Jorge Thadeu Chaia de. Índices nacionais das Bolsas de Valores: aspectos operacionais 7
CANTIDIANO, Luiz Leonardo. A aquisição do controle acionário da Cia. Mineira de Eletricidade – Um caso polêmico (Notas e Comentários) 13
_____. O "Caso Light" – Cisão e direito de recesso (Notas e Comentários) 19
CARVALHEIRO, Nélson. Crescimento e concentração de bancos comerciais no Brasil: o período 1964–1976 26
CARVALHOSA, Modesto. O acionista e a sociedade de capital aberto 2
CASTELLO BRANCO, Roberto. As mudanças no compulsório dos bancos e o déficit público 24
_____. A política econômica e a capitalização das empresas 25
CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de. Controles do Sistema bancário: uma análise gráfica 9
_____. Sobre o caso Petrobrás (Notas e Comentários) 10
_____. Sobre a viabilidade de convivência de empresas independentes e conglomerados no setor financeiro (Notas e Comentários) 11
_____. Propriedade, controle e empresa pública (Notas e Comentários) 14
COENTRO FILHO, Ailton. Algumas considerações sobre taxas de juros no Brasil 14
_____. Conflitos da política econômica: um comentário (Notas e Comentários) 16
_____. A controvérsia dos conglomerados financeiros: o caso brasileiro 18
_____. IBMEC: Uma década de contribuições para o Mercado de Capitais (Notas e Comentários) 21
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Valor de mercado do capital das companhias abertas brasileiras (Seção Especial) 11
_____. Conseqüências da existência de instituições financeiras exercendo atividades no Mercado de Valores Mobiliários (Seção Especial) 15
CONTADOR, Cláudio R. Uma análise espectral dos movimentos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 1
_____. Correção monetária, expectativa de inflação e a demanda por ativos financeiros 4
_____. Crescimento, ciclos econômicos e inflação: uma descrição do caso brasileiro 12
_____. A experiência da correção monetária no

Brasil: a realidade e o mito 19
COSTA, Carlos Augusto Rodrigues. Resenha sobre "A guide to financial management" 24
COSTA, Fernando N. Os antigos bancos mineiros 13
CVM. Valor de Mercado de Capitais das companhias abertas brasileiras 19
DO VAL, Fernando T. R. Efeitos das operações de Mercado Aberto sobre as reservas dos bancos comerciais brasileiros 28
_____. A unicidade dos bancos comerciais 30
DOELLINGER, Carlos Von. Política, política econômica e capital estrangeiro no Brasil – As décadas de 30, 40 e 50 8
_____. A interrelação histórica entre investimento estrangeiro e comércio exterior nas relações econômicas Brasil / Alemanha Ocidental 13
DORRANGE, Graeme S. A intermediação no mercado financeiro e de capitais: o papel das instituições financeiras – Uma exposição diagramática 0
ECKSAUS, Richard S. A estrutura do setor bancário no México, 1940–70 2
EIZIRIK, Nélson Laks. A evolução recente da regulação do Mercado de Capitais nos Estados Unidos 4
_____. O Tribunal de Contas e as empresas privadas (Notas e Comentários) 11
_____. Autoregulação: perspectivas após o "Caso Cepalma" 13
_____. As lições do "Caso Vale" 16
_____. Alcance da responsabilidade das Bolsas de Valores (Notas e Comentários) 20
_____, GAAL, Ariádna Bohomoletz e SOUZA, Maria Cristina Vieira de. Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 17
_____. Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 18
_____. Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e instituições financeiras 19
_____. Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e instituições financeiras 20
FARO, Clóvis de. Crédito ao consumidor: política de limitação dos juros contábeis e seus efeitos sobre a taxa de juros 15
_____. Limites superiores para a taxa de rentabilidades de um empreendimento (Notas e Comentários) 23
_____. Determinação da taxa de rentabilidade de Letras de Câmbio 24
_____. O sistema misto de amortizações com prestações reais crescentes (SIMC) 30
_____ e JUCKER, James V. Um procedimento simples e exato para uma formulação especial do problema de seleção de carteiras 2
_____ e TEIXEIRA, José Paulo. Determinação de carteiras para Fundos Mútuos: aplicação de um modelo de programação de metas 7
FERRAZ JR., Tércio Sampaio e MAGLIANO FILHO, Raymundo. Alguns aspectos pragmáticos da tomada de decisão com especial referência ao mercado bursátil 0
FERREIRA, Eurico J. e LeRoy D. Brooks. Os fatores que afetam o risco sistemático das ações preferenciais conversíveis 26
FONSECA, Herculano Borges da. O "Caso Vale": alienação de ações de propriedade da União pelo regime especial da Lei nº 4..728/65 16
_____. Inflação e o símbolo monetário 17
FONSECA, Jairo Simon da e SANVICENTE, Antonio Zoratto. A concentração do sistema bancário comercial brasileiro 9
FRIEND, Irwin. Fundamentos econômicos da regulação do mercado acionário 3
_____. Implicações da crescente participação dos investidores institucionais no mercado acionário 4
FURUBOTN, Eirik G. e ROSE, Peter S. A Cooperativa de Crédito como intermediário financeiro 4
FURUBOTN, Eirik G. e ROSE, Peter S. O papel das companhias de seguro no sistema financeiro norte-americano 6
_____. Fundos de pensão públicos e privados nos Estados Unidos: seu papel no desenvolvimento do Mercado de Capitais 11
FRY, Maxwell J. Políticas setoriais de crédito e investimento 11
GAAL, Ariádna Bohomoletz. Sobre "O Poder Judiciário e a Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras" . 16
_____, Maria Cristina Vieira de. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 16
GALVÊAS, Ernane. A política econômico-financeira do governo e três problemas cruciais: inflação, balanço de pagamentos e crise energética 17
GARCIA, Fernando Coutinho. Empresa estatal e formulação de políticas públicas: Como e Porquê? 20
GILL, David. Os mercados monetário e de capitais de economias em desenvolvimento – Uma argumentação em favor do planejamento 12
GLATT, Moysés. Perfil dos investidores institucionais nos Estados Unidos 1
GOMES, Josir Simeone. Análise das deficiências na formação de contadores no Brasil 13
GONÇALVES, Antonio Carlos Porto e ALBUQUERQUE, Fernando de. Dívida externa brasileira: projeções 8
GONÇALVES, Reinaldo. O Centro Financeiro Internacional do Rio de Janeiro 28

GONZAGA, Paulo Pompéia Gavião. Marketing de seguros: problemas de crescimento do mercado brasileiro de seguros 1
HADDAD, Claudio L. S. Empréstimos externos e política monetária no Brasil 14
HAUSER, Karl. O papel do Mercado de Capitais em uma economia de Mercado 3
HERSOM, S. E., SUTTI, C. e SZEGO, G. P. A construção do melhor índice linear de preços de ações e de commodities 4
HOPT, Klaus J. Grupos societários no sistema legal da Alemanha . . 17
IBMEC. Investimentos estrangeiros e a regulamentação das sociedades de investimento estrangeiro D. L. 1401 21
———. A Resolução 729, o mercado acionário e a previdência privada 22
———. Mercado futuro de ações: sugestões para expansão 22
———. Inovações financeiras: o caso do "Factoring" 23
JOHNSON, Harry G. A inflação mundial e os países em desenvolvimento 5
KAPLAN, Roberto S. O conteúdo de informações dos dados de contabilidade financeira: um exame de evidências empíricas 9
KOGUT, Edy Luiz. As opções de ajustamentos na balança comercial do Brasil 4
KOLODNY, Richard. Projeções de taxas de juros nos Mercados de Capitais: uma abordagem sobre a tomada de decisão para os tomadores 7
LAMY, José Alfredo. Mercado aberto e política monetária: a experiência brasileira recente 21
LANGONI, Carlos Geraldo. A taxa de juros e a taxa de inflação: a contribuição de Fisher 1
LARA, Flávio Wanderley. Códigos de investimentos estrangeiros: um estudo comparativo 4
LEECH, Noyes E. Ações judiciais movidas por acionistas 3
LEITÃO, Sérgio Proença. Marketing financeiro: uma classificação para produtos bancários 16
LEMGRUBER, Antonio Carlos. Gradualismo ou tratamento de choque: algumas simulações 2
———. A demanda bancária por reservas livres 9
LEROY-LEWIS, David Henry. Regulação da indústria de títulos no Reino Unido 6
LEVY, Maria Bárbara. O capital usuário e o capital financeiro 7
———. Novidade de 100 anos 13
——— e ANDRADE, Ana Maria Ribeiro de. A gestão monetária na formação do Estado Nacional 17
LIMA, Iran Siqueira. Uma sugestão para um maior acesso do investidor às informações das Cias. Abertas 28
LION, Octávio Manuel Bessada. Construção e análise de fronteiras eficientes para a seleção de carteiras de investimentos 24

LINS, Luiz Felipe. Aspectos Descritivos do Mercado Futuro de Ações 17
LOBO, Eulália Maria Lahmeyer. O encilhamento 5
LUDERS, Rolf e ORTIZ, José Pedro. O programa de desenvolvimento de Mercado de Capitais da Organização dos Estados Americanos 0
LUSTOSA, Ricardo Junqueira. Aversão ao risco e diversificação ótima da produção 23
———. Modern portfolio theory and investment analysis 25
———. Integração fiscal na tributação de dividendos: análise de três proposições 27
MACHADO, Marcos Fernandes. Teoria da disponibilidade de crédito e suas implicações 14
———. Um balanço de incentivos fiscais do D. L. 157: evolução, situação atual e aspectos críticos 22
———. Rentabilidade dos ativos financeiros e inflação no Brasil (1977–1981) 27
———. Avaliação de preços teóricos de ações 29
——— e MEDEIROS, Jane Maria. Crédito subsidiado no Brasil – 1967–79 17
MAIA, Liane Maria Pires. Legislação (Legislação e Jurisprudência) . 10
——— e OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de. Legislação e Jurisprudência) 11
MELO FILHO, Álvaro. Sobre "Jurisprudência sobre títulos de crédito – Cheque" 17
MELO, José Luiz. O Mercado de Ações e seu público nos Estados Unidos: uma análise comparada de resultados empíricos 0
———. Aplicadores em Fundos Fiscais 157: sua desinformação sobre o Sistema 157 e seu desinteresse pelo Mercado de Ações 11
———. O Sistema 157 depois da Resolução nº 470: um estudo empírico de seus efeitos sobre os aplicadores 14
MELLO, Pedro Carvalho de. Bancos estaduais de desenvolvimento: conflitos de objetivos e a estratégia de atuação regional 12
———. Os imóveis como forma de investimento 18
———. Resenha sobre identificação e elaboração de projetos 19
———. Considerações sobre os Fundos Mútuos de Renda Fixa no Brasil 21
——— e MACHADO, Marcos Fernandes. Banco de Desenvolvimento e o Mercado de Ações 15
MENDELSON, Morris. Uma avaliação da regulação de "disclosure" sob a ótica dos economistas 3
MENDONÇA NETTO, Horácio de. Tendências da política regula-

tória do Mercado de Capitais brasileiro 3
_____. Reflexões sobre o processo de modernização do mercado acionário no Brasil 11
_____. Commercial Paper enquanto promotor de um maior grau de interação entre o sistema financeiro e o setor produtivo (Notas e Comentários) 13
_____. Carimbo: uma questão de ótica (Notas e Comentários) 13
_____. Comentários sobre o Anteprojeto da CVM / Registro de Companhias Abertas (Notas e Comentários 14
_____. Banco múltiplo versus especialização no contexto de economistas em desenvolvimento 15
_____. Regulamentação das aplicações das Fundações de Seguridade (Notas e Comentários) 17
_____ e EIZIRIK, Nélson Laks. O privilegiamento de informações e o "Caso Petrobrás" 10
_____ et alii. Comentário ao Anteprojeto sobre os Fundos 157 (Notas e Comentários) 10
MIRANDA, Ivan Vicente Janvrot de, CAMPOS, Roberto da Cunha e BRANDÃO, Luiz Fernando Soares. A técnica ponto-figura: um estudo de adequação ao Mercado Brasileiro de Ações no Brasil . . . 0
MOREIRA, Roberto Moreno. A concentração bancária e a conglomeração financeira 32
MOURA, Alkimar R. Notas sobre a organização do Mercado Aberto no Brasil (Notas e Comentários) 15
MUNDHEIM, Robert H. A evolução do sistema de Mercado Central nos Estados Unidos 5
_____. Regulação do Mercado de Títulos nos Estados Unidos 5
MUNIZ, Carlos José. Testes preliminares de eficiência do Mercado de Ações Brasileiro 16
NESS JR., Walter L. A correção monetária e a concorrência dos bancos de investimento na captação de poupança privada 6
_____. Determinantes de variância do retorno de ações no Mercado brasileiro 9
_____. A empresa estatal no Mercado de Capitais . . 12
_____ e Silva, Rosanne H. Rebelo da. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 1) . . . 10
_____. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 2) 11
_____. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 3) 12
_____. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 4) 13
_____. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 5) 14

_____. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas (Suplemento nº 6) 15
_____. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas 16
_____ e AGUIAR, Luiz Carlos Ducas Baptista de. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas 17
_____ e FERREIRA, Reginaldo Pereira. Características das empresas que utilizaram o Mercado Primário de Ações . . . 17
_____ e AGUIAR, Luiz Carlos Ducas Baptista de. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas 18
_____, TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca e TEIXEIRA, José Paulo. A influência do Mercado Futuro sobre o comportamento do Mercado à Vista 18
_____ e AGUIAR, Luiz Carlos Ducas Baptista de. Análise conjuntural financeira das Companhias Abertas 19
_____. Normas para divulgação de informações sobre os financiamentos de Companhias Abertas 24
_____. Distorções no desenvolvimento do Mercado de Debêntures no Brasil 25
NETO, Alexandre Assaf. Generalizações do processo de projeção de resultados em inflação 29
NEUHAUS, Paulo e MAGALHÃES, Uriel de. Uma nota sobre os aspectos econômicos do "leasing" 6
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 12
_____. Evolução recente do sistema financeiro e a questão dos conglomerados 18
PAES, Luiz Carlos da Rocha. Uma nota sobre o Mercado de Opções 18
_____. Investidores institucionais e Mercado a Futuro 20
PERDIGÃO, Luiz Antonio. Conglomerados financeiros: análise de seu desempenho no Brasil, no período 1978–1981 27
PEREIRA, Eduardo Novo Costa. Bolsa de "Commodities": Mercado Futuro 24
_____. Dívida pública e financiamento do déficit público 32
_____, NUNES, Rosaline Phillips Marinho. Sistema financeiro nacional: uma avaliação sobre seu desempenho recente 32
PEREIRA, Reginaldo Ferreira. Os Fundos de Pensão nas Bolsas de Valores – algumas reflexões 12
_____. Um método simplificado de composição de carteira ótima de ações 14
_____ e NESS JR. Walter Lee. Mercado secundário de debêntures: local adequado e pré-condições para seu

desenvolvimento 19
———. Aumentos de capital via subscrição de ações como fonte de recursos para a empresa: a análise comparativa de custos 21
PINTO, Antonio Carlos Figueiredo. Efeitos da regulamentação econômica: o caso dos investidores institucionais 31
———. Mercado de Capitais e intervenção estatal no Brasil 32
PIZZOLATO, Nelio D. Resenha das teorias sobre o Mercado de Capitais com ênfase na análise Markoviana 16
POLLACK, Irving M. A autoregulação do ponto de vista de uma agência governamental de regulação 13
POSER, Norman S. O sistema de Mercado Central norte-americano 17
RIDER, Barry Alexander K. e HEW, Elaina J. Regulação de títulos de empresas no Reino Unido – Os méritos da autoregulação 10
ROCHA PAES, Luiz Carlos M. da. Fundações de previdência privavada e Mercado de Valores Mobiliários 24
RODRIGUES, Aroldo. Considerações psicológicas acerca de alguns dados empíricos sobre o investidor em ações 6
RODRIGUES, Domingos de Gouveia. Uma hova técnica sobre o efeito da correção monetária na capitalização das empresas 28
———. O comportamento macroeconômico e o desempenho setorial da indústria: 1970–1983 29
———. Estrutura de financiamento e investimento das empresas não-financeiras no Brasil: 1978–1982 31
———. A evolução das empresas não financeiras no Brasil 30
RODRIGUES, José Antonio. Endividamento e alavancagem 8
SÁ, A. Lopes de. Análise empresarial e liquidez financeira 17
SANTOS, Theóphilo de Azeredo. Considerações sobre Papel Comercial (Commercial Paper) 18
SILVA, Adroaldo Moura da. Observações sobre capitalização das empresas privadas no Brasil 14
SIMONI, Liane Maia. Legislação (Legislação e Jurisprudência) 16
———. Legislação (Legislação e Jurisprudência) 17
———. Resenha sobre "Oferta pública e aquisição de ações" 17
———. Fundos Mútuos e Fiscais: algumas considerações sobre a responsabilidade de seus administradores 23
———, GAAL, Ariádna Bohomoletz e SOUZA, Maria Cristina Vieira de. Jurisprudência sobre Sociedades Anônimas e Instituições Financeiras 21
———, OLIVEIRA, Gilda Parga Lassance de. Legislação (Legislação e Jurisprudência) 12
———. Legislação (Legislação e Jurisprudência) 13
———. Legislação (Legislação e Jurisprudência) 14
———. Legislação (Legislação e Jurisprudência) 15

SJAASTAD, Larry A. Um critério de investimento sob racionamento de capital 6
———. O fracasso do liberalismo econômico no Cone Sul da América Latina 26
SOUZA, David A de. Breves considerações sobre a Cédula de Crédito Industrial 18
SOUZA, Newton Sérgio de. Divulgação de informações de natureza subjetiva: a experiência do direito norte-americano 19
SOUZA, Ubiratan Jorge Iorio de. Cheques sem fundos: uma abordagem teórica 29
———, MONTEZANO, Roberto Marcos Reforma bancária: uma das condições necessárias para o saneamento da economia brasileira 32
———. Desestatização da poupança financeira e crescimento econômico: um comentário 31
SWIRSKI, Moisés e SANCOVISHI, Moacir. Contrato de incentivo governo-empresa para projetos de desenvolvimento 30
SZYNIAK, David. Reforma financeira argentina: algumas reflexões 11
TAVARES, Miguel Dirceu Fonseca. Estrutura do mercado das sociedades corretoras 12
———. Análise financeira das sociedades corretoras – 1970/74 : 14
———. Comentários sobre a atividade regulatória e a definição de conceitos e práticas operatórias para as sociedades corretoras 15
———. Análise de desempenho das sociedades de investimento – D. L. 1.401 16
———. Diversificação internacional de Risco: uma questão em aberto 17
———. Relações, sistemas e intermediações financeiras 19
———. Opções sobre ações – um novo componente para o desenvolvimento do Mercado de Capitais . 24
———. O comportamento do Mercado de Opções brasileiro 25
———. Trajetória para a reforma financeira 32
TEIXEIRA, José Paulo. As seguradoras como investidores institucionais no Mercado de Capitais 21
TOPIK. Steven. Capital estrangeiro e o Estado no sistema bancário brasileiro, 1889–1930 15
———. A empresa estatal em um regime liberal: o Banco do Brasil – 1905/1930 19
TORRES JÚNIOR, Ivan Vernon Gomes. Extratos de Jurisprudência (Legislação e Jurisprudência) 10
USTRA, José Augusto. Resenha sobre Jurisprudência sobre títulos de crédito – Nota Promissória 20

VÁRIOS AUTORES. Comentários ao Anteprojeto de Instrução da CVM que "Dispõe acerca do aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública" 16
VASCONCELLOS, Geraldo Magella. Uma análise dos efeitos da regulação sobre o mercado acionário brasileiro 22
VIANA, Bomfim. O investimento estrangeiro no Mercado de Capitais 7
VIEIRA, J. M. Gouvêa. Política fiscal e política monetária 5
VON GERSDORF, Ralph. O Mercado de Capitais e a identificação sistemática de projetos pelos bancos de desenvolvimento 21
WALD, Arnoldo. Algumas considerações sobre as Sociedades Coligadas e os grupos de Sociedades na Nova Lei das Sociedades Anônimas 8
_____. As Corretoras e o financiamento de Operações a Termo (Aspectos jurídicos do problema) 13
_____. A correção monetária na Jurisprudência do Supremo Tribunal Federal 15
_____.Do regime legal de venda das ações de sociedades economia mista pertencentes à União Federal 16
WRÖBEL, Paulo Sérgio. Sobre "Introdução ao Mercado de Capitais 16

N.Cham. **332.678 1 P**
Autor
Título Revista brasileira de mercado de capitais

v.10, n.32, out. 1984 PUC-Rio - PUCB 00205237

Fotolito, Impressão e Acabamento
GRAPHOS
Rua Santo Cristo, 70/78 — Tel.: 223-1272