

Nº 301

ISSN 0104-8910

***SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: DIAGNÓSTICO E
REFORMAS REQUERIDAS***

***Rubens Penha Cysne
Lauro Flávio Vieira de Faria***

Março de 1997

Sistema Financeiro Brasileiro: Diagnóstico e Reformas Requeridas

Rubens Penha Cysne**
Lauro Flávio Vieira de Faria***

Fevereiro de 1997

Endereços para Contato:

Rubens Penha Cysne
Escola de Pós Graduação em Economia da
Fundação Getulio Vargas
Praia de Botafogo 190, 11o. andar, Sala 1124
Rio de Janeiro - RJ - Brasil
Diretoria de Pesquisa

Telefone: 55-21-552-5099

Fax: 55-21-536-9409

e-mail:

rubens@fgvrj.br

Lauro Flávio Vieira de Faria
IBRE / CECON
Fundação Getulio Vargas
Praia de Botafogo 190, 9º andar, Sala 923
Rio de Janeiro - RJ - Brasil

Telefone: 55-21-536-9299

Fax: 55-21-551-2799

e-mail:

laurof@fgvrj.br

RESUMO

Este trabalho objetiva prover um diagnóstico do sistema financeiro brasileiro atual, sugerindo algumas medidas corretivas dos problemas de origem estrutural e conjuntural do mesmo.

** Rubens Penha Cysne é Diretor de Pesquisa da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas e Pesquisador do Centro de Estudos de Reforma do Estado.

*** Lauro Flávio Vieira de Faria é Redator Chefe da Revista Conjuntura Econômica e ex-Superintendente de Projetos e Estudos Econômicos da CVM. Este trabalho deriva de trabalho anterior efetuado para o BID, e compõe o conjunto de trabalhos do Centro de Estudos de Reforma do Estado da EPGE/FGV.

ÍNDICE

I - Aspectos Macroeconômicos do Sistema Financeiro

I.1 - Introdução

I.2 - Ajuste Fiscal Retardado, Inadimplência e Ineficiência Econômica

I.3 - Redução dos Gastos Públicos e Recuperação do Crédito do Governo: A Solução de Menor Distorção

II - Poupança, Investimento e Desenvolvimento Econômico

II.1 - Evolução da Poupança Brasileira por Setor

II.2 - Conclusões sobre a Poupança no Brasil

II.3 - Investimento e Desenvolvimento Econômico

III - Reformas Institucionais, de Regulação e de Supervisão do Sistema Financeiro Brasileiro

III.1 - Performance do Sistema Financeiro Brasileiro

III.2 - Reformas Necessárias na Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro

IV - Reformas dos Bancos Estaduais e Federais

V - O Mercado de Capitais

V.1 - Evolução Recente do Mercado de Capitais no Brasil

V.2 - Análise por Mercados: Primário de Ações, Primário de Debêntures e Notas Promissórias e Secundário de Ações

V.3 - Tributação no Mercado de Capitais

V.4 - Papel dos investidores institucionais

V.5 - Perda de efetividade da CVM

VI - Integração Internacional do Sistema Financeiro Brasileiro

Índice de Tabelas

Tabela I.1 - Evolução do Índice de Inadimplência Após o Plano Real

Tabela II.1 - Taxas Médias de Poupança no Brasil tomadas em relação ao PIB

Tabela II.2 - Poupança do Governo como % do PIB (calculada com juros reais)

Tabela II.3 - Brasil: Investimento, Contas Externas e Déficit Público

Tabela IV.1 - Participação da Remuneração dos Assalariados das Instituições Financeiras Públicas e Privadas na Remuneração dos Assalariados do Setor Financeiro

Tabela IV.2 - Participação das Instituições Financeiras Públicas e Privadas no PIB

Tabela IV.3 - Rede de Atendimento - Pontos de Atendimento (Agências + Pabs)

Tabela V.1 - Volume de Negócios nas Bolsas de Valores (US\$ milhões)

Tabela V.2 - Mercado de Ações: Rentabilidades Reais Comparadas

Tabela V.3 - Emissões de Ações (US\$ milhões)

Tabela V.4 - Emissões de Debêntures (US\$ milhões)

Tabela V.5 - Indicadores de Mercado de Ações de Países Selecionados (US\$ milhões)

Tabela V.6 - Estoque de Cias abertas

Tabela V.7 - Concentração de Negócios no Mercado Secundário de Ações

Tabela V.8 - Cinquenta ações mais negociadas no mercado a vista

Tabela V.9 - CVM: Indicadores Administrativos

I - Aspectos Macroeconômicos Recentes da Economia Brasileira

I.1 Introdução

O sistema financeiro brasileiro precisa caminhar na direção de maior autonomia de uma agência controladora de moeda, de uma supervisão bancária mais eficiente (preventiva) e auto-efetivada pelo mercado, de menor regulação, da existência de mecanismos privados mais tecnicamente defensáveis de seguro depósito, de um aumento da parcela do crédito alocada por mecanismos de mercado, de redução da cunha fiscal e de menores taxas de recolhimento compulsório sobre depósitos, de uma dívida pública mais facilitadora da política monetária (o que envolve alongamento de seu perfil e menor utilização de títulos vinculados ao juro de curto prazo), bem como de um mercado de capitais mais ativo e menos concentrado (seja em termos das ações ou dos acionistas).

Para isto, há uma série de reformas a serem feitas. Do ponto de vista institucional, a primeira delas consiste em alterar-se, através de emenda à Constituição de 1988, o seu artigo 192, que define a necessidade de uma Lei Complementar de Reforma do Sistema Financeiro. A nova redação deste parágrafo deve excluir a necessidade de se tabelarem os juros reais a 12% e excluir a necessidade de as disponibilidades do Tesouro Nacional serem depositadas no Banco Central. A Lei Complementar continua sendo necessária, por exemplo, para se determinarem as condições de acesso do capital estrangeiro ao sistema financeiro brasileiro, bem como para prover maior autonomia a alguma agência controladora de moeda e à CVM. Boa parte da legislação, entretanto, pode e deve ser remetida a Lei Ordinária.

Como condição básica para que o sistema financeiro brasileiro desempenhe a contento suas funções, entretanto, continua-se colocando a necessidade premente de ajuste das contas públicas, que se deterioraram substancialmente ao longo de 1995 e 1996. Sem isto, o Banco Central continuará se vendo endogenamente obrigado a continuar regulando e operando para prover crédito mais barato para o governo. O “crowding out” do setor privado tem se dado tanto na ponta de captação quanto na ponta de empréstimos. O elevado *spread* entre as taxas de captação e empréstimos dificulta a intermediação financeira bancária, reduzindo ao mesmo tempo poupança e investimento e as taxas de crescimento da economia.

Um ponto importante a se discutir é a questão do financiamento da infra-estrutura nacional como um todo, tendo em vista a necessidade de retomada do processo de desenvolvimento. Levando-se em consideração o preço relativo dos bens de capital, observa-se que entre 1971 e 1982 a formação bruta de capital fixo no Brasil equivalia a 21,6% do PIB. Entre 1983 e 1988 este valor caiu a 17,2% do PIB. Mais recentemente, entre 1989 e 1994, a formação bruta de capital fixo situou-se em minguados 14,8% do PIB. Nos três períodos as taxas médias de crescimento do PIB foram, respectivamente, de 6,4% entre 1971 e 1982, 3,4% entre 1983 e 1988 e 1,1% entre 1989 e 1994. Para voltar a crescer a níveis razoáveis, deve-se providenciar a imediata retomada dos investimentos. Para isto é preciso expectativas favoráveis e financiamento. As expectativas serão favoráveis na medida em que se encaminhem positivamente as reformas previdenciária, administrativa e tributária. Resta garantir fontes de financiamento para os investimentos, o que deve se dar pela retomada da poupança pública e privada.

Para este fim, as variáveis de controle mais próximas são a reforma da Previdência, a privatização, a redução ou eliminação do IOF (Imposto Sobre Operações Financeiras) nas operações que não caracterizem uma “*interest equalization tax*”, o desenvolvimento de fontes privadas de crédito de longo prazo e uma maior estabilidade das regras do jogo econômico. No médio prazo é fundamental proverem-se efetivos meio de desenvolvimento do mercado de capitais. A reforma da Previdência (incluindo a reestruturação das EFPP) e a privatização permitem o incremento da poupança pública e privada. As demais medidas citadas objetivam garantir a sua eficiente alocação em projetos que requerem longo tempo de maturação.

Em primeiro lugar é preciso recuperar a poupança do governo, que tem se apresentado negativa nos últimos anos. A poupança do governo (calculada com juros reais) passou de 6,4% do PIB entre 1970 e 1974 para -1,9% do PIB entre 1990 e 1994. A queda, da ordem de 8,3 pontos percentuais do PIB, foi contínua, tendo em vista os valores de 5,3% entre 1975 e 1979, 2,0% entre 1980 e 1984, e -1,2% do PIB entre 1985 e 1989.

É interessante observar-se como a queda da poupança do governo na década de 70 para o período de 1990-1994 (de 6,0% do PIB para -1,9% do PIB) praticamente equívale à queda da formação bruta de capital no mesmo período (de 21,6% do PIB para algo próximo a 14,8% do PIB).

A variável de controle mais imediata para se recuperar a poupança pública é a privatização das estatais federais e estaduais. A rentabilidade média da União como detentora de participações majoritárias em empresas estatais entre 1988 e 1994 foi de apenas 0,4% sobre o capital investido. Ao final de 1994, a União possuía R\$ 88 bilhões de capital em participações acionárias de empresas estatais. A venda destas ações com respectiva recompra da dívida, trabalhando-se com uma taxa de juros da ordem de 20% ao ano, geraria uma economia líquida anual da ordem de 2,0% do PIB, com igual acréscimo de poupança do governo. Trata-se este de um limite superior, já que neste capital incluem-se empresas dificilmente privatizáveis, dadas as dificuldades políticas. Este *upperbound*, contudo, pode ser mais aproximado com a privatização também das estatais estaduais.

Outra forma de majorar-se a poupança pública, politicamente mais complicada, mas de grande impacto, se dá através da reforma da Previdência. Não uma reforma superficial como aquela proposta pelo governo no Congresso Nacional ao início de 1996. Mas sim uma reforma ampla ao estilo chileno, ao menos em parte regida pelo mecanismo de capitalização. O governo pediu pouco e cedeu muito na negociação do atual projeto de reforma. Muito mais adequado teria sido propor um projeto mais ambicioso, ainda que correndo o risco de ser taxado de pouco prático, para depois negociar alterações no Congresso.

A reforma previdenciária é importante não apenas por permitir a recuperação da poupança do governo, após a difícil fase de transição do regime antigo para o novo regime (que pode ser aliviada instituindo-se um sistema misto)¹, mas também por incentivar a poupança privada.

A despesa do governo federal com o INSS e os inativos da União passou de 4% do PIB em 1989 a 7,8% do PIB em 1995, em boa parte devido aos aumentos de benefícios estipulado pela Constituição de 1988. A volta dos gastos com previdência aos níveis de 1988 permitiria ao governo um acréscimo

¹ Em recente artigo na revista Business Week de 13 de outubro de 1996, Gary Becker aponta as reformas previdenciárias do Chile e da Argentina como exemplos a serem seguidos pelos EUA e outros países industrializados. Becker chama a atenção para o fato de que a transição na Argentina não foi difícil quanto se esperava devido ao fato de o novo sistema ser muito mais eficiente e também de passar a incorporar trabalhadores que se situavam na economia informal.

de poupança da ordem de R\$ 22 bilhões. Pode-se imaginar o que isto não representaria para o país, em termos de crescimento, se aplicado em educação.

Em adição, como se observa pela experiência chilena, a reforma da Previdência, quando efetuada seriamente, implica em elevado incremento da poupança privada. O Chile logrou aumentar a sua taxa de poupança de 13,8% do PIB em 1987, quando a reforma previdenciária foi implantada, para 21,2% em 1994.

Outras variáveis constantes, o que inclui a redução dos desperdícios com alguns bancos estaduais, uma reforma ampla da Previdência e privatizações generalizadas no setor público permitiriam aumentar suficientemente a taxa interna de poupança para um crescimento sustentado que implicasse uma majoração contínua e razoável da renda per capita.

Visando a analisar detalhadamente cada um destes pontos assinalados, este trabalho se divide em mais cinco seções, além desta inicial. A atual seção objetiva chamar a atenção para o excesso de gastos do governo na fase pós-Real e a relutância do setor privado em fornecer-lhe crédito (o que se comprova pelo nível das taxas de juros e pelo perfil da dívida pública). Um plano de estabilização que se inicie sem prover as condições para que estes problemas básicos possam ser ao menos em parte solucionados introduz uma série de distorções na economia, que poderiam ser evitadas em caso contrário.

Na segunda seção, objetiva-se avaliar o desempenho do sistema financeiro brasileiro em termos de uma de suas funções básicas no longo prazo: possibilitar a formação de taxas de poupança que viabilizem o crescimento do país. Para aumentar as taxas de poupança, é preciso em primeiro lugar que o governo reassuma o papel de poupador que apresentou desde a década de trinta até o início da década de 80. No que diz respeito à poupança privada, é fundamental, dentre outras medidas, que se estabeleça maior estabilidade das regras do jogo econômico, evitando-se uma série de surpresas que têm penalizado periodicamente o poupador que se submete às normas brasileiras.

A seção III trata das reformas necessárias na regulação e supervisão do sistema financeiro. Inicia-se por uma avaliação crítica do sistema financeiro na concepção de suas tarefas básicas. Passa-se em seguida à sugestão de um conjunto de medidas visando a uma maior eficiência nas áreas de regulação e supervisão da intermediação financeira.

A seção IV aborda a difícil questão dos bancos estaduais, problema encaminhado mas ainda não solucionado no governo atual.

A seção V analisa de reforma extensiva todos os problemas relacionados ao mercado de capitais no Brasil. A abordagem por mercados (debêntures, emissão primária de ações, notas promissórias e o mercado secundário de ações) permite a identificação precisa de cada um dos impedimentos ao crescimento desta importante fonte de capitalização para as empresas.

Por último, a seção VI analisa a integração internacional do sistema financeiro brasileiro.

I.2. Ajuste Fiscal Retardado, Inadimplência e Ineficiência Econômica

O Plano Real foi introduzido oito anos após o início de uma fase de experimentalismo que se iniciou com o Plano Cruzado, em 1986, para depois passar pelo Cruzado Novo (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989), Plano Collor I (1990) e Plano Collor II (1991). Nesta fase de experimentalismo, o país passou por um verdadeiro cataclisma legislativo na área econômica, onde proliferaram tablitais, modificações de vetores de preço para cálculo de índices de correção monetária, controles de preços e/ou salários, mudanças de regime monetário, congelamento de ativos financeiros, confisco de correção monetária etc.

O Fundo Social de Emergência foi apresentado à nação em 1994 como a base do ajuste fiscal necessária à introdução do Plano Real. Sua reduzida amplitude demonstra que o Plano Real seguiu mais o calendário político, e menos o calendário técnico. Desde o Plano Cruzado (1986) o país parece já ter aprendido que desindexação apenas não estabiliza os preços. Mas ainda não aprendeu como realizar rapidamente reformas de base em um ambiente democrático.

O calendário político predominou sobre o técnico por dois motivos:

- i. morosidade executiva na concepção, submissão e aprovação de reformas significativas (leia-se, mais do que apenas defensivas em relação à Constituição de 1988) pelo Congresso ⁽¹⁾ ⁽²⁾ e,
- ii. falta de alternativa na época anterior à eleição presidencial, dado que a inflação alta favorecia a oposição então existente, identificada como uma esquerda radical. A necessidade política de se antecipar a desindexação ao calendário de reformas era premente.

Pelo calendário técnico as reformas constitucionais já deveriam estar ao menos plenamente delineadas, para submissão ao Congresso, quando da execução da desindexação. A evolução do Plano Real mostra que o calendário técnico não foi seguido. Isto aumentou os custos do combate à inflação (o que não implica que o saldo líquido de longo prazo não possa ser positivo), devido à instabilização da economia.

No segundo semestre de 1995 houve grande instabilidade da política creditícia. Embarcou-se em uma onda consumista baseada em crédito fácil (embora embutindo uma taxa de juros altíssima para os padrões internacionais). Os consumidores parecem ter esquecido que, embora o valor das prestações fosse fixo, os rendimentos nominais não mais aumentariam como antes. Em adição, o crescimento residual dos preços (principalmente dos serviços) implicou um resíduo cada vez menor do salário para saldar as prestações. O resultado foi o aumento da inadimplência e todas as suas desagradáveis consequências sobre a saúde do sistema financeiro. O sistema financeiro demonstrou claramente que, após anos de convivência com elevadas receitas de *floating*, não dispunha ainda de mecanismos satisfatórios de análise de crédito para fazer frente ao necessário aumento de receitas com esta atividade. A tabela abaixo permite uma visualização da evolução da inadimplência no sistema financeiro, por setor de atividade. Observa-se claramente um aumento dos créditos em atraso ou em liquidação no período mais recente.

⁽¹⁾ Em Agosto de 1993, por exemplo, o então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, recebeu, já em forma de Projeto de Lei, a proposta de reforma fiscal elaborada pelo "Comissão Aryswaldo". Até setembro de 1995, entretanto, não havia nenhum projeto oficial do governo neste sentido no Congresso Nacional. Já não se tem falado mais em reforma tributária, principalmente devido ao fato de a arrecadação de 1995 ter-se constituído em recorde histórico. A necessidade de reforma, entretanto, permanece do ponto de vista de eficiência alocativa.

⁽²⁾ Em defesa ao esforço governamental, Gustavo Franco (1996) indaga quantos países democráticos conseguiram realizar, como nós, sete reformas constitucionais em um espaço de dois anos.

TABELA I.1
Evolução do Índice de Inadimplência Após o Plano Real

Períodos	Pessoas Físicas			Total		
	Total	Atraso	%	Total	Atraso	%
1ºSem/94	5.432	312	5,74%	161.878	12.411	7,67%
2ºSem/94	12.209	535	4,38%	181.950	14.305	7,86%
1ºSem/95	15.644	1.222	7,81%	221.205	19.011	8,59%
2ºSem/95	15.601	2.685	17,21%	235.609	29.043	12,33%
1ºsem/96	15.801	3.389	21,45%	264.108	36.958	13,99%

Fonte: Boletim do Banco Central - fevereiro/96

A coluna "Atraso" corresponde aos créditos em atraso e em liquidação.

Dados em R\$ milhões

Serasa (1995) reporta um aumento de 81,4% no número de cheques devolvidos, quando se passa do período 07/93-06/94 a 07/94-06/95. Isto, a despeito do número total de cheques compensados ter-se reduzido de 19,4% no período. Esta inadimplência reflete dois momentos dispares do Plano Real. No primeiro, em agosto de 1994, com os consumidores enriquecidos pelo súbito aumento da sua renda pessoal disponível devido à queda da ordem de 16 bilhões de dólares/ano de imposto inflacionário "recolhido" ao Banco Central nos 12 meses anteriores ao lançamento do Real. A percepção de maior poder aquisitivo se deu também devido à valorização do real frente ao dólar e ao aumento da disponibilidade de crédito. No segundo período, a partir de outubro de 1994, este período de euforia deu lugar ao aumento da inadimplência e a severas restrições ao crédito ao setor privado.

O sistema de intermediação financeira acabou sendo um dos mais afetados por freqüentes mudanças de regulação, na fase pós-Real. Devido à falta de ajuste fiscal, e à pequena *duration* da dívida pública, o Plano acabou por depender demasiadamente da política creditícia. Evidências neste sentido são dadas pelo aumento de inadimplência, que acabamos de documentar, pelas dificuldades enfrentadas por várias instituições financeiras, bem como pelo crescimento das operações não usuais de financiamento de empresas, tais como emissão de *commercial papers*, captação no exterior através de empresas associadas, emissão de debêntures, pactuação de crédito entre empresas capitalizadas e empresas descapitalizadas, etc. A realização de várias transações em agências *off-shore* de instituições financeiras nacionais representa também uma evidência de fuga ao excesso de regulação. Elevadas taxas de juro logo após o Real implicaram em inadimplência em vários setores.

É claro que a queda das transferências inflacionárias para os bancos comerciais por si só já geraria problemas de ajuste no setor bancário. Entre julho de 1994 e julho de 1996 foram liquidados, colocados sob intervenção ou submetidos ao Regime Especial de Administração Temporária (RAET) 31 bancos, sendo que destes, 19 foram liquidados. Aproximadamente 20 % dos bancos existentes ao início do Real passaram por algum processo de ajuste, o que é compatível com a queda da participação do sistema financeiro no PIB de 13,2 para 8,3% entre 1994 e 1995 (Mendonça de Barros e Almeida Jr., 1996). Foram vendidos com recursos do PROER um total de seis bancos, a um custo (máximo) estimado, segundo Mendonça de Barros e Almeida Jr. (1996), de 1% do PIB, custo este, colocado pelos autores como relativamente baixo, quando comparado a outros países que passaram por crises bancárias.

O que argumentamos aqui é que a concentração da base de sustentação do Real na política monetária e creditícia, e não na questão fiscal, certamente dificultou ainda mais o ajuste do setor financeiro,

dentre outras coisas tornando-o mais discricionário¹. Some-se a isto a falta de ajuste do setor bancário estatal, como demonstram os problemas do Banespa e os elevados prejuízos do Banco do Brasil.

Ao restringir demasiadamente o crédito privado no setor financeiro e nas operações financeiras controláveis pelo Banco Central, o governo gerou por algum tempo um sistema paralelo de intermediação entre poupadores e demandantes de poupança, com prejuízo em termos de bem estar e eficiência econômica. A transformação de prazos, quantidades e riscos de ativos financeiros deu lugar, em alguns casos, a atuações como *broker*, tendo em vista as restrições artificialmente criadas pelo governo. Em adição, cabe lembrar a perda de arrecadação tributária para o governo quando o sistema financeiro passa a operar informalmente, ou quando transfere suas operações para o exterior.

Na maior parte das vezes, a “guerra legislativo-operacional” entre técnicos do Banco Central, de um lado, e *experts* em operações financeiras, de outro, conseguiu operar apenas uma reduzida parcela daquela inicialmente almejada pelo Banco. Muitas vezes conseguiu-se apenas substituir o crédito suprido através de alguns canais pelo crédito suprido através de outros canais. Grandes lojas passaram a captar recursos diretamente de poupadores para o financiamento de seus clientes. É possível que, em muitos casos, a análise custo-benefício implicitamente envolvida não tenha abonado muitas das medidas regulatórias introduzidas. Principalmente numa perspectiva de longo prazo.

I.3. Redução dos Gastos Públicos e Recuperação do Crédito do Governo: A Solução de Menor Distorção

A observação dos problemas macroeconômicos brasileiros a partir de julho de 1994 claramente indicava, para que à baixa da inflação pudessem se associar taxas de crescimento do PIB acima de minguidados 3%, a necessidade de obtenção de um superávit fiscal, que modificasse as expectativas de longo prazo a respeito da solvência do governo e que permitisse a recuperação de seu crédito.

A contenção fiscal é a solução clássica para excesso de demanda combinado com juros altos e excessiva valorização cambial decorrente de uma flexibilização cambial e entrada de capitais. Ao invés disto, trilhando-se o caminho de menor resistência, optou-se por evitar uma valorização cambial através de um IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) de 1% sobre o capital estrangeiro aplicado em bolsas, bem como por um aumento de IOF para demais operações financeiras que implicassem em entrada líquida de recursos externos. Tratava-se da utilização do IOF como um *interest equalization tax*.

Quanto ao excesso de demanda, procurou-se corrigi-lo fundamentalmente através das restrições monetário-creditícias.

Passados seis meses da implantação do Real, a trajetória de entrada líquida de capitais se inverteu, após os problemas apresentados pelo México e as perspectivas negativas para a Argentina. Em seguida a uma necessária porém traumaticamente operacionalizada explicitação de bandas cambiais (que foi interpretada por alguns como uma maxidesvalorização) efetuada ao início de março de 1995, o Banco Central perdeu em uma semana algo em torno de US\$ 4 bilhões de reservas, e voltou atrás na legislação que dificultava a entrada de capitais. A abrupta queda das Bolsas, por exemplo, só foi contida pela eliminação do compulsório de 1% sobre os investimentos externos em ações.

¹ As medidas de controle de risco sistêmico tomadas pelo Banco Central desde novembro de 1995, entretanto, foram adequadas e impediram problemas ainda maiores.

Logo após a situação voltou a se inverter, tendo o governo novamente aumentado o IOF sobre a entrada de capital externo de *portfólio* quando as reservas ameaçavam ultrapassar o nível de 45 bilhões de dólares, dificultando o controle monetário. Em menos de seis meses, passou-se de uma direção à direção oposta, a exemplo do que também ocorreu com o nível de atividade econômica, a facilidade de importações e com o crédito. Já mencionamos a ineficiência econômica de tais oscilações.

Passados dois anos e meio da introdução do Real, o diagnóstico **de longo prazo** continua o mesmo: necessidade de redução dos gastos fiscais com conseqüente ajuste cambial (devido à queda de juros) e melhora do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Expectativas favoráveis são o elo entre reformas que se atrasam e necessidades prementes de crédito interno e externo para o governo. Neste sentido, apenas o anúncio de aprovação das reformas já melhoraria em muito a sustentabilidade da situação atual (fato usualmente pouco percebido). No meio tempo, o surgimento de um déficit em conta corrente no balanço de pagamentos da ordem de 3% do PIB é compreensível em um contexto estabilizatório que tenta acomodar parte do excesso de demanda interno por bens e serviços com empréstimo líquido a não residentes. No longo prazo, entretanto, este déficit há de reduzir-se, tendo em vista que o passivo externo líquido do país está crescendo acima das exportações.

Pode-se perguntar o porquê dos elevadíssimos juros reais de longo prazo no Brasil, tendo em vista a relativamente baixa relação dívida interna pública / PIB (30,3%, contra algo em torno de 55% nos Estados Unidos ou 100% no Canadá) e os baixos níveis de déficit público operacional, tomado em relação ao PIB, nos últimos anos (respectivamente, -1,4% do PIB em 1991, 2,2% do PIB em 1992, 0,2% do PIB em 1993, -1,4% do PIB em 1994 e 5,0% do PIB em 1995). O motivo é duplo. Primeiro, a existência de vários passivos a descoberto (Previdência, FCVS⁽¹⁾ (Fundo de Compensação de Variações Salariais), FGTS (Fundo de Garantia de Tempo de Serviço)) que sinalizam déficits futuros. Trata-se de fatos que os compradores de títulos públicos conhecem bem e obviamente tomam como parâmetro na sua formação de expectativas.

Segundo, o déficit do governo pode ser pequeno, mas o que os juros reais praticados no Brasil e a necessidade de provisão de liquidez diária aos títulos da dívida pública efetuada pelo Banco Central (bem como, em alguns casos, indexação aos juros de curto prazo) mostram, é que sua capacidade de financiamento é ainda menor. Este fato fica ainda mais patente quando se observa que tais juros, em 1995, foram também acompanhados de elevada captação de poupança externa. A descrença na dívida pública é uma herança da pré-fixação da correção monetária em 1979, bem como dos vários confiscos, vetores de preços, tablitas, etc..., perpetrados pela fase de experimentalismo que a economia brasileira tem apresentado desde 1986.

II - Poupança, Investimento e Desenvolvimento Econômico

Uma das importantes funções do sistema financeiro é permitir incrementos do nível de poupança com o objetivo de financiar o desenvolvimento do país. Os altos níveis dos juros no Brasil mostram que há necessidade de se elevar a poupança do setor privado e, fundamentalmente, a poupança do governo. Vale também notar os recentes resultados teóricos e empíricos que relacionam poupança a

⁽¹⁾ O desequilíbrio atual do FCVS (contratos já vencidos) é calculado pela CEF (Sandra Tavares, 1996) em R\$ 15 bilhões. Até o ano 2010 estima-se em passivo a descoberta de R\$ 51 bilhões.

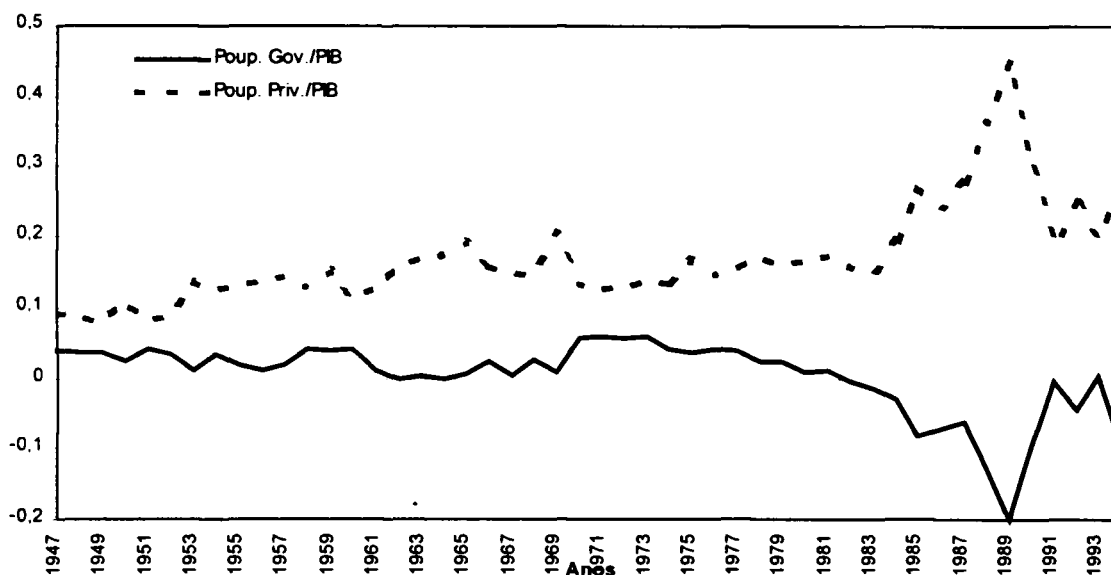
crescimento (Barro (1991), De Long and Summers (1991) etc.). Sobre estes pontos nos deteremos nesta seção.

II.1. Evolução da Poupança Brasileira por Setor

Antes de tentarmos avaliar setorialmente a poupança brasileira, devemos ter em mente um problema concernente à forma de apuração das contas nacionais no Brasil, pela Fundação IBGE, que utiliza apenas a contabilidade com juros nominais, em detrimento do procedimento mais adequado, que seria o de avaliar os diferentes agregados macroeconômicos pertinentes às contas nacionais também com juros reais. Quando se tentar avaliar no Brasil a contribuição de cada um dos setores (família e empresas, governamental e externo) para formação de *poupança* chega-se, em decorrência da inflação usualmente elevada e da conseqüente correção monetária sobre a dívida pública, a uma superestimativa da *poupança bruta do setor privado* e a uma subestimativa da *poupança do governo*. Este fato fica claro no gráfico a seguir, que apresenta a evolução, ao longo do tempo, destas duas variáveis. Observa-se um claro alargamento da tendência assimétrica entre estas duas diferentes séries quando a inflação se eleva nos últimos anos do período observado, fundamentalmente devido à utilização de juros nominais no cálculo da partição da renda entre cada um desses setores. Nos últimos anos da série observa-se que o aumento da poupança privada é absorvida pela despoupança do governo.

GRÁFICO II.1

Evolução no Tempo da Poupança Privada e da Poupança do Governo



Os dados relativos à partição de poupança para o Brasil entre os diferentes setores privado, governamental e externo, calculados com juros nominais, são apresentados abaixo:

TABELA II.1
Taxas Médias de Poupança no Brasil como % do PIB

Ano	Poup. Gov.	Poup. Priv	Poup.Int	Poup.Ext.	Poup. Tot.
1947-49	3,80%	8,70%	12,50%	0,73%	13,23%
1950-59	2,78%	12,37%	15,15%	0,78%	15,93%
1960-69	1,24%	16,05%	17,29%	0,54%	17,83%
1970-79	4,43%	14,75%	19,18%	3,49%	22,67%
1980-89	-5,65%	24,57%	18,92%	2,03%	20,95%
1990-94	-4,78%	25,00%	20,22%	0%	20,22%
1947-94	0,32%	17,26%	17,58%	1,47%	19,05%

Fontes: Sistema de Contas Nacionais - 1939-1947/1969, 2ª ed., FGV, 1973; 'Estatísticas Históricas do Brasil, Vol. 3, IBGE, 1986; Projeto Áries - FGV.

Complementarmente ao gráfico II.1, observa-se claramente na tabela II.2 uma queda da ordem de 9 pontos percentuais do PIB da *poupança do governo* da década de 70 para a década de 80, quando a inflação se elevou, simetricamente ao aumento da *poupança bruta do setor privado* no mesmo período.

Supondo-se ausência de ilusão monetária, a contribuição do governo para a formação da *poupança* total do país seria muito melhor mensurada na contabilidade com juros reais. Para considerações teóricas a este respeito o autor pode consultar, dentre outros, Simonsen e Cysne (1989 ou 1995). A tabela abaixo permite uma visualização da evolução da conta corrente do governo (três esferas e autarquias) calculadas (a partir de 1982) com juros reais.

TABELA II.2
Poupança do Governo como %PIB

Anos	RBG	RLG	G	Sg
1970-1974	25,5	16,9	10,5	6,4
1975-1979	25,2	15,2	9,9	5,3
1980-1984	25,4	11,7	9,7	2,0
1985-1989	24,3	11,4	12,6	-1,2
1990-1994	27,4	14,2	16,1	-1,9

RBG = Impostos Diretos + Impostos Indiretos (Renda Bruta do Governo)
RLG = RBG - Juros Reais da Dívida Pública Interna e Externa - Assistência e Previdência - Subsídios (Renda líquida do governo)
G = Consumo do Governo
Sg = Poupança do Governo
OBS) O conceito de governo aqui utilizado é o das Contas Nacionais, não incluindo estatais.

Observa-se claramente a deterioração das contas do governo da década de 70 para a década de 90. A partir da segunda metade da década de 80, o governo passou a despoupar, demandando financiamento privado e externo não apenas para o excesso de seu consumo sobre sua renda líquida, mas também para os seus investimentos.

O problema de se trabalhar com juros nominais ou reais pode ser superado na tabela II.1 se nos detivermos na poupança interna, que corresponde à soma da *poupança do governo* com a *poupança bruta do setor privado*. Observa-se que a *poupança interna* aumentou nas décadas de 50, 60 e 70,

quando então atingiu o índice de 19,2% do PIB. Na década de 80 a *poupança interna* caiu para 18,9% do PIB, apresentando, contudo, pequena recuperação nos primeiros quatro anos da década de 90, quando chegou a 20,2% do PIB.

A *poupança externa* como percentagem do PIB elevou-se modestamente nos anos 50, relativamente aos últimos três anos da década de quarenta, caiu na década de sessenta, para depois sofrer um apreciável incremento na década de setenta, quando se situou em 3,5% do PIB. Esta tendência se reverteu nas duas décadas seguintes, quando a *poupança externa* recuou para 2,0% do PIB nos anos 80 e foi praticamente nula nos quatro primeiros anos na década de 90. O ano de 1995 caracteriza uma nova reversão de tendência, com uma poupança externa da ordem de 3,5% do PIB.

Passando-se à *poupança total*, observa-se um aumento persistente das médias em cada década, até o final da década de 70, quando se chegou a 22,7% do PIB. A partir da década de oitenta, contudo, a *poupança total* brasileira apresentou uma fase declinante que continuou ainda nos primeiros anos da década de 90. Isto se deveu ao fato de que à queda da poupança externa não se contrapôs o devido e necessário aumento da poupança interna.

II.2. Conclusões Sobre a Poupança no Brasil

Algumas conclusões podem ser obtidas a partir da análise dos dados de longo prazo relativos à *poupança* brasileira:

- 1ª) Tendo em vista a elevação relativa dos preços dos bens de capital ocorrida nos últimos anos, a poupança brasileira precisa ser aumentada em torno de cinco a sete pontos percentuais do PIB para que o país volte às taxas de formação bruta de capital existentes na década de 70 (veja a tabela II.3 seguinte). As experiências internacionais, entretanto, mostra que esta dificilmente se constituirá em uma meta a ser alcançada rapidamente (veja World Bank, 1993).
- 2ª) Este aumento de *poupança* deve se dar fundamentalmente através do incremento da poupança do governo e do setor privado. A poupança do governo (calculada com juros reais) passou de 6,4% do PIB entre 1970 e 1974 para -1,9% do PIB entre 1990 e 1994. As variáveis-chave para se elevar a poupança do governo são a reforma da Previdência e a privatização. As despesas da União com inativos e INSS passaram de 4,0% do PIB em 1989 a 7,8% do PIB em 1995.
- 3ª) A experiência chilena mostra que a reforma previdenciária, se realizada de forma ampla e abrangente, incluindo a passagem ao regime de capitalização, poderia implicar, a grosso modo, tendo em vista as assimetrias existentes, em um prazo em torno cinco a sete anos, em um aumento significativo da poupança privada. Fundamental também para o funcionamento do sistema financeiro é a existência de bases institucionais sólidas para o seu funcionamento. Isto significa respeito a atos jurídicos perfeitos e regras estáveis (Edwards (1994) apresenta dados empíricos sobre a influência negativa da instabilidade política sobre a poupança - veja também a este respeito Castelar (1996)), índices de correção monetária confiáveis, eficiente (leia-se preventiva) fiscalização e auto-fiscalização do sistema financeiro, aperfeiçoamento e definição das regras atuais de seguro depósito (a Constituição exige Lei Complementar para este assunto), bem como a criação de um banco central clássico independente do Executivo e comprometido fundamentalmente com a estabilidade da moeda e dos preços.
- 4ª) A privatização é também importante para aumentar-se a poupança do governo. A rentabilidade média da União como detentora de participações majoritárias em empresas estatais entre 1988 e

1994 foi de apenas 0,4% sobre o capital investido. Ao final de 1994 a União possuía R\$ 88 bilhões de capital em participações acionárias em empresas estatais. A venda destas ações, com respectiva recompra da dívida, trabalhando-se com uma taxa de juros da ordem de 15% ao ano, geraria uma economia líquida da ordem de 2,0% do PIB. Evidentemente, estes 2,0% do PIB representam um *upperbound* daquilo que se poderia obter na prática com a privatização. De fato, há restrições políticas à privatização, por exemplo, do Banco do Brasil, BNDES, Petrobras e CEG, incluídos nesta amostra. Em adição, muitas vezes o valor em bolsa das ações é inferior ao valor patrimonial. Além disso, o Tesouro provavelmente não reduziria a sua participação nestes setores. Mas é com *upperbounds* que devemos trabalhar quando se tem por objetivo estabelecer metas de longo prazo. Em adição, estes cálculos não incluem a maior arrecadação de impostos decorrente do aumento de produtividade e lucros das firmas privatizadas, nem a possibilidade de privatização de estatais estaduais. Este aumento de produtividade fica claro quando se compara a produtividade sobre o capital de risco do governo de 0,4% ao ano e as 500 maiores empresas, que apresentaram entre 1988 e 1994 rentabilidade média sobre o patrimônio líquido de 7,6% ao ano.

- 5ª) O Tesouro Nacional, consolidado ao Banco Central, tem também incorrido em perdas decorrentes da acumulação de aproximadamente R\$ 50 bilhões de reservas no ativo do Banco Central. Tais reservas são financiadas por NTN cambiais que rendem variação cambial mais 14% ao ano. No mercado internacional, as reservas são aplicadas com taxas em torno de 6,5% ao ano, custando ao Banco Central algo em torno de 7,5% ao ano mantê-las. Trata-se de um custo da ordem de R\$ 3,75 bilhões ao ano. O governo encara este curso como um prêmio seguro do Plano Real. É claro que a poupança do setor privado também seria afetada com a redução de sua receita de juros do governo no caso de uma venda de dólares para recompra da dívida (para não falar na indesejada valorização adicional do real). Mas o efeito líquido sobre a poupança interna claramente seria positivo, provavelmente, gerando acréscimo inicial da poupança interna em torno de 50% deste valor. Edwards (1995) reporta como evidência empírica, para um conjunto de 50 países, um coeficiente de poupança do governo, numa equação em que a poupança interna é variável dependente, de -0,5%. Isto sugere que um aumento de 1% do PIB na poupança do governo implica em uma redução de poupança privada em torno de apenas 0,5% do PIB. A equivalência Ricardiana não se aplica neste caso.

II.3. Investimento e Desenvolvimento Econômico

A expansão da economia brasileira até o início da década de 80 foi fortemente calcada no autofinanciamento das empresas e na concessão de empréstimos bancários, em geral subsidiados, em contrapartida às emissões de ações e debêntures. Tais empréstimos proviam de duas fontes básicas: a poupança externa, abundante nas décadas de 60 e 70, e a poupança forçada doméstica canalizada para os diversos fundos fiscais ou para fiscais. Por outro lado, a industrialização brasileira foi claramente liderada pelo Estado, visto que eram escassos os capitais privados domésticos, principalmente nos ramos de infra-estrutura e de oferta de insumos básicos. Com o tempo, porém, verificou-se forte processo de multiplicação de empresas estatais, mesmo em áreas onde o setor privado estava capacitado, o que foi acompanhado dos problemas de gerenciamento típicos da atividade estatal.

O elevado endividamento (público e privado) decorrente de tal padrão de desenvolvimento tornou-se crítico a partir da década de 80 quando, por efeito da crise da dívida externa e seus desdobramentos adversos nos orçamentos públicos, diminuíram drasticamente as fontes de financiamento aludidas acima. Em consequência, a inflação aumentou dramaticamente, os investimentos caíram e em muito se reduziu a taxa de crescimento do PIB. A tabela II.3 demonstra esses fatos. A taxa média de crescimento do PIB caiu de 6,4% ao ano em 1971-82 para 3,4% em 1983-88 e apenas 1,1% em 1989-94. Nesses mesmos períodos, o investimento interno bruto diminuiu de 21,6% do PIB para 17,2% e 14,8%, respectivamente. A queda dos investimentos impede qualquer tentativa de crescimento sustentado da economia a longo prazo. Até o momento, tudo o que temos conseguido são surtos de crescimento que terminam rapidamente, tendo em vista que não se aumentou no passo requerido a capacidade de produção.

TABELA II.3
Brasil: Investimento, Contas externas e Déficit Público

	1971-82	1983-88		1989-94	
	(a)	(b)	(b-a)	(c)	(c-b)
Formação Bruta de Capital Fixo	21,6	17,2	-4,4	14,8	-2,4
Transferência de					
Recursos ao exterior(a)	-1,9	3,9	5,8	1,9	-2
Déficit público(a)	nd	4,5	nd	0,9	-3,6
Inflação (% aa)	52	271	219	1301	1030
Crescimento PIB real (% aa)	6,4	3,4	-3	1,1	-2,3

NCotas: (a) como % do PIB

Fontes: Contas Nacionais IBGE, Conjuntura Econômica FGV e Boletim do BC, vários números.

Obs: Os Dados de formação de capital são apresentados deflacionados por índices de preço do setor. Por este motivo, e também por excluir a variação de estoques, os dados de investimento total não coincidem com os dados de poupança total apresentados nas tabelas anteriores.

É interessante notar que a diminuição do investimento em 1983-88 está claramente associada à crise da dívida externa e, possivelmente, ao aumento do déficit público, mas o mesmo não ocorre em 1989-94. Naquele período, relativamente a 1971-82, a transferência de recursos reais ao exterior (o superávit externo em bens e serviços), gerado essencialmente para servir a dívida externa, cresceu em 5,5% do PIB. Já em 1989-94, relativamente ao período anterior, apesar de ter ocorrido diminuição das transferências (em 2% do PIB) e do déficit fiscal (em 3,6% do PIB), continuou a cair o investimento interno bruto o que indica a existência de grave insuficiência de poupanças também no setor privado.

Em suma, o padrão de desenvolvimento econômico vigente até o início da década de 80 foi totalmente esgotado. Felizmente, a maior parte da sociedade brasileira compreendeu esse fenômeno e, desde o início dos anos 90, tem em geral apoiado as iniciativas governamentais de construção de um novo padrão. Pelas razões expostas acima, tal padrão terá de ser necessariamente baseado na poupança privada voluntária e nos investimentos privados nacionais ou estrangeiros. Ao Estado caberá basicamente o provimento dos bens públicos (justiça, segurança, educação, saneamento etc.) e a regulação de atividades econômicas onde existam falhas de mercado. Para isso é essencial a consolidação do Plano Real. E esta consolidação depende a) do fim do desperdício no setor público

para o que são essenciais as reformas tributária e administrativa, b) da dinamização do processo de privatização das empresas estatais, c) da reforma da previdência social e, e) do incremento da competição interna e externa a que estão sujeitos os agentes econômicos nacionais.

III - Reformas Institucionais, de Regulação e de Supervisão do Sistema Financeiro Brasileiro

III.1- Performance do Sistema Financeiro Brasileiro

Pelo menos cinco tarefas básicas devem ser esperadas do sistema financeiro em qualquer economia. Duas destas são de atribuição do sistema financeiro monetário, formado pelo Banco Central e pelos bancos comerciais, que recebem depósitos à vista. Trata-se das funções de liquidação (*clearing house*) e de zelo pela estabilidade do valor da moeda. As outras três tarefas são de atribuição do sistema financeiro como um todo, aí incluindo-se a intermediação eficiente de recursos entre os agentes econômicos, possibilitando eficiência alocativa, a proteção contra o risco e a facilitação da realização de fusões e aquisições de mercado, que aumentem a eficiência administrativa das empresas. A intermediação financeira se dá pela transformação de prazos, montantes e riscos de ativos financeiros. A proteção contra o risco, dentre outros, através da formação de *hedges* ou pela compra de apólices de seguro.

Como se observa em King e Levine (1993b), maiores graus de intermediação financeira costumam estar positivamente associados ao crescimento da produtividade. O problema é que o sistema financeiro brasileiro tem custado algo em torno de 13,9 % do PIB (média dos anos 1990 - 1994, sendo que em 1995 houve uma redução para 8,3% do PIB, dados do IBGE) a cada ano, cifra bastante elevada quando comparada àquelas de economias estáveis como os Estados Unidos e a Alemanha, em que este custo não costuma ultrapassar 5 % do PIB. Cabe avaliar se este elevado custo tem se pago através de um eficiente desempenho das cinco tarefas anteriormente descritas. Excetuando-se a função de **liquidação**, muito bem desempenhada no Brasil, tendo em vista os elevados estímulos de mercado neste sentido quando a inflação era elevada, resposta não é muito positiva. **Iniciemos pela questão da estabilidade monetária.**

Neste particular, nosso desempenho sempre foi pífio, haja visto as taxas de inflação e expansão monetária no Brasil. O fato de o Brasil apresentar desde a década de cinquenta um custo de bem estar médio da inflação da ordem de 3,1% do PIB (Simonsen e Cysne, 1994) e uma transferência inflacionária do setor não bancário para o setor bancário da economia em torno de 4,2% (Cysne, 1994) não deixa margem a dúvidas: o arranjo institucional no qual hoje se insere o Banco Central não tem dado certo e precisa ser modificado, na direção de uma maior independência para esta instituição. Caso contrário, a sociedade continuará à mercê de nomes no governo, e não garantida pelo respaldo e solidez de suas instituições.

O arranjo institucional atual acaba por comprometer todo o sistema financeiro. Em sua parte não monetária, na função de intermediador de poupanças, por privilegiar o governo federal como agente deficitário e impedir uma alocação competitiva e eficiente de recursos. E em sua parte monetária, na função de gestor da oferta monetária, por apresentar-se demasiadamente vulnerável a pressões

políticas, e por acabar relegando a um segundo plano o que deveria ser o seu principal objetivo, o de guardião do valor da moeda.

É interessante observar que o PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo Castelo Branco) logrou êxito de longo prazo no combate à inflação na década de 60 em um período em que o Banco Central não dispunha, **na prática**, de qualquer independência (como fica claro pela substituição de Denio Nogueira ao início do governo Costa e Silva). Ocorre que no período autoritário a necessidade de independência desta instituição era bem menor do que no regime atual, em que o Presidente da República se vê obrigado a negociar constantemente com o Congresso e com os governadores. Em adição, naquele período a economia era dirigida por uma equipe comprometida com a estabilidade monetária. Mas como mostram os fatos daí para a frente, isto não é suficiente.

A autonomia do Banco Central é principalmente necessária nesta fase pós-Plano Real, em que se conseguiu quebrar a memória inflacionária. De fato, trata-se o Banco Central da principal instituição a trabalhar para aumentar as chances de que todo este penoso aprendizado que se iniciou em 1986 não seja desperdiçado, uma vez conseguida a estabilização de preços. No contexto atual, o devido zelo pela preservação dos frutos dos sacrifícios incorridos pela sociedade brasileira desde 1986 não se encontra institucionalmente garantido. A orientação neste sentido (de assegurar-se a meta de estabilidade de preços) pode alterar-se em função daqueles que estão no poder, o que não ocorreria em uma sociedade com instituições sólidas e de papel bem definido.

Passemos agora à terceira função do sistema financeiro, a de **intermediação de poupanças para investimentos**. Neste sentido, a avaliação negativa se inicia observando-se o seguinte fato: entre 1971 e 1982, nossa formação bruta de capital fixo equivalia a 21,6% do PIB; entre 1989 e 1994, esta caiu para 14,8% do PIB, portando, uma queda da ordem de sete pontos percentuais do PIB. Há portanto algo fundamentalmente errado com a economia brasileira nos últimos anos. A origem deste mal estaria no nosso sistema financeiro, justamente um setor tão bem remunerado, com elevada concentração de capital humano? A origem não, mas o instrumento sim. A origem dos males está no excesso do déficit do governo sobre a sua capacidade de financiamento. A partir daí, o sistema financeiro torna-se um veículo operado pelo governo com o objetivo de reduzir-lhe o custo de cobertura de seu déficit sobre a sua capacidade de financiamento pelo mercado⁽¹⁾. Este ponto fica claro quando se observa que, em período equivalente àquele que acabamos de mencionar, a poupança do governo (calculada com juros reais), apresentou queda de mesma magnitude, ou seja, sete pontos percentuais do PIB. A poupança do governo (calculada com juros reais) situava-se em torno de 5,0% do PIB na década de 70, tendo passado a algo ao redor de -2,0% do PIB entre 1990 e 1994. Ou seja, a queda da formação bruta de capital explica-se facilmente pelo aumento do excesso de gastos de consumo, subsídios, pagamento de juros e transferências previdenciárias sobre o total da arrecadação tributária.

As regras que norteiam o funcionamento de nosso sistema financeiro têm sido usualmente feitas tendo como elemento norteador de última instância uma contrapartida ao problema do desequilíbrio das contas públicas. A intermediação de recursos é gravemente prejudicada pela inusitada assimetria de um grande tomador de recursos (governo federal) em relação aos demais. Esta assimetria costuma existir em qualquer país, mas é endógena e particularmente acentuada no Brasil por dois motivos:

⁽¹⁾ Exemplos nesse sentido são os elevados depósitos compulsórios, o direcionamento de créditos do BNDES para estados, como adiantamento de receitas de privatização e o IOF.

- i. a falta de limites para a reedição de Medidas Provisórias, o que tem tornado este instrumento jurídico potencialmente mais nocivo do que o Decreto-Lei (este, aprovava-se por decurso de prazo, enquanto aquele reedita-se por decurso de prazo);
- ii. a reduzida autonomia do Banco Central, fazendo com que esta instituição seja via de regra levada a legislar e operar tendo como pano de fundo a obtenção de recursos para o governo.

Quanto às funções **de redução de risco e possibilitador de transferências de controles acionários visando ao aumento de eficiência**, o sistema financeiro brasileiro também deixa muito a desejar. Na função de redução de risco, por possuir pouca credibilidade institucional, haja visto as freqüentes alterações das regras do jogo, tendo-se passado até mesmo por um congelamento de ativos em 1990. Mais dois exemplos: o episódio recente do Banco Econômico, em que aplicações perderam liquidez, bem como a aquisição do Nacional pelo Unibanco, que surpreendeu fortemente os acionistas do primeiro, cujas aplicações perderam seu valor da noite para o dia. Por último, a concentração e o reduzido volume do nosso mercado aberto nos coloca bastante distantes de mercados como o americano, que possibilita aquisições de controle acionário com muito mais freqüência.

Uma vez concluída pela necessidade de reforma de nosso sistema financeiro, principalmente em função do objetivo de reduzir o poder discricionário do Executivo sobre o controle da oferta monetária, cabe listar duas observações de forma a ordenar o assunto:

- i. uma maior autonomia conferida a uma agência de controle da moeda por meio de Lei Complementar não deve ser atacada pela sua não suficiência, mas sim defendida pela necessidade;
- ii. deseja-se deve-se conferir autonomia a um banco central clássico, predominantemente voltado para a manutenção do poder aquisitivo da moeda no longo prazo, e não para o Banco Central superdimensionando que atualmente existe no Brasil.

No que diz respeito ao "tamanho" do Banco Central, deve-se deixar claro que o Banco Central ao qual se precisa dar autonomia não é a instituição agigantada atual, com atribuições em excesso, mas sim a um Banco Central do tipo clássico. A fiscalização do mercado financeiro, por exemplo, não deveria ser de competência privativa do Banco Central. Ela deve ser ao menos compartilhada com o Ministério da Fazenda e com o setor privado. Torna-se difícil, por exemplo, defender-se um seguro depósito privado em um ambiente no qual a fiscalização é unicamente efetuada e de conhecimento do Banco Central.

O Banco Central que se quer autônomo deve possuir apenas as suas funções clássicas de banqueiro dos bancos, banqueiro (não exclusivo) do Tesouro, depositário das reservas internacionais do país e, fundamentalmente, de controlador da oferta monetária. O motivo é simples: quanto mais reduzido as suas atribuições clássicas, maiores serão as possibilidades de o Banco Central concentrar-se em seus mais importantes objetivos. É difícil defender-se a autonomia em relação ao Poder Executivo de um órgão que, além das funções clássicas de um banco comercial, age como banco de fomento, provedor de crédito rural, normatizador do mercado de capitais, repassador de recursos externos, gestor da política de financiamento e investimento, fiscal, interventor nas instituições financeiras etc....

Empiricamente, é preciso observar que apenas o processo de autonomia do Banco Central, por si mesmo, e ainda que usado marginalmente, já impõe um maior controle das finanças do setor público.

A evidência internacional neste sentido é bastante vasta, sendo citada nos estudos de Masciandaro e Tabellini (1988), Parkin (1986), Banaian, Laney e Willet (1983). O motivo para isto é bem simples. Agentes econômicos com dificuldades de aumentar seu endividamento junto ao público são necessariamente obrigados a gastar menos quando sujeitos a restrições adicionais de caixa.

III.2. Reformas Necessárias na Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro

Não apenas no Brasil, como demonstram os problemas com os bancos estaduais, (especialmente o Banespa e o Banerj), o Econômico e o Nacional, mas em vários outros países, a supervisão do sistema financeiro não tem sido capaz, na última década, de evitar crises de inadimplência. Pode-se citar o exemplo das falências em massa das *savings and loans* americanas, mesmo após advertências efetuadas pelos economistas dos órgãos responsáveis pela sua supervisão, as rolagens de maus créditos efetuadas por bancos americanos antes da crise da dívida em 1982, efetuada com a complacência reguladora oficial, a nacionalização dos bancos mexicanos em 1982, com perdas da ordem de 15% do valor dos empréstimos, as dificuldades havidas com os bancos no Chile ao início da década de 80, os gastos do governo francês para impedir a iliquidez do Crédit Lyonnais, ou mesmo a perda acima de 10 % do PIB em que incorreu a Venezuela após a quebra do Banco Latino, arrastando consigo inúmeras outras instituições. Isto para não falar dos casos mais recentes, dos bancos Barings, na Inglaterra e Daiwa, em Nova York, dos gastos da ordem de US\$ 6,4 bilhões dos contribuintes japoneses ou de 2,5% a 4% do PIB dos países escandinavos para garantir a saúde de seus respectivos sistemas financeiros nesta década de 90.

Dentre os problemas com os mecanismos atuais de supervisão, comuns tanto aos países desenvolvidos quanto aos países em desenvolvimento citam-se usualmente na literatura sobre o assunto:

- i. a vulnerabilidade a choques,
- ii. as reações muitas vezes indesejadas do agente regulado (por exemplo, o seguro depósito gerando descapitalização ou maiores riscos) ,
- iii. a demora e a relutância do agente supervisor em tomar atitudes drásticas, quando estas são necessárias (neste sentido, o caso dos bancos estaduais no Brasil e o caso das *savings and loans* americanas são exemplares),
- iv. a possibilidade de algumas regulações tomadas deteriorarem ainda mais uma crise (no caso das *savings and loans*, a determinação para que os *junk bonds* fossem vendidos depressiu ainda mais o preço destes ativos, piorando a crise de liquidez destas instituições).

Parte da solução para estes problemas está em se criarem mecanismos de mercado que forcem acionistas, administradores e demais agentes econômicos envolvidos com os bancos, a exigirem que estas instituições tomem menores riscos (*self-regulation*). Para isto é fundamental a suficiente capitalização por parte das instituições financeiras (*incentive - based regulation*), bem como a transparência e a qualidade das informações disponíveis. No caso do monitoramento do patrimônio líquido de cada instituição (com ajuste para risco), a defasagem entre sua queda e ações por parte do órgão regulador deve ser bem inferior à que tem havido por parte do Banco Central (observe-se por exemplo o caso do Banco Nacional e do Econômico, cujos problemas, sabe-se hoje em dia, remontam a anos atrás). O monitoramento deve ser efetuado a valor de mercado.

Informação é um bem público (o consumo de um não excluir o consumo do outro). Assim como se sabe (Stiglitz, 1994) sua oferta em ambientes competitivos, tendo a ser menor do que aquela socialmente desejável. Cabe então ao órgão regulador corrigir esta distorção exigindo suficiente “disclosure” das informações necessárias ao mercado. Em adição, as carteiras de crédito devem ser continuamente avaliadas pelo seu valor de mercado. A própria instituição deve avaliar a qualidade do crédito de cada agência. O ajuste de capital deve ser freqüente, devendo o Banco Central estipular limites mínimos. Em adição, as próprias instituições financeiras devem ser levadas a desenvolver seus sistemas de gerenciamento de riscos. Por último, vale lembrar que a auto-gestão do risco não exclui a necessidade de permanente fiscalização do Banco Central, tendo em vista a possibilidade de azar moral envolvida.

Ao contrário dos Estados Unidos, em que várias instituições participam da fiscalização do sistema financeiro (Federal Reserve (Fed), o Office of the Comptroller of the Currency, o FDIC e a SEC), no Brasil esta tarefa é predominantemente efetuada pelo Banco Central. A CVM, por exemplo, não pode nem ao menos requisitar dados aos bancos, devido ao sigilo bancário. Seus procedimentos devem basear-se nos dados fornecidos pelo Banco Central. Em adição, recentemente oficializou-se a transferência de várias obrigações da CVM para o Banco Central, no caso de instituições financeiras de capital aberto. Fatos como este devem ser desestimulados.

A fiscalização do Banco Central tem se mostrado mais preocupada em checar procedimentos e normas do que em avaliar os ativos das instituições financeiras. O trabalho do Banco Central tem costumado apenas checar, por amostragem, a concessão de créditos e as garantias. Falta uma análise das carteiras dos bancos quanto ao grau de concentração em um setor ou em um mesmo cliente, quanto ao risco de crédito etc.⁽¹⁾ A fiscalização do Banco Central não dispõe, atualmente, de parâmetros para distinguir entre uma operação de *hedge*, especulação ou crédito, exceto por supervisão local.

No Brasil, a regulação das instituições financeiras, em consonância com os princípios definidos pelo Acordo de Basiléia, é dada pelas Resoluções 2099, de 17/08/94, e 2212, de 16/11/95, e pelas outras que se seguiram. Em relação à situação anterior, estas novas medidas implicaram em elevação do capital mínimo exigido para a constituição e operação de instituições financeiras. O patrimônio líquido passou a ter que ser computado de acordo com a estrutura dos ativos, tendo em vista as ponderações de risco estipuladas pelo Acordo de Basiléia. A Resolução 2212 alterou alguns dispositivos da Lei 2099, passando a efetuar as exigências de patrimônio líquido diferenciadas de acordo com as instituições financeiras. Novas instituições precisam manter patrimônio líquido de 32% dos ativos ponderados. Dependendo do número de anos de operação, este limite vai caindo, até atingir 8% dos ativos ponderados a partir do sexto ano de atividade.

Outra reforma importante no sistema financeiro brasileiro diz respeito ao problema dos balanços e das auditorias. Tome-se por exemplo o caso do Banco Nacional, adquirido pelo Unibanco. O balanço publicado dia 16 de novembro de 1995 apresentava um lucro líquido de R\$ 19,6 milhões para o Banco Nacional, resultado 55% superior ao registrado em 1994. A rentabilidade sobre o patrimônio líquido reportada foi de 9,2%. No dia 18 de novembro, portanto apenas dois dias depois, entretanto, já se noticiava que o banco apresentava um patrimônio líquido a descoberto (não existem estatísticas oficiais a este respeito) da ordem de R\$ 4 bilhões. No caso do Econômico, que teve sua intervenção

⁽¹⁾ O Banco Central está tentando sanar este problema, atualmente, através da montagem de um cadastro nacional de devedores.

decretada em 11 de agosto de 1995, o balanço referente ao primeiro semestre, publicado uma semana antes da intervenção, reportava um lucro líquido de R\$ 36 milhões. Em suma, os balanços contábeis apresentados no Brasil não retratam necessariamente a situação das instituições financeiras. Deve ser efetuada uma redefinição das técnicas contábeis e de auditoria.

De acordo com o que vimos até aqui, seguem as seguintes propostas, evidentemente não exaustivas, para melhorar o desempenho da área de fiscalização e regulação:

a. Do ponto de vista institucional:

- i. Retirada da exclusividade do poder de fiscalização dos bancos e das seguradoras por parte do Banco Central. A fiscalização deveria ser realizada também por autarquia ligada ao Ministério da Fazenda; esta medida permitiria ao Banco Central concentrar-se com mais afinco em suas funções clássicas, em particular, prover moeda tendo como objetivo de longo prazo a manutenção de seu poder de compra; a regulação de consórcios, crédito rural e Pró-Agro desviam tempo e recursos da fiscalização do Banco, podendo ser repassados a outras agências.

b. Do ponto de vista da fiscalização efetuada pelo Banco Central:

- i. A fiscalização do Banco Central deve ser substancialmente aperfeiçoada; de fato, como mostram os desequilíbrios dos bancos sob intervenção ou RAET, ela deixou muito a desejar, fato publicamente reconhecido até pela atual diretoria do Banco. O corpo de fiscais do Banco deve ser submetido a um severo treinamento. A Medida Provisória 1182 (17/11/95) incrementou o poder de ação do Banco Central, passando a dar a esta instituição amparo legal para ações preventivas, transformando em exigência o que anteriormente só podia ser feito por sugestão.
- ii. O Banco Central deveria acelerar a criação de cadastro para controle de empréstimos no sistema financeiro;

c. No que diz respeito especificamente às regras para balanços e às auditorias

- i. Os créditos em atraso deveriam ser devidamente explicitados, bem como o grau de concentração e o risco dos empréstimos;
- ii. As empresas de auditoria que se mostrarem negligentes devem ser passíveis de condenação na justiça, como ocorre nos Estados Unidos (coberto pela MP 1.334 de 13.03..96).
- iii. Os procedimentos seguidos pelo Banco Central deveriam impedir mais efetivamente repactuações de empréstimos em atraso por mais de dois meses como manobra evasiva da necessidade de provisionamento de créditos;
- iv. Os limites mínimos para provisionamento de crédito ditados pelo Banco Central deveriam ser majorados; as normas do Banco Central exigem que após 60 dias de atraso o crédito duvidoso seja ao menos em parte provisionado, em percentuais variáveis de acordo com as garantias envolvidas. O problema é que esta exigência deixa de existir no caso de uma repactuação da dívida, que pode ser efetuada apenas para fins de burlar a fiscalização. Até alguns anos atrás, a Receita permitia a

dedutibilidade dos provisionamentos (que reduzem o lucro) no imposto de renda. Hoje em dia isto não mais se dá, o que tem reduzido o incentivo ao provisionamento.

- v. O Banco Central deveria prover uma homogeneização mínima dos padrões seguidos pelos bancos (em particular, estabelecendo critérios bem definidos de provisionamento) e pelos auditores. Com provisionamentos a menos, os bancos conseguem engordar os lucros de forma fictícia, gerando possíveis problemas para o futuro.
- vi. O Banco Central deveria tornar obrigatório que as demonstrações financeiras consolidadas para os conglomerados financeiros como um todo fossem também apresentadas ao mercado; dos 60 maiores bancos que publicaram balanços em 1995, apenas 11 o fizeram de forma consolidada; com isto, como as contas no exterior não são auditadas, pode-se facilmente obscurecer a real dimensão dos ativos e passivos do conglomerado financeiro;
- vii. Os títulos públicos que os bancos têm em carteira deveriam ser detalhados, o mesmo valendo para os prazos de vencimento dos títulos privados;
- viii. Os setores para os quais a instituição financeira empresta devem ser explicitados, o mesmo valendo para a concentração dos empréstimos por tomador;
- ix. os mesmos auditores poderiam ser utilizados em todo o conglomerado financeiro, o que impediria o possível manuseio da compartimentalização da informação.
- x. As aplicações dos fundos de pensão deveriam ser objeto de contínua avaliação a preços de mercado. Em adição, dentro do princípio do *underlying asset*, deveriam estar sob a jurisdição da CVM.

d) no que diz respeito ao seguro depósito criado pelo Banco Central

- i. a auto-supervisão deve sobrepor-se à supervisão do governo e esta deve sobrepor-se aos mecanismos de seguro;
- ii. o limite estipulado de R\$ 20.000,00 reais não deveria somar ativos com riscos diferentes, como por exemplo, depósitos à vista ou poupança e depósitos a prazo;
- iii. a proteção deve concentrar-se em ativos de mais curto prazo, pois os de mais longo prazo apresentam menores riscos de corrida;

e) Quanto à Criação de Mecanismos de *Rating* e Instrumentos de Coordenação

- i. Uma importante tarefa a se realizar, visando à otimização na concessão de crédito não apenas ao setor privado, mas também a estados e municípios, aí incluindo uma avaliação contínua de sua performance financeira, é a construção de um sistema de *rating*. Tal tarefa encontra-se no momento incipiente no Brasil, com poucas firmas fazendo *rating* no setor privado e com um programa de *rating* do setor público sendo desenvolvido pelo BNDES.
- ii. Além da falta de tradição brasileira neste campo, o que ao menos em parte pode ser compensada pela adaptação das normas internacionais às particularidades da economia nacional, a construção

de *ratings* que incluam o setor público acaba por esbarrar na falta de dados apropriados, referentes à situação econômica e financeira de estados e municípios.

Problemas de Ordem Metodológica no Levantamento de Dados

De um modo geral, pelo menos quatro fontes de imprecisão costumam deteriorar a geração de dados relativos ao setor público no Brasil: a utilização do conceito de caixa ao invés do conceito contábil de competência (*accrual*), a ausência de separação explícita entre receitas e despesas correntes e receitas e despesas de capital, as distorções geradas pela inflação nas séries temporais e, por último, as distorções geradas pela inflação dentro de um mesmo exercício contábil (necessidade de diferenciação entre juros nominais e juros reais).

A primeira distorção pode ser encontrada, por exemplo, nas estatísticas do déficit da União mensalmente divulgadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A segunda, nos balanços de estados e municípios, que em alguns casos ainda contabilizam créditos como despesas (somando-os às despesas correntes) e empréstimos obtidos como receitas (somando-os às receitas correntes). A distorção gerada pela inflação nas séries temporais resulta de se somarem unidades monetárias com poderes aquisitivos diversos ao longo do tempo. Por último, a distorção gerada pela falta de uma contabilidade efetuada com juros reais contamina diretamente as Contas Nacionais, na Conta de Apropriação da Renda, principalmente através do superdimensionamento da poupança bruta do setor privado e do subdimensionamento da poupança do governo (veja a este respeito Simonsen e Cysne, 1989 ou 1995) ou Cysne (1990).

Trata-se portanto de tarefa importante a definição de parâmetros e a padronização metodológica dos dados relativos à contabilidade do setor público, que leve em consideração estes quatro problemas assinalados.

Problemas de Ordem Organizacional e Administrativa no Levantamento de Dados

Existem hoje no Brasil, além das Contas Nacionais efetuadas pela Fundação IBGE, três outras importantes fontes de dados relativos ao setor público. Variáveis de caráter financeiro estão disponíveis principalmente no Sistema Integrado de Administração Financeira do Tesouro Nacional (SIAFI), gerido pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e no Sistema de Dados da Dívida Pública (SISDEDIP), disponibilizado pelo Banco Central. O SIAFI apresenta dados relativos à gestão financeira (receitas e despesas) do governo federal, de estados e municípios. A defasagem dos dados, entretanto, pode chegar a um ano no caso de alguns municípios, o que precisa ser melhorado.

Através do SISDEDIP podem-se obter informações sobre diferentes unidades orçamentárias do setor público, aí incluídos não apenas os órgãos da administração direta da União, de estados e municípios, mas também dados relativos à administração indireta, autarquias e empresas de capital misto. Há, entretanto, necessidade premente de disponibilizarem estas informações de forma imediata e ordenada para o público. O Banco Central não dispõe ainda (embora tenha prometido para 1996) de uma estrutura computacional que permita acesso direto a estas informações através da utilização dos *softwares* para leitura de dados. Há grande riqueza de informações sobre empréstimos tomados pelas diferentes unidades do setor público, mas as informações encontram-se ainda pouco acessíveis.

Na construção de *ratings* e mecanismos de coordenação, são importantes também informações econômicas sobre estados e municípios, tais como renda média do trabalho, índices de formalidade

nas relações trabalhistas, taxas de crescimento da população ativa etc., coletados segundo metodologia padronizada e homogênea em todo o país. Esta necessidade tem sido suprida através da terceira importante fonte de dados públicos à qual nos referimos anteriormente, representada pela Pesquisa Nacional de Amostragem à Domicílio (PNAD), efetuada anualmente pelo IBGE. Pelo menos dois problemas, contudo, apresentam-se com relação a esta base de dados: primeiro, sua defasagem na apresentação de resultados. Os números relativos aos anos de 1992 e 1993, por exemplo, não haviam ainda sido disponibilizados até meados de 1995. O segundo problema diz respeito às descontinuidades nas séries históricas. A pesquisa não se realiza nos anos censitários (1980, 1991 ...) Em adição, em alguns anos específicos, como por exemplo, em 1994, a pesquisa não se realizou devido a problemas operacionais (greves, falta de verbas etc.) da Fundação IBGE.

IV - Reformas dos Bancos Estaduais e Federais

O sistema financeiro brasileiro apresenta o traço peculiar de possuir várias instituições financeiras bancárias de propriedade dos governos estaduais (26 bancos estaduais) ou do governo federal (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Banco Meridional, Banco da Amazônia, Banco do Nordeste). As duas tabelas abaixo permitem uma visualização da importância relativa do setor financeiro oficial, estadual e federal, vis-à-vis o setor financeiro privado.

TABELA IV.1

Participações da Remuneração dos Assalariados
das Instituições Financeiras Públicas e Privadas
na Remuneração dos Assalariados do Setor Financeiro

Instituição/ ano	Privada 1990	Pública 1990	Privada 1995	Pública 1995
Instituições Financeiras	26,42	73,12	38,47	60,52
Bco. Comerciais	2,88	56,42	3,63	40,97
Bco. Múltiplos	21,55	15,55	32,45	18,18
Bco. Desenvolvimento	..	0,81	..	1,17
SCTVM	0,55	0,1	0,95	0,13
Bco. de Investimento	0,37	0,02	...	X
SCFI	0,16	0,02	0,24	0,01
SDTVM	0,42	0,05	0,37	0,04
Soc, Arrend, Mercantil	0,23	0,02	0,45	0,02
SCI	0,15	0,013	...	X
Cooperativas	0,11	..	0,38	..
Outros

Nota : Dados preliminares

Fonte : IBGE - DECNA **Elaboração :** ANDIMA, p.25

TABELA IV.2
Participações das Instituições Financeiras Públicas e Privadas no PIB

Instituição/ ano	Privada 1990	Pública 1990	Privada 1995	Pública 1995
Instituições Financeiras	4,62	8,05	3,59	3,20
Bco. Comerciais	0,51	4,85	0,20	1,92
Bco. Multiplos	3,22	1,39	3,01	0,86
Bco. Desenvolvimento	..	1,43	..	0,25
SCTVM	0,11	0,17	0,14	0,06
Bco. de Investimento	0,19	0,10	...	X
SCFI	0,22	0,01	0,08	0,05
SDTVM	0,14	0,03	0,09	0,05
Soc. Arrend, Mercantil	0,16	0,04	0,02	0,01
SCI	0,05	0,03	...	X
Cooperativas	0,02	..	0,05	..
Outros

Nota : Dados preliminares

Fonte : IBGE - DECNA **Elaboração :** ANDIMA, p.25

As duas tabelas ressaltam, em 1995, um dado curioso : a participação no PIB do setor privado bancário é superior (3,59 contra 3,20) à participação do setor público. A participação dos assalariados das instituições financeiras públicas; contudo, é bastante superior (60,52 contra 38,47). àquela relativa ao setor privado. A menos de possíveis terceirizações, este fato demonstra certa ineficiência do setor público na prestação de serviços de intermediação financeira.

Argumentos a favor e contra a existência de bancos estaduais podem ser encontrados, dentre outros, em Werlang e Fraga Neto (1993) e Papageorgiou (1993). Dentre os argumentos a favor, colocam-se usualmente a necessidade de se corrigirem as distorções de mercado e de se socializarem os ganhos decorrentes das transferências inflacionárias. Tratam-se ambas de defesas bastante frágeis da manutenção de um sistema altamente ineficiente de bancos administrados pelo setor público. No que diz respeito às diferenças entre o retorno social e privado de projetos, devido ao fato de estas diferenças serem muito melhor solucionadas através de esquemas de incentivos e desincentivos, tais como subsídios, impostos indiretos ou *vouchers* para o solucionamento de problemas específicos, canalizados através do sistema financeiro privado. O argumento de socialização das transferências inflacionárias é ainda mais fraco, tendo-se em vista a possibilidade de o governo taxar diretamente as instituições financeiras, seja através de impostos sobre o lucro ou através de depósitos compulsórios.

Contrariamente à existência de bancos estaduais, Werlang e Fraga Neto (1993) chamam a atenção, do ponto de vista microeconômico, para o risco relativamente elevado assumido pelos administradores das instituições financeiras estaduais, em decorrência do seu demasiado curto horizonte de planejamento, fundamentalmente calcado em variáveis políticas.

O Setor Estatal no Atendimento Bancário

Uma defesa usual dos bancos estaduais e federais apela para o caráter sócio-econômico destas instituições, argumentando que, na sua ausência, boa parte dos municípios brasileiros não seriam atendidos pela rede bancária. Vejamos alguns dados a respeito desta questão.

Em março de 1995, dos 5099 municípios brasileiros, 3599 possuíam agências bancárias, e 1663 possuíam agências bancárias de bancos privados. A rede de atendimento, incluindo agências bancárias e PABs (Postos de Atendimento Bancário), apresentava a seguinte distribuição geográfica:

TABELA IV.3
Rede de Atendimento - Pontos de Atendimento (Agências + Pabs)

Região	Privados	Estaduais	Federais	Total	Privados %	Estaduais %	Federais %	Totais %
Norte	457	318	360	1135	40,3	28,0	31,7	100
Nordeste	1875	849	1934	4658	40,3	18,2	41,5	100
Centro-Oeste	1172	575	866	2613	44,9	22,0	33,1	100
Sudeste	10220	3893	2723	16836	60,7	23,1	16,2	100
Sul	2355	2009	1898	6262	37,6	32,1	30,3	100
Brasil	16079	7644	7781	31504	51,0	24,3	24,7	100

Fonte: Bacen - junho 94

Fonte Derivada: DIEESE. FEEB SP/MS e CNB/CUT

Observa-se desta tabela que :

- i) A Região Sudeste é a única que é servida majoritariamente por bancos privados;
- ii) a região nordeste é predominantemente servida pelos bancos federais (43,4% dos pontos de atendimento);
- iii) a maior concentração relativa de atendimento por parte dos bancos estaduais ocorre na região sul (32,1%) e a menor na região sudeste (19,0%);
- iv) aproximadamente metade dos pontos de atendimento em todo o Brasil são de origem privada, cabendo ainda em torno de um quarto ao setor bancário estatal e outro quarto ao setor bancário federal. A relação PAB/agência no Brasil é de 0,81, sendo de 0,96 na região sudeste e 0,56 na região nordeste.

Os dados acima permitem prever que, no curto prazo, no caso de uma privatização de todo o sistema bancário estatal, com posterior redução do número de agências, a região sudeste seja a menos afetada e as regiões sul e nordeste as mais afetadas. Se a privatização (e suposta redução dos pontos de atendimento) se concentrasse apenas nos bancos estaduais, a região sul seria aquela a sofrer as maiores consequências. A princípio, a análise do custo-benefício de tal medida sugere a privatização. Não é provável, no médio longo prazo, que a privatização implique em desassintência bancária a um número elevado de municípios.

Papageorgiou (1993) mostra que os custos de se ter agências bancárias em municípios de baixa atividade econômica costuma superar os benefícios. A captação de poupança, por exemplo, bem como os pagamentos em outras praças poderiam passar a ser feita pelos postos de Correios.

Aspectos Macroeconomicamente Negativos dos Bancos Estaduais

Advém de seus desempenhos no passado os mais importantes motivos contra a existência de bancos estaduais. Conjuntamente à passividade do Banco Central e à descoordenação fiscal ente os diferentes estados, a existência de bancos estaduais tem implicado em um contínuo jogo não cooperativo de

transferência de déficits para a União. O esquema atual é incompatível com uma economia que almeja estabilidade de preços.

Uma evidência empírica neste sentido pode ser obtida através da análise dos fatores condicionantes da expansão da base monetária após o Plano Real. Os empréstimos de liquidez, preponderantemente efetuados para os bancos estaduais, foram responsáveis por R\$ 4,6 bilhões de expansão de base monetária nos seus meses posteriores à implantação do Plano Real, uma expansão da ordem de 130% do saldo deste agregado existente em junho de 1994.

A segunda evidência empírica se dá pela observação da evolução dos títulos públicos estaduais e municipais em custódia no Banco Central. Em Junho de 1994, seu valor era de R\$ 2,7 bilhões. Em dezembro de 1994, tal valor já havia passado, monotonicamente, a R\$17,3 bilhões. Em janeiro de 1996, este montante, que permite inferência sobre a troca de títulos estaduais para títulos federais para assegurar liquidez aos bancos estaduais, já se situava em R\$ 29,1 bilhões. Os estados gastam além de suas receitas, os bancos estaduais financiam, e o Banco Central se vê obrigado a socorrê-los trocando títulos de baixo valor no mercado (leia-se alto deságio) por títulos federais.

Em adição a todos estes pontos, vários argumentos podem ser colocados contrariamente à existência de bancos estaduais nos moldes atuais. Em primeiro lugar, não costuma funcionar no caso destas instituições financeiras públicas o mecanismo de auto-regulação inerente à atividade bancária. Quando um banco comercial privado alavanca em demasiado seus empréstimos duvidosos em relação ao seu patrimônio líquido, os poupadores e o restante do sistema financeiro começam a exigir *spreads* adicionais ao financiamento daquele, o que estipula limites naturais a suas operações de alto risco.

No caso dos bancos comerciais estaduais, entretanto, devido ao seu usualmente elevado porte no sistema financeiro e a pressões políticas, a retração dos poupadores não tem a mesma intensidade. Estes se fiam implicitamente em um socorro de última instância do Banco Central à instituição financeira estadual em questão. Como mostraram recentemente as inexplicáveis e danosas (para os bancos privados, principalmente) diferenças de procedimento do Banco Central em relação aos problemas surgidos recentemente no Banespa e Banerj e no Banco Econômico, os poupadores não costumam errar ao supor este socorro emergencial de última instância.

Quanto ao retraimento das outras instituições financeiras ao financiamento das posições de risco dos bancos estaduais, pode-se dizer que este ocorre em certa medida, principalmente por parte das instituições privadas, mas não no que diz respeito ao financiamento de última instância, realizado a custos não suficientemente coercitivos, seja pelo Banco do Brasil ou pelo Banco Central. O caso da troca de títulos estaduais por títulos federais, realizada pelo Banco Central para o Banespa ao final de 1994, poupando-lhe o pagamento de "spreads" de risco aos financiadores privados, bem como o seu financiamento diário por parte do Banco do Brasil então ocorrido, são um exemplo clássico deste tipo de procedimento.

No que diz respeito à eficiência operacional, as comparações entre o setor bancário comercial privado e público quase sempre depõem contra o último e a favor do primeiro. Evidência neste sentido pode ser obtida observando-se os custos com pessoal relativos às receitas de respectivamente, 46,0%, 69,6% e 142,5%, para uma amostra de bancos privados, estaduais e federais, no primeiro semestre de 1995 (Cysne e Soares, 1996).

Soluções para o Problema dos Bancos Estaduais

A história pregressa de tentativas de saneamento dos bancos estaduais não é nada animadora. Após a crise de 1982 instituiu-se, por meio do voto do Conselho Monetário Nacional de 233/83, de 20.07.83 o Programa de Apoio Creditício (PAC), visando especificamente a solucionar problemas dos bancos dos estados do Rio de Janeiro, Ceará, Santa Catarina, Goiás, Pará, Amazonas e Alagoas. A despeito dos empréstimos de liquidez efetuados pelo Banco Central a taxas favorecidas, a situação de iliquidez manteve-se na maioria dos casos, tendo o PAC sido substituído pelo Programa de Recuperação Financeira (PROREF) em 1984.

O PROREF foi instituído pelo voto CMN 446/84 de 04.04.84 e previa um ajuste dos bancos estaduais, como contrapartida da ajuda que lhes seria prestada pelo Banco Central. Este ajuste seria baseado no fechamento de agências, redução dos quadros de pessoal, reavaliação das operações ativas dos bancos, bem como na sua capitalização por parte dos governos estaduais. Fixaram-se, visando a um aumento da eficiência operacional, metas que, se cumpridas por parte dos bancos estaduais, dariam origem a transferências diretas efetuadas pelo Banco Central (como, por exemplo, o perdão dos custos dos empréstimos de liquidez a que se referia o voto CMN 384/84 de 16.10.84) aos bancos estaduais. Além deste incentivo ao ajuste destas instituições financeiras, tentou-se também, pelo voto CMN 232/86, de 04.09.86, penalizar os bancos estaduais que não cumprissem as metas pactuadas.

Em detrimento de todos estes esforços efetuados no sentido de resolverem-se os problemas freqüentemente associados aos bancos estaduais, **as medidas adotadas apresentaram resultados nada animadores**. Dentre as instituições estaduais que se engajaram seja no PAC ou no PROREF, poucas apresentaram melhoras significativas. A maior parte permaneceu operando de forma semelhante àquela que deu origem a seus problemas de liquidez. As exigências acordadas de se fecharem agências deficitárias e recuperarem-se os créditos em atraso simplesmente não foram cumpridas. **Tratou-se esta de uma demonstração histórica de que o Banco Central não dispõe de mecanismos que lhe possibilitem levar a cabo acordos, ou mesmo suas delimitações, quando se trata de bancos estaduais**. Fatos deste tipo demonstram a necessidade de se privatizarem os bancos estaduais. Um outro exemplo nesta linha já vinha sendo dado desde o final da década de 70, quando os bancos estaduais passaram a dedicar boa parte de seus recursos aos seus acionistas controladores, os governos estaduais, em flagrante desrespeito à Lei 4595. Estes dois exemplos demonstram a pouca defensabilidade do acordo firmado ao final de 1995 entre o Banco Central e o Banespa, que infelizmente não prevê a privatização (que seria exemplar) deste último.

Dada a má administração de um banco estadual, gerando desequilíbrios de caixa que ameaçam a sua sobrevivência, o Banco Central do Brasil recorreu antes do Plano Real a dois expedientes, aos quais já nos reportamos anteriormente, visando à sua correção: o *Regime de Administração Especial Temporária (RAET)*, criado através do Decreto Lei 2321 de 25.02.87 e a *intervenção ou liquidação extrajudicial*. O RAET já havia sido utilizado, antes do Plano Real, para fazer frente a problemas dos bancos dos estados do Rio de Janeiro, Ceará, Santa Catarina, Mato Grosso, Bahia, Pará, Acre, Maranhão e do banco CREDIREAL de Minas Gerais. Depois do Plano Real, o RAET foi utilizado para o Banespa e para o Banerj. Até mesmo a liquidação extrajudicial, muito mais incisiva, que a princípio implicaria no fechamento ou na transferência de controle acionário da instituição a ela submetida, não tem se caracterizado, na prática, por esse grau de eficiência. Tome-se por exemplo a liquidação extra judicial do Banco do Estado de Alagoas decretada em novembro de 1988 e suspensa em setembro de 1991.

A solução para o problema dos bancos estaduais deve envolver *medidas de transição e medidas de consolidação*. Estas últimas se dão fundamentalmente através da independência do Banco Central do Brasil, da credibilidade desta instituição na consecução de sua função de defesa do valor da moeda, bem como da privatização dos bancos estaduais (o mesmo se aplicando aos federais).

Dentre as *medidas de transição* a mais importante reside no saneamento dos ativos e passivos destas instituições. Para as instituições estaduais com patrimônio líquido negativo, a União deve zerar este patrimônio com recursos a serem cobrados e recebidos dos governos estaduais. No caso dos bancos federais, a conta é mesmo da União. Após zerarem-se os patrimônios líquidos, efetua-se a privatização, liquidação ou fusão. O importante é retirar do estado a possibilidade de obtenção de recursos federais via Banco Central. Uma outra alternativa seria a transformação do banco estadual em agência de fomento não bancária, retirando-lhe a possibilidade de emitir depósitos à vista.

Difícilmente, entretanto, algum governador aceitaria permanecer com os custos da má administração e do empreguismo dos bancos estaduais sem a possibilidade de repasse destes custos, com saldo líquido bastante positivo, ao Banco Central. No caso dos bancos com patrimônio líquido positivo, a privatização pode e deveria dar-se imediatamente. O fechamento de agências já deviam ter se antecipado, como aconteceu em parte com alguns bancos privados, à própria queda da inflação.

Outra medida fundamental do ajuste da fase de transição reside na capitalização das instituições com patrimônio líquido negativo. Deve-se aí proceder a responsabilização dos acionistas majoritários, no caso os governos estaduais, que venderiam seus ativos (estatais estaduais) para a capitalização e securitização dos créditos de seus respectivos bancos. Esta atitude deveria ser exigida pelo Banco Central logo após o início de qualquer operação temporária de ajuda aos bancos estaduais.

O pagamento dos governos estaduais ao governo central deve se iniciar com a transferência das participações nos bancos estaduais para o Tesouro Federal. Privatização de empresas estatais estaduais com repasse de recursos ao Tesouro Federal e retenção das transferências de impostos da União aos estados podem também ser usados neste processo. Após a privatização, dever-se-ia, também instituir-se a proibição de se abrirem, por tempo indeterminado, novas instituições financeiras congêneres. Os estados já demonstraram inúmeras vezes não serem bons gestores na atividade bancária.

V - O Mercado de Capitais

A primeira parte desta seção faz um histórico do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários desde as reformas modernizantes da década de 60 até os nossos dias, de modo a ilustrar os sucessos obtidos e as insuficiências que ainda permanecem. As demais realizam uma anatomia de tais insuficiências de modo a entendê-las em seus aspectos conjunturais e estruturais e a poder propor um conjunto de políticas tendo em vista a sua superação.

V.1. Evolução Recente do Mercado de Capitais no Brasil

O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil é relativamente recente. Até meados da década de 60, as transações com ações e debêntures movimentavam cifras muito modestas. Somente a partir de 1964, surgiu a preocupação com o desenvolvimento de um ativo mercado de capitais.⁽¹⁾

As iniciativas governamentais nessa área estiveram então sintetizadas nas chamadas Lei da Reforma Bancária (4595/64) e na Lei do Mercado de Capitais (4728/65). A primeira estabeleceu o princípio de segmentação do mercado financeiro, dispondo sobre as normas de funcionamento do Banco Central e dos diversos intermediários. A segunda, entre outros dispositivos, regulamentou a atividade das Bolsas de Valores, criou incentivos fiscais para a emissão e aquisição de ações e debêntures, definiu o papel dos bancos de investimento e obrigou o registro no Banco Central das emissões públicas de tais títulos.

Após a entrada em vigor dessa legislação, e devido à queda da inflação e à retomada do crescimento econômico, teve início um período de grande interesse dos investidores pelo mercado de ações. O ápice desse ciclo de alta ocorreu em 1971, quando o volume de negócios alcançou US\$ 5 bilhões, equivalente a cerca de 10% do PIB da época, e os índices de lucratividade das bolsas de valores registraram alta de 200%, em termos reais. Houve também crescimento do mercado primário de ações e debêntures. Grande número de empresas abriu o capital e as emissões primárias cresceram 53%, em termos reais, entre 1965 e 1971 (CVM, 1986).

Porém, os anos seguintes foram particularmente difíceis devido ao forte *crash* que ocorreu em seguida ao ciclo de alta. Entre 1972 e 1974, o volume de transações nas bolsas de valores caiu para 2% do PIB, somente saindo desse patamar em 1980. Os índices de lucratividade também cederam fortemente de modo que ao fim de 1972 a valorização ocorrida desde 1970 tinha sido totalmente eliminada.

A evolução desfavorável do mercado de capitais nesse período levou os seus participantes e as autoridades a se engajarem em uma nova rodada de reformas. As principais medidas adotadas foram as seguintes: a) uma nova Lei das Sociedades por Ações (6404/76) impôs a padronização das demonstrações financeiras, determinou regras mais explícitas de cessão de informações (*disclosure*), obrigou a distribuição de dividendo mínimo e estendeu o direito de recesso dos acionistas; b) a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, Lei 6385/76), órgão regulador especificamente voltado para o mercado de capitais, de modo a restaurar a confiança abalada com o "crash" de 1971. A CVM objetiva explicitamente regular, fiscalizar e promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e c) o incremento de recursos compulsórios através dos investidores institucionais. O governo tornou obrigatório o investimento em ações e debêntures de parte das reservas técnicas das seguradoras e dos Fundos de Pensão; criou subsidiárias especializadas, geridas pelo BNDE, com o objetivo de subscrever emissões acionárias do setor privado e permitiu o investimento externo por meio das companhias de investimento reguladas pelo Decreto-Lei 1401/75.

Os primeiros resultados positivos dessas medidas apareceram em meados de 1983, quando o mercado antecipou o fim do ciclo recessivo que tinha se iniciado em 1981. O volume total de negócios cresceu 103% em 1984, 113% em 1985 e 36% em 1986, em termos reais, aproximando-se de novo da marca de 10% do PIB somente alcançada em 1971 (tabela V.1).

(1) Os dois termos são utilizados no Brasil para se referir a mesma coisa, ou seja, ao mercado de títulos de empresas abertas ("public companies" na linguagem dos países anglo-saxões) colocados diretamente ou com auxílio de bancos de investimentos, corretoras e distribuidoras ("underwriters") junto ao público. Um equívoco comum no Brasil é identificar tal mercado apenas com o mercado de ações, como se não alcançasse também os mercados de debêntures, de notas promissórias etc.

TABELA V.1
Volume de Negócios nas Bolsas de Valores (US\$ milhões)

Anos	à Vista	à Termo	Futuro	Opções	Outros	Total	% PIB
1980	2.834	216	2.412	29	82	5.573	3
81	1.641	32	4.217	305	131	6.326	3
82	2.168	92	2.977	669	188	6.094	3
83	2.717	455	234	1.448	213	5.067	2
84	5.556	1.220	1.241	1.441	828	10.286	4
85	12.660	1.945	837	4.716	1.759	21.917	7
86	18.681	3.443	146	7.399	146	29.815	9
87	6.412	407	51	3.104	76	10.102	3
88	12.789	304	-	4.756	213	18.067	5
89	13.966	272	-	2.083	792	17.114	4
90	4.956	81	-	448	95	5.581	1
91	9.002	nd	-	2.199	nd	11.313	3
92	18.122	nd	-	2.697	nd	23.753	5
93	27.701	nd	-	6.265	nd	39.590	8
94	59.677	nd	-	17.669	nd	87.864	17
95	32.566	nd	-	8.974	nd	78.924	28

Nota: 1995 até julho

Fonte: Informativo Mensal CVM, vários números.

O Ibovespa, índice de lucratividade das ações listadas na Bolsa de São Paulo, registrou acréscimos reais de 149%, 75% e 71%, respectivamente em 1983,84 e 85, muito superiores aos dos demais ativos financeiros (tabela V.2).

TABELA V.2
Mercado de Ações: Rentabilidades Reais Comparadas (1980-95)

Anos	ibvsp	acum	over	acum	câmbio	acum
1980	-32,7	-32,7	-30,5	-30,5	-11,3	-11,3
81	8,7	-26,9	-3,1	-32,6	-5,3	-16,1
82	-23,2	-43,8	9,5	-26,2	7,6	-9,7
83	149,4	40,0	-6,4	-31,0	26,8	14,5
84	75,4	145,7	5,6	-27,1	2,7	17,7
85	71,3	320,8	11,3	-18,8	7,8	26,8
86	-18,1	244,5	2,4	-16,9	-5,0	20,5
87	-72,5	-5,4	-12,2	-27,0	-6,1	13,2
88	69,3	60,2	1,8	-25,7	-12,1	-0,6
89	-3,9	54,0	33,1	-1,1	-19,7	-20,1
90	-64,0	-44,6	-20,5	-21,4	-11,3	-29,1
91	205,2	69,0	9,8	-13,7	22,5	-13,2
92	-8,0	55,6	31,1	13,2	2,7	-10,9
93	97,1	206,7	12,5	27,3	-5,1	-15,4
94	-2,9	197,9	25,0	59,2	-15,0	-28,1
95	-20,7	136,2	32,0	110,1	-4,8	-31,6
RMM	5,5		4,7		-2,3	
DP	74,90		17,91		12,43	

Nota: deflator=igpdi; câmbio oficial X infl.EUA.

RMM= retorno médio mensal; DP= desvio padrão

Fontes: Informativo Mensal CVM, Conjuntura Econômica FGV, vários números.

Houve também retomada das emissões primárias de ações, que alcançaram o recorde de US\$ 1198 milhões em 1986 (tabela V.3). O mercado primário de debêntures cresceu fortemente em 1981 e 1982, em vista da escassez do crédito bancário, mas este incremento não se sustentou adiante pois as autoridades lhe impuseram diversas restrições em 1983 e em 1986, das quais falaremos à frente.

TABELA V.3

Anos	Emissões de Ações (US\$ milhões)					%
	ordnrs	prfmcs	total	poup int (US\$bi)	(a/b)	
			(a)	(b)	(a/b)	
1980	252	397	649	40,5	1,6	
81	157	133	290	42,8	0,7	
82	224	245	469	38,7	1,2	
83	92	157	249	34,3	0,7	
84	140	390	530	46,1	1,2	
85	169	416	585	57,8	1,0	
86	223	975	1198	60,7	2,0	
87	165	225	390	83,3	0,5	
88	211	318	529	94,8	0,6	
89	262	496	758	111,5	0,7	
90	325	450	775	91,7	0,8	
91	207	395	602	83,0	0,7	
92	257	686	943	95,0	1,0	
93	534	307	841	97,0	0,9	
94	1178	1412	2590	106,2	2,4	
95	447	1574	2021	111,6	1,8	

Fontes: Informativo Mensal CVM, Boletim do BC, Contas Nacionais IBGE, vários números.

Entre 1987 e 1991, o mercado de capitais foi fortemente prejudicado pela escalada da inflação e pela queda do ritmo de crescimento da economia. Três novos *crashes* de cotações tiveram por efeito afastar de vez os pequenos e médios investidores do mercado de ações. Entre meados de 1986 e final de 1987, devido ao desastre do Plano Cruzado, o Ibovespa registrou queda real de 83%. Em junho de 1989, em razão da concentração e alavancagem excessivas de posições de um grupo poderoso de investidores, esse índice caiu 54%. Em 1990, devido à recessão e à drástica contração de liquidez causada pelo Plano Collor, o Ibovespa teve um decréscimo de 64%, em termos reais.

No mercado de debêntures, permaneceu o estancamento causado pela descontinuidade e falta de apoio governamental. As emissões primárias caíram a ridículos US\$ 27 milhões em 1987, recuperando-se em seguida devido à emissão atípica de títulos por parte da Siderbrás mas voltando a ceder em 1992 quando atingiram apenas US\$ 339 milhões (tabela V.4).

TABELA V.4

Emissões de Debêntures (US\$ milhões)

Anos	simples	convrsv	total	poup int (US\$bi)	%
			a	b	a/b
1980	158	150	308	40,47	0,76
81	1.452	283	1.735	42,8	4,1
82	1.395	357	1.752	38,7	4,5
83	176	520	696	34,3	2,0
84	104	195	299	46,1	0,6
85	70	45	115	57,8	0,2
86	42	97	139	60,7	0,2
87	3	24	27	83,3	0,0
88	2.625	628	3.253	94,8	3,4
89	735	750	1.485	111,5	1,3
90	806	110	916	91,7	1,0
91	971	40	1.011	83,0	1,2
92	284	55	339	95,0	0,4
93	3.314	529	3.843	97,0	4,0
94	1.430	1.874	3.304	106,2	3,1
95	6.275	960	7.235	111,6	6,5

Nota: 95 até julho

Fontes: Informativo Mensal CVM, Boletim do BC, Contas Nacionais IBGE, vários números.

Após esse período crítico, o mercado de valores mobiliários se recuperou e experimentou um ciclo de alta aparentemente com características novas. De fato, parecem ter diminuído a volatilidade e a ciclotimia que foram até recentemente suas características marcantes. O Ibovespa cresceu 205%, em termos reais, em 1991, e 97% em 1993, mas perdeu apenas 8% em 1992, 3% em 1994 e 21% em 1995. O volume de negócios nas Bolsas de Valores atingiu o recorde de 12,6% do PIB, em média, no período 1993-94. **As emissões primárias de ações, debêntures e notas promissórias aumentaram consistentemente desde 1992 e atingiram um recorde de cerca de 8,3% da poupança interna bruta em 1995.** Isto apesar da desaceleração do ritmo de atividades na economia interna e dos problemas de financiamento no mercado internacional.

Esses resultados positivos podem ser relacionados a quatro fatores. Primeiro, houve a abertura do mercado de capitais ao exterior, cujo objetivo foi conseguir recursos amparados em análise técnica rigorosa e aproveitando o crescimento dos fluxos de capitais em direção às economias emergentes. Os investimentos externos em tal mercado foram, como vimos, iniciados em 1975 e vêm sendo liberalizados desde então. Até 1991, só eram permitidos através de formas coletivas - sociedades e fundos de investimento - mas a partir daí permitiu-se a participação de investidores individuais pessoas jurídicas estrangeiras (Anexo IV da Resolução BC 1832/91) (Faria, 1993). Segundo, o mercado de capitais tem sido beneficiado pelo processo de reformas estruturais que foi acelerado desde 1990, em particular, pelas privatizações de empresas estatais. Terceiro, houve a queda drástica da inflação propiciada pelo Plano Real que é claramente um fator de estabilização dos preços e dos volumes de negócios no mercado de ações.

No entanto, a reforma do mercado de capitais deve continuar se lhe pretende conceder um lugar de destaque na economia nacional. Tendo em vista as tendências mundiais de incremento do comércio internacional de bens e serviços e dos fluxos de capitais, é certo que o mercado de capitais brasileiros

será chamado a desempenhar um papel cuja importância econômica não cabe duvidar. Tem sido assim ao redor do mundo, conforme pode ser visto na tabela V.5.

TABELA V.5
Indicadores de Mercado de Ações de Países Seleccionados (US\$ milhões)

Anos	1983			1992			% PIB		PIB92
	VM	VT	NE	VM	VT	NE	VM	VT	
Estados Unidos	1.898	797	7.722	4.757	2.678	7.014	80	45	5.950
Japao	565	231	1.789	2.399	635	2.118	65	17	3.690
Inglaterra	226	42	2.217	838	382	1.874	80	37	1.044
Alemanha	82	33	442	348	892	665	21	53	1.675
Mercados Desenvolvidos	3.203	1.193	16.436	10.124	5.263	117.637			
Cingapura	15	6	118	48	14	163	120	35	40
África do Sul	83	4	464	151	8	652	145	8	104
Brasil (BVSP)	15	5	505	45	20	565	12	5	406
Chile	3	0	214	29	2	245	78	5	37
México	3	1	163	139	44	195	42	13	329
Índia	7	2	3.118	65	20	6.700	23	7	280
Coreia	4	2	328	107	116	688	37	40	290
Taiwan	8	9	119	101	241	256	55	130	185
Tailândia	2	0	88	58	72	305	58	72	100
Mercados Emergentes	181	35	8.723	973	616	14.032			

Fontes: IFC Emerging Markets Factbook 1993; IFS/FMI.

VM = valor de mercado

VT = volume de transações

NE = números de empresas abertas

Os mercados de capitais de países emergentes como a Coreia, Cingapura, Taiwan, Tailândia, Índia, Chile, México e África do Sul, de nível de desenvolvimento semelhante ao do Brasil, apresentaram incrementos notáveis desde o início da década de 80. Em 1992, os volumes negociados em seus mercados de ações foram equivalentes a 40%, 35%, 130%, 72%, 7,1%, 5,4%, 13,4% e 7,7% dos PIBs respectivos e o valor de mercado do conjunto de suas companhias abertas situou-se em 36,9%, 120%, 54,6%, 58,0%, 23,2%, 78,4%, 42,2%, e 145,2% desses PIBs. O Brasil ficou na última posição, tendo negociado um volume de apenas 5,28% do PIB sobre a base de um valor de mercado das companhias abertas de 11,9%. Existe, portanto, amplo espaço de crescimento. O mercado de capitais deveria ser o veículo adequado para que as empresas pudessem obter um melhor equilíbrio entre recursos próprios e de terceiros e entre crédito bancário e empréstimos obtidos diretamente junto ao público (via debêntures, notas promissórias etc.), para a democratização do capital junto à população, para operar com transparência e de modo eficiente as privatizações de empresas estatais e para suportar adequadamente o enorme volume de recursos que certamente serão canalizados para os fundos de pensão, principalmente após a consecução de uma reforma séria da previdência social. Entretanto, para que cumpra esse papel, é necessário eliminarem-se vários obstáculos e dificuldades que, até o momento, tem impedido seu pleno desenvolvimento no país.

V.2. Análise por Mercados: Primário de Ações, Primário de Debêntures e Notas Promissórias e Secundário de Ações

Mercado Primário de Ações

A tabela V.3 anteriormente apresentada mostra a pequena magnitude do mercado primário de ações relativamente às necessidades de poupança da economia brasileira. **As emissões primárias de ações como porcentagem da poupança interna bruta foram, em média, de apenas 1% no período de 1980 a 1994.** Ao longo desse período destacam-se apenas os desempenhos de anos de excepcional crescimento econômico como 1980, quando alcançou 1,6%, 1986, 2%, e 1994, com 2,4%. **Em 1995, houve decréscimo** (1,8% em termos estimados) mas o resultado não foi desanimador, tendo em vista as dificuldades da economia brasileira e faz crer que o mercado possa ter avançado na superação dos problemas do passado.

Desse total, em média, 37,6% foram de emissões de ações ordinárias, podendo se observar que a participação das emissões de ações preferenciais (sem direito a voto) aumenta nos períodos de alta das cotações no mercado secundário, quando os investidores estão ávidos por títulos, e decresce em caso contrário.

A anemia do mercado primário de ações tem várias explicações. **Em primeiro lugar, existe a aversão ao risco do empresário brasileiro típico expressa na tradição da empresa familiar fechada, refratária à absorção de novos sócios no seu capital.** Um estudo realizado pela CVM (Mendes, 1987) detectou em 1987 que o controle das empresas abertas nacionais era realizado, em média, com cerca de 70% das ações ordinárias em poder dos controladores. Esse fato pode ser cotejado com o que ocorre, por exemplo, nas "corporations" norte americanas onde as ações com direito a voto são extremamente pulverizadas não sendo incomum que o maior acionista detenha apenas 5% do capital votante. Há ainda o desincentivo à emissão de ações causado pelos tratamentos fiscais de juros e dividendos que abordaremos mais adiante.

Em segundo lugar, do lado do investidor, existe a concorrência desigual dos títulos de renda fixa. Estes, no passado, prometiam pagar correção monetária plena, o que era considerado uma desvantagem em relação às ações. Atualmente, não existe mais a correção monetária, mas é evidente que taxas reais de juros como as que temos presenciado desde 1991, flutuando entre 15 e 25% ao ano, líquidas de imposto, são outro desestímulo à aquisição de ações. Além disso, havia (e ainda há) o problema da falta de credibilidade dos intermediários que era particularmente sentida pelos médios e pequenos investidores, usualmente pessoas físicas, na medida em que tinham dificuldades em se fazer respeitar (inclusive na questão de garantia de execução fidedigna de ordens de negociação) por parte das corretoras e distribuidoras.

Terceiro, a tributação também não tem ajudado. Desde 1990, o ganho de capital no investimento em ações tem sido tributado (no âmbito do imposto de renda) praticamente à mesma alíquota dos ganhos nas aplicações de renda fixa. Há aí uma igualdade descabida haja vista que, na maioria esmagadora das vezes, o risco do primeiro é muito maior que o do segundo investimento.

Quarto, as emissões primárias de ações tem sido prejudicadas pela instabilidade da economia brasileira. É evidente que tais emissões guardam relação estreita com o comportamento das cotações. "Coeteris paribus", quanto mais elevadas as cotações, menor é o custo do capital próprio relativamente ao de terceiros. Ora, o comportamento das cotações é determinado pelo que ocorre no mercado secundário, sendo clara a partir daí a relação que existe entre os dois mercados. Tal relação pode ser ilustrada pelo coeficiente de determinação estatístico entre as emissões primárias de ações, em dólares, e o nível real do Ibovespa, que foi de 48% no período de 1980 a 1995 ⁽²⁾. Sendo assim, é evidente que a ciclotimia das cotações e dos volumes de negócios, referida acima (na segunda parte deste trabalho), é um fator limitativo também para o mercado primário de ações.

Finalmente, existe a questão do alto custo da abertura de capital por parte das empresas. Para que uma sociedade anônima seja considerada aberta, ou seja, tenha seus títulos admitidos para negociação em mercados de bolsa ou de balcão, é necessário cumprir uma série de obrigações legais como, por exemplo, a) a publicação periódica em jornais de grande circulação dos balanços e demais demonstrativos financeiros; b) a padronização contábil e a contratação de auditores independentes de tais documentos; c) o envio à CVM de informações financeiras periódicas, no mínimo trimestrais; d) o envio à CVM de informações sobre quaisquer fatos relevantes afetando a vida da empresa que possam influir nas cotações; e) o registro das emissões de títulos nesta autarquia e o pagamento de taxa de fiscalização à CVM (Lei 7940/89) e f) o pagamento de anuidades, a contribuição ao Fundo de Garantia e o envio periódico de informações econômico-financeiras às Bolsas de Valores se pretende ter ali seus títulos negociados. É claro que tais exigências significam custos que devem ser cotejados com os eventuais benefícios decorrentes do maior *diclosure* de informações em termos de menores taxas de juros e menor custo de capital.

Entretanto, a experiência tem dado indicações de que tais custos teriam se tornado talvez excessivos. A tabela V.6 demonstra que, desde o início da década de 80, decresceram quase monotonicamente o número de companhias abertas. De 1152 em 1983 caíram para 839 em 1993 (atualmente são 874). Destas, menos de 200 participam ativamente do mercado de capitais e apenas 50 ações se pode considerar como tendo liquidez adequada em Bolsas de Valores.

TABELA V.6
Estoque de Cias abertas

Anos		Anos	
1980	1.041	88	969
81	1.066	89	944
82	1.135	90	901
83	1.152	91	851
84	980	92	860
85	995	93	839
86	1.020	94	845
87	999	95	854

Nota: 1995 junho

Fonte: Informativo Mensal CVM

Reformas Necessárias Para Incrementar-se o Mercado Primário de Ações

⁽²⁾ Obtido com base em regressão estatística das emissões primárias contra o Ibovespa real defasado de um período e uma variável "dummy" para ações ordinárias.

Do exposto acima, resultam as seguintes sugestões de mudanças. No que se refere à aversão ao risco do empresário brasileiro, se deve proceder com cautela. Sendo este um traço cultural, não é razoável esperar alterações rápidas nessa área nem pensar que estas possam ocorrer simplesmente através de imposição de novas regulamentações. Nesse sentido, **caberia induzir ao aumento das emissões de ações ordinárias mediante restrição gradual à emissão de ações preferenciais⁽³⁾**.

A tributação também deve ser revista. É claro que o ganho de capital no investimento em ações não pode ter o mesmo tratamento fiscal que o obtido nas aplicações de renda fixa. Os riscos envolvidos são muito diferentes. Nesse sentido, uma alteração óbvia seria fazer incidir a tributação escalonadamente de modo a que a alíquota do Imposto de Renda diminua à medida em que aumente o período de retenção das ações para efeito de auferição do ganho de capital.. No caso da tributação de dividendos, a solução óbvia seria conceder tratamento fiscal idêntico ao dos juros pagos, ou seja, permitir a empresa deduzir do lucro tributável o dividendo distribuído.

Quanto aos problemas causados pela **instabilidade macroeconômica**, as ações corretivas dependem do gerenciamento da política econômica por parte do governo, em particular, das políticas monetária e fiscal. Claramente, um enorme passo foi dado com a edição e o bem sucedido gerenciamento (até o momento) do Plano Real. Mas é evidente que tal plano necessita de medidas de ajuste adicionais para ser consolidado, principalmente no âmbito da política fiscal. Isto posto, tais ações escapam ao escopo desse trabalho. Entretanto, uma solução de contorno dos problemas criados pela instabilidade seria a regulamentação das chamadas "emissões de prateleira" ("shelf registration" nos Estados Unidos). No sistema atual, uma vez determinados na Assembléia Geral o montante da chamada de capital e o preço de emissão, os títulos devem ser vendidos todos de uma só vez. No mecanismo proposto, ao invés disso, se permite que uma parte da emissão seja posta de lado - "na prateleira" - para ser vendida aos poucos sempre que o emissor sentir necessidade de fundos, encontrar condições favoráveis de mercado ou receber proposta vantajosa de integrantes do sistema de "underwriting"⁽⁴⁾.

Com respeito à questão do custo de abertura de capital, cabe notar que este não é um problema só nacional. Ao contrário, tem sido observado internacionalmente e a solução encontrada (por exemplo, na Austrália, França, Japão, Cingapura, Alemanha, Coréia e Canadá (Faria, 1990)) foi criar uma alternativa àquelas empresas que se tornaram grandes demais para permanecerem fechadas mas ainda são pequenas para sustentar os custos totais de abertura de capital. Essa solução é o chamado "Segundo Mercado" ou "Mercado de Acesso", ou seja, um mercado de títulos em que as exigências de publicação periódica de informações ("disclosure") por parte das empresas são mais brandas que no mercado principal, do mesmo modo que as diversas taxas e emolumentos pagos ao órgão regulador e aos intermediários financeiros. Recentemente, a CVM aprovou Resolução neste sentido.

Mercado Primário de Debêntures e Notas Promissórias

O mercado primário de debêntures já deu sobejas demonstrações de seu potencial de crescimento no Brasil. **No período de 1980 a 1995**, e apesar da recorrente hostilidade de diversos governos e do sistema bancário, que emitem títulos competidores das debêntures, **as emissões primárias de debêntures alcançaram uma média de 2,5% da poupança interna bruta, mais do que o dobro**

⁽³⁾ Atualmente, de acordo com a Lei 6404/76, uma empresa pode emitir no máximo em ações preferenciais o dobro do número que possui em ações ordinárias.

⁽⁴⁾ Já houve um avanço nesta direção de vez que o Parecer de Orientação CVM 23/91 destacou a possibilidade de fixação do preço de emissão com base em média móvel das cotações e a utilização de leilão em Bolsas de Valores como procedimento de distribuições pública.

das emissões de ações. Em determinados períodos, principalmente quando houve restrições severas à expansão dos créditos pelo sistema bancário, as emissões de debêntures atingiram cifras notáveis. Foi assim em 1981/82 e em 1993/95, com emissões superiores a 3% daquela variável. **É de se notar o recorde de 1995, ano em que as debêntures carregaram US\$ 7235 milhões para as empresas abertas, o que representou em torno de 6,5% da poupança interna bruta.** A maior parte das emissões, 74,5%, em média no período 1980-95, referiu-se a debêntures simples.

Dada a aversão à absorção de novos sócios por parte do empresariado brasileiro e os problemas de instabilidade e credibilidade do mercado de ações, não seria de se estranhar se o mercado de debêntures assumisse papel de crescente destaque (talvez o principal) no mercado de capitais brasileiro. **O que tem faltado?** Em primeiro lugar, conforme foi citado acima, existiram as restrições impostas pelos governos. Assim, em 1983, depois do forte crescimento dos anos anteriores, as autoridades estabeleceram uma série de entraves ao desenvolvimento do mercado debêntures em função do temor de que as empresas pudessem utilizá-lo para escapar das restrições quantitativas de crédito incidentes sobre os bancos comerciais. Foram tomadas então as seguintes medidas : limitação de aquisição de debêntures por parte dos fundos de pensão e bancos comerciais (Resoluções BC 756 e 794/83) e aumento da carga tributária sobre o papel através da taxa do deságio na emissão de debêntures (Decreto Lei 2072/83). Tais medidas se fizeram sentir imediatamente visto que as emissões caíram subitamente (87%) em 1983 relativamente ao ano anterior.

Posteriormente, nova armadilha foi colocada às debêntures pelos artífices do Plano Cruzado, que à guisa de terminar com a inflação inercial, tornaram compulsória a desindexação da economia. Nessa ocasião, foram proibidas as emissões de debêntures com cláusula de correção monetária (Resolução BC 1114/86). Ora, sendo tipicamente um título de longo prazo, é claro que tal dispositivo regulamentar inviabilizou o mercado de debêntures quando a inflação voltou com força no final de 1986. As emissões despencaram novamente em 1987 só voltando a se recuperar em 1992/93⁽⁵⁾.

As razões de tal recuperação prendem-se à permissão de emissão de debêntures por parte das **sociedades de arrendamento mercantil** que, dessa forma, encontraram um meio de se capitalizar a taxas de juros mais baixas e a mais longo prazo. Também contribuiu a autorização de emissão de cédulas pignoratícias de debêntures por parte do sistema bancário (Resolução BC 1825/91) que pode, assim, encontrar um meio de fuga dos altos compulsórios e demais restrições estabelecidos pelo BC sobre suas operações ativas e passivas no intuito de defender o Plano Real. Por isso, recentemente, foram novamente tomadas medidas de contenção como, por exemplo, a Circular BC 2457/94 que impôs um recolhimento compulsório de 30% sobre as emissões de cédulas pignoratícias de debêntures. Entretanto, tudo indica que tais restrições não comprometeram o crescimento do mercado como nas vezes anteriores. Provavelmente, o aumento do custo de emissão causado por essa legislação não foi suficiente para compensar o benefício de fugir das taxas escorchantes de juros praticadas no mercado financeiro doméstico.

Em segundo lugar, um sério impedimento ao desenvolvimento do mercado de debêntures tem sido a inflação elevada. A debênture é um título de longo prazo. A imaginação criativa nacional foi capaz de criar mecanismos diversos para tornar atrativa sua aquisição mesmo em ambiente de alta inflação como, por exemplo, a correção monetária do principal e as repactuações periódicas de

⁽⁵⁾ O resultado verificado em 1988, de US\$ 3,2 bilhões em emissões primárias de debêntures, pode ser considerado como totalmente atípico, pois 80% dele se referiu à emissão de debêntures da Siderbrás, de triste memória. Os títulos foram compulsoriamente comprados pelos investidores institucionais e posteriormente houve o "default" da empresa. Hoje integram o programa de privatização como genuínas "moedas podres".

rendimentos. Entretanto, a eficácia de tais mecanismos é sabidamente imperfeita, principalmente quando a inflação se acelera de modo inesperado. A inflação é também uma das causas da anemia do mercado secundário de debêntures, o que repercute negativamente sobre as emissões primárias. Estas não tem a garantia de elevada liquidez que facilita, por exemplo, a absorção dos títulos de renda fixa emitidos pelo Tesouro Nacional e pelos bancos.

Terceiro, existe um grave vício de origem na CVM que é o de concentrar as atenções e cuidados no mercado de ações, principalmente no mercado de ações negociadas em bolsas, deixando de lado o mercado de debêntures. Como se o mercado de capitais não englobasse também o mercado de títulos de renda fixa emitidos pelas empresas. Esta é uma tradição histórica mas se trata de um grave erro pois, como chamamos à atenção acima, é indubitável a maior importância das debêntures relativamente às ações como instrumento de capitalização das empresas.

Problemas semelhantes retardaram durante anos a regulamentação das notas promissórias (*commercial papers*) que são títulos de renda fixa de curto prazo emitidos pelas empresas. Esta só ocorreu em 1990, depois do cataclisma produzido pelo Plano Collor, e veio a luz através de legislação (Resolução BC 1795/91 e Instrução CVM 134/90) extremamente intrincada e restritiva. Enquanto nos Estados Unidos uma emissão de "commercial paper" pode ser decidida e posta em execução em menos de 30 dias, no Brasil o processo é lento e burocratizado, devendo o emissor apresentar a CVM inúmeros documentos comprobatórios de suas boas intenções, o prospecto de emissão e várias garantias de crédito. Deve ainda pagar taxa de fiscalização à CVM (0,64% até 1994 e 0,10% após, de acordo com a Portaria MEF 331/94) e esperar o período de análise da emissão que pode durar até 30 dias. Ainda assim, as emissões de notas promissórias cresceram e alcançaram, em 1995, US\$ 1187 milhões, o que representou 58% do total das emissões de ações no mesmo período. Note-se que nos Estados Unidos, as emissões desses títulos atingiram US\$ 87 bilhões entre junho de 1995 e junho de 1994, o equivalente a 1,55% do seu PIB.

Do exposto acima, fica claro que o desenvolvimento dos mercados de debêntures e de notas promissórias depende de poucos fatores. **É necessário estabelecer um conjunto de regras fiscais, operacionais e de emissão competitivas com os demais títulos de renda fixa de emissão do governo e do sistema bancário.** Isto posto, não há dúvida que as debêntures e as notas promissórias apresentarão notável desenvolvimento no Brasil servindo, inclusive, para potencializar o mercado primário de ações, pois muitas empresas encaram os mercados daqueles títulos como ante-sala do mercado acionário. Ademais, no caso das debêntures, isto seria facilitado se a inflação convergissem proximamente para padrões internacionais. Pois, nesse caso, é possível prever o desenvolvimento de toda a gama de mercados de crédito de longo prazo, inclusive o mercado secundário de debêntures, que presentemente faltam ao Brasil.

Mercado Secundário de Ações

Três palavras caracterizam bem o mercado secundário de ações no Brasil: ciclotimia, concentração e desconfiança.

A ciclotimia é evidente quando se analisam a rentabilidade desses títulos expressa nos índices de bolsas. No período 1980-95, com base no Ibovespa, o retorno médio anual dos investimentos em ações foi de 5,5%, em termos reais, mas com um desvio padrão de 74,9; no mesmo período, os retornos médios anuais das aplicações em títulos públicos federais e da taxa de câmbio foram de 4,7%, e -2,3%, com desvios padrões de 17,9 e 12,4 (tabela V.2 anteriormente apresentada). O volume

total de negócios em Bolsas de Valores (à vista, termo, futuros e opções) também experimentou forte oscilação nesse período: como porcentagem do PIB passou de 2,6% em 1980 para 8,8% em 1986 (ano do Plano Cruzado), caindo em seguida para 2,8% e baixando para apenas 1,3% em 1990. **Com a abertura do mercado aos investidores estrangeiros, voltou a se recuperar, atingindo 16,5% do PIB em 1994** (tabela V.1 anteriormente apresentada).

A concentração do mercado tem aumentado nos últimos anos e se manifesta de diversas formas. **Primeiro, há a concentração dos negócios em umas poucas ações**, em geral, de empresas estatais. Isto era de se esperar, haja visto que tais empresas tem baixo risco de falência e controlam os mercados em que operam. Em 1980, as cinco ações mais negociadas eram responsáveis por 31% do volume total de negócios; em 1994, esse percentual subiu para 67% (tabela V.7).

TABELA V.7			
Concentração de Negócios no Mercado Secundário de Ações			
Anos	Participação das Ações mais negociadas (%)		
	cinco mais	dez mais	cinquenta mais
1980	31	39	66
81	42	51	74
82	43	57	77
83	42	49	73
84	50	58	78
85	54	61	81
86	47	55	74
87	54	59	79
88	67	75	85
89	58	64	83
90	56	63	84
91	70	79	91
92	72	80	94
93	65	75	92
94	67	75	91

Fonte: Relatório Anual CNBV, Vários números.

Analogamente, em 1980, das 50 ações mais negociadas no mercado à vista, 52% eram de emissão de empresas estatais; em 1994, esse percentual aumentou para 74% (tabela V.8).

TABELA V.8
Cinquenta ações mais negociadas no mercado à vista
Participação por origem do capital (%)

Anos	Estatal	priv nacnl	priv estrng
1980	52	37	11
81	63	27	10
82	65	25	10
83	48	42	10
84	51	45	4
85	56	45	2
86	38	58	4
87	48	51	1
88	59	40	1
89	42	56	2
90	49	49	2
91	74	25,5	0,5
92	76	23,4	0,6
93	74	26	0
94	74	26	0

Fonte: Relatório Anual CNBV, Vários números.

No final de 1995, os negócios com Telebrás representaram mais de 60% do volume total de negócios na Bolsa de São Paulo.

Segundo, existe também concentração ao nível dos investidores. Os investidores institucionais, em particular os fundos de pensão, onde pontificam os de empregados de empresas estatais, detêm investimentos em ações equivalentes a 24% do valor de mercado das companhias abertas. Como no mercado brasileiro parcela ponderável das ações se encontra em poder dos controladores (46%, em média entre jul.84 e dez.85 (10)), a participação de tais carteiras no valor efetivamente em circulação se aproxima dos 40%.

Terceiro, há concentração no setor de intermediários financeiros. Entre 1980 e 1995, diminuiu o número de corretoras e distribuidoras mas aumentou, no agregado, o de bancos (comerciais e múltiplos). Ou seja, é muito provável que o mercado esteja mais dominado do que antes por corretoras de bancos ao invés de corretoras independentes que, em tese, teriam um interesse maior no mercado de ações relativamente ao mercado de renda fixa.

Quarto, existe concentração regional. O número de Bolsas de Valores continuou o mesmo mas é patente a concentração dos negócios em São Paulo. Enquanto em 1980 a Bolsa de São Paulo negociava 48% do volume da Bolsa do Rio de Janeiro, este percentual aumentou para 692% em 1995. As demais bolsas são e sempre foram pouco significativas.

A concentração de mercado é prejudicial pois, existindo um número elevado de ações de baixa liquidez, ficam potencializados os movimentos anormais de preços (manipulações) e de volumes (condições artificiais de liquidez) bem como os *corners* e *squeezes* em mercados derivativos (controle da oferta de títulos no mercado à vista por parte de grupo de investidores e assunção de posições

elevadas à futuro na ponta de compra). Esses fenômenos concorrem para diminuir a competição e, portanto, a eficiência alocativa do mercado de ações.

Quanto à desconfiança, ela ocorre por diversas razões.

Primeiro, o próprio histórico de volatilidade excessiva assusta a maior parte dos investidores, mesmo indivíduos experimentados nos meandros do sistema financeiro.

Segundo, há uma tradição de atendimento deficiente dos pequenos e médios investidores por parte do sistema de intermediação. Tais investidores geralmente só operam nos períodos de alta mas, nessas fases, muitos intermediários se interessam apenas por ordens de negociação elevadas.

Terceiro, há o reconhecimento de um *enforcement* deficiente das regras de negociação e dos direitos dos acionistas minoritários por parte dos órgãos auto-reguladores (as bolsas) e da CVM. Como consequência, os escândalos se sucederam e muitos investidores não só vêem o mercado acionário como um cassino mas também desconfiam da honestidade do "croupier". No relacionamento com as empresas abertas, não tem havido segurança de cumprimento das disposições da Lei das Sociedades Anônimas, principalmente no que se refere ao dividendo mínimo obrigatório e ao respeito ao direito de recesso, como ficou claro nos casos recentes da cisão do Banco Econômico e da incorporação do Banco Nacional. A CVM tem tido, inclusive, dificuldade de obrigar muitas empresas abertas ao mínimo, ou seja, a lhe enviarem as informações trimestrais a que estão obrigadas por lei.

Quarto, a intervenção do Estado também não ajuda. Para começar, o Estado tolerou a superinflação durante anos. Esta é altamente maléfica ao mercado de ações pois o investimento acionário pressupõe o cálculo de preços "normais" de longo prazo. Para isto, é fundamental a fidedignidade e a transparência dos demonstrativos financeiros das empresas, o que é virtualmente impossível em condições de inflação crônica. **O Estado tributa pesadamente os dividendos e ganhos de capital com ações mas permite a dedução dos juros pagos pelas empresas.** Os governos parecem competir para ver qual muda com mais frequência as regras do jogo. Não é incomum alíquotas e bases de tributos mudarem mais de uma vez no mesmo ano. O mesmo tem ocorrido com relação às regras de elaboração dos balanços e às regras de diversificação das carteiras dos investidores institucionais.

Do exposto, resultam as seguintes sugestões de aperfeiçoamento:

- i. **melhora do *enforcement* por parte da CVM, tanto no que se refere à regulação prudencial e fiscalização do mercado de ações** quanto ao relacionamento acionista/empresa, particularmente o respeito aos direitos do acionista minoritário. O objetivo deve ser a criação de um mercado livre, competitivo e eficiente. Como se verá mais adiante, enquanto o mercado cresceu e se sofisticou a CVM estancou. Haveria, portanto, necessidade de fazê-la acompanhar tal progresso. Isto envolveria alterações na Lei 6385/76 e deveriam estar previstos também programas de treinamento e de capacitação tecnológica (envolvendo maior informatização) tendo em vista o melhor monitoramento do mercado.
- ii. **alteração da Lei das Sociedades Anônimas.** No intuito de melhorar a confiança dos investidores no produto/ação, caberia tomar medidas de restrição gradual à emissão de ações preferenciais,

haja vista a baixa qualidade, em geral, desses títulos, que não dão direito de voto nem garantem preferência efetiva (apesar do disposto na Lei das S.A.) no recebimento de dividendos.

- iii. **retorno do direito de recesso nos casos de fusão, incorporação ou cisão de empresas, conforme consta da Lei 6404/76.** Para isto se faz necessário revogar a Lei 7958/89 que eliminou tal direito. Recentemente, a Medida Provisória voltou a tratar deste assunto, extinguindo o direito de recesso no caso de fusões no sistema financeiro (o que causou espécie aos acionistas minoritários do Banco Nacional). Cabe também reestudar-se se a avaliação do valor das ações no caso de retirada deve ocorrer com base no valor de mercado vigente antes do fato gerador dos eventos citados ou no valor patrimonial, como dispõe a Lei 6404. No caso brasileiro, o primeiro costuma ser sensivelmente superior ao segundo.
- iv. **eliminação das brechas contábeis que possibilitam a confecção de balanços não reveladores da real situação das companhias** e obrigação de complementação do demonstrativo de origem e aplicação de recursos com o fluxo de caixa .
- v. **Estabelecer estudos discutindo a viabilidade e o interesse para o mercado da criação dos *Brazilian Depositary Receipt* (BDR).** Os ADR foram criados com o objetivo de permitir aos investidores americanos acesso aos mercados externos de capitais sem os inconvenientes de estarem expostos a procedimentos legais e operacionais incompatíveis com os que estão acostumados. Dados os problemas diversos que afetam o mercado brasileiro, muitas empresas lançaram ADR e houve o conseqüente deslocamento da liquidez para o exterior, o que tem preocupado os intermediários nacionais. A criação dos BDR (e não o fim dos ADR como querem alguns) seria a resposta adequada, porque de mercado, para esse problema de vez que permitiria a competição com o exterior em bases mais igualitárias.
- vi. **revisão da tributação sobre o mercado de ações.** Tratado no tópico respectivo abaixo.
- vii. **diminuição do ativismo legal desestabilizador por parte do Executivo.** As normas legais não tem porque serem eternas mas tampouco é benéfico para os mercados que mudem da noite para o dia sem ampla discussão dos interessados. A sugestão é pouco prática mas mesmo assim, inevitável.
- viii. **consolidação do Plano Real.** Idem quanto à praticidade e pertinência da proposta. Como dito acima, a inflação é um dos maiores inimigos do mercado de ações. O Executivo já deu grandes passos para a sua derrota definitiva mas falta acelerar as reformas estruturais, em particular, aquelas relacionadas com a eliminação do déficit do setor público para que a estabilização monetária tenha pleno sucesso.
- ix. **privatização das empresas estatais.** Além de permitir melhor gerenciamento de tais empresas, contribuir para a redução do déficit público e diminuir um dos fatores de concentração do mercado acionário, a privatização deveria ter como objetivo o alargamento da base acionária, como ocorreu com sucesso em vários países, notadamente na Inglaterra. A aquisição de ações de empresas privatizadas por parte do público poderia ser facilitada pela concessão de financiamentos a taxas reais de juros favorecidas (positivas mas menores que as de mercado) por parte do governo ou de organismos de fomento internacionais.

- x. **reativação do Comitê de Desenvolvimento do Mercado de Capitais (CODIMEC).** A experiência do CODIMEC em promover o mercado acionário através da confecção de prospectos, publicação de livros e periódicos e realização de cursos sobre o mercado de capitais foi, no geral, positiva. Sua descontinuação em 1990 se deveu menos aos eventuais defeitos do que a uma conjuntura macroeconômica desfavorável que trouxe dificuldades aos seus financiadores (Bolsas, ANCOR, ABRASCA, ANBID etc., enfim, as diversas entidades do mercado). Um novo comitê deveria estabelecer uma estratégia de *marketing* agressiva tendo em vista a retração dos investidores individuais desde o *crash* de 1986, relacionado ao colapso do Plano Cruzado.

V.3. Tributação no Mercado de Capitais

O tratamento fiscal das operações com valores mobiliários no Brasil tem variado enormemente segundo a maior ou menor necessidade de caixa por parte do Tesouro Nacional e segundo o sobe-e-desce da inflação. Em geral, vem se caracterizando pela substituição progressiva da tributação na declaração de rendimentos pelo regime de tributação na fonte. Uma outra tendência tem sido o fim dos incentivos fiscais e de outros privilégios concedidos à aquisição de tais títulos.

Há uma supertributação das ações pois não só o lucro das empresas é tributado mas também o rendimento (dividendo) e o eventual ganho de capital. Se a isso se adiciona o fato de que os juros pagos pelas empresas são dedutíveis do lucro sujeito ao IR, fica claro o baixo incentivo à emissão e aquisição de ações no Brasil comparativamente à assunção de dívida e às aplicações de renda fixa. Além disso, ressalte-se o absurdo de tributar às mesmas alíquotas os ganhos de capital nos mercados de renda fixa e variável como se os níveis de risco nesses dois mercados fossem idênticos.

A seguir, as principais características dos tributos incidentes sobre transações com valores mobiliários em 1995:

a) Tributação de Rendimentos:

Os dividendos e bonificações em dinheiro, quando pagos ou creditados a pessoa física ou jurídica residente ou domiciliada no país, estão sujeitos à incidência de IR na fonte a alíquota de 15%. O imposto assim descontado pode ser deduzido do imposto devido na declaração de ajuste anual do beneficiário pessoa física e é considerado como antecipação, sujeita a correção monetária, compensável com o IR que a pessoa jurídica beneficiária, tributada com base no lucro real, tiver de recolher relativo à distribuição de dividendos e bonificações em dinheiro. Os dividendos e bonificações em dinheiro pagos a residentes ou domiciliados no exterior estão sujeitos a IR na fonte à alíquota de 15%. Os rendimentos periódicos (juros) obtidos por debêntures e notas comerciais são tributados pelo IR na fonte à alíquota de 10% quando da sua percepção.

b) Tributação de Ganhos de Capital:

Os ganhos líquidos apurados por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, em operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas bem como por investidores no resgate de cotas de fundos mútuos e de clubes de investimento são tributadas pelo IR à alíquota de 10% sobre os ganhos líquidos (nominais), apurados mensalmente no primeiro caso e na fonte, no segundo. Os ganhos de capital obtidos em operações com debêntures e notas comerciais são tributados pelo IR à alíquota de 10% incidentes sobre a diferença entre o valor de alienação e o valor do investimento.

Cotejada com a experiência de países de nível de desenvolvimento semelhante, fica evidente a alta tributação dos ganhos de capital em aplicações de renda variável no Brasil. Já no final da década de 80, Hong Kong, Taiwan, Coréia, Japão, Itália e Alemanha não tributavam os ganhos de capital no mercado acionário⁽⁶⁾. É de se notar que a diferença de tratamento entre nacionais e estrangeiros estimula manobras de evasão de impostos por meio da exportação fictícia de capitais. Os ganhos de capital auferidos por investidores residentes ou domiciliados no exterior são isentos.

Do exposto acima sugerem-se as seguintes medidas:

- i. **harmonização do tratamento fiscal de juros e dividendos.** Os dividendos pagos devem ser também dedutíveis para efeito de pagamento do Imposto de Renda das empresas ou então se deve eliminar a dedução dos juros. O benefício dado à capitalização por meio de empréstimos vis-à-vis à acionária é absurdo quando se leva em conta o aumento do risco de falência decorrente do elevado endividamento, risco esse que pode ser minimizado com um maior aporte de capital por meio da venda de ações ao público. Um passo nessa direção foi dado recentemente pelo Congresso ao aprovar a Lei 9249/95 que isentou os dividendos do imposto de renda na fonte e da sua integração à base de cálculo do IRPJ ou IRPF de residentes e não-residentes.
- ii. **redução do imposto sobre ganhos de capital no mercado de ações.** Conforme mencionado acima, não faz sentido tributar às mesmas alíquotas ganhos de capital em operações de renda fixa e de renda variável tendo em vista as diferenças de risco. Assim, no mercado de ações, uma solução seria escalonar as alíquotas de tributação de modo a isentar os ganhos obtidos em operações de longo prazo, por exemplo, superiores a 12 meses.
- iii. **harmonização da tributação entre residentes e não-residentes.** Conforme visto acima, no intuito de aumentar a captação de recursos externos, o Executivo isentou os ganhos de capital obtidos por investidores estrangeiros mas continua tributando os obtidos por investidores domésticos. Com isso, desestimula-se o investimento interno e se incentiva a saída de capital doméstico e o seu retorno como investimento externo, portanto, isento de tributação.
- iv. **harmonização da tributação interna com a externa.** É preciso prestar atenção às tendências internacionais de tributação. A medida em que se acelera o processo de globalização, cada vez mais os países competem pelos fluxos de capitais externos e essa competição se dá muitas vezes através de regras mais brandas de tributação. Se o Brasil não quiser ficar de fora dessa corrida deve harmonizar a sua legislação tributária com a de seus principais competidores.

V.4. Papel dos investidores institucionais

Mencionamos acima a estratégia das autoridades em meados da década de 70 de, entre outras medidas, fortalecer os chamados investidores institucionais, ou seja, aquelas instituições geralmente obrigadas por lei a aplicar determinada parcela de seus recursos no mercado de capitais, como meio de evitar a eclosão de crises graves como a de 1971. A idéia subjacente era a de que os mercados de ações e debêntures se tornariam com isso menos instáveis pois tais investidores poderiam dispor de análise técnica mais acurada que os investidores individuais e consequentemente se concentrar menos no curto prazo. Ademais, haveria garantia de um fluxo contínuo de recursos para o mercado.

⁽⁶⁾ vide Faria, Lauro V., op.cit., 1990.

O enorme crescimento dos investidores institucionais é um fato evidente desde aquela época indicando que, pelo menos em parte, a estratégia do governo foi bem sucedida. O número de Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP) aumentou de 118 em 1980 para 337 em 1995; o de fundos mútuos, de 101 em 1980 para 830 e o de fundos de investimentos externos, de 16 para 177 no mesmo período. Somente **houve decréscimo das seguradoras e das Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP)**, de 95 para 86 e de 117 para 108, respectivamente, entre 1980 e 1995.

A importância dos investidores institucionais em termos de recursos alocados ao mercado de ações é inquestionável. O patrimônio líquido agregado das EFPP alcançou US\$ 58,18 bilhões em 1995, dos quais 32,9% foram aplicados em ações, o dos investidores institucionais externos, carteiras e fundos de investimento/capital estrangeiro, US\$ 20 bilhões, 84% aplicados em ações, o dos fundos mútuos domésticos, US\$ 65 bilhões, dos quais US\$ 1,7 bilhões relativos aos fundos de ações e de carteira livre e o das EAPP, cerca de US\$ 2 bilhões. No seu conjunto, os recursos direcionados por tais investidores ao mercado acionário representaram cerca de 24% do valor de mercado das companhias abertas no mesmo período. Como o valor das ações em efetiva circulação (fora do poder dos controladores) é muito menor que o valor total de mercado, é fácil imaginar a importância dos investidores institucionais, principalmente para o mercado secundário de ações. **O mesmo não se pode dizer da sua importância para o mercado de debêntures.** No caso das EFPP e dos investidores externos, apenas 4% e 7,6% foi direcionado à aquisição de debêntures.

Do exposto acima ressalta também a relevância das EFPP para o mercado de ações. De fato, tendo em conta seu patrimônio conjunto, elas são os principais investidores institucionais. Mas é importante notar também a concentração de tais recursos nas EFPP de funcionários de empresas estatais. Em outubro de 1995, a maior EFPP (a PREVI, dos funcionários do Banco do Brasil) detinha 26,0% do patrimônio agregado do setor; as 10 maiores detinham 61,4%, contando-se ali apenas duas EFPP de funcionários de empresas privadas e as 20 maiores, 71,7%, havendo apenas quatro EFPP desse último tipo.

Entretanto, a pujança de tais agentes não ocorre sem graves interrogações. A administração das carteiras de investimento dos investidores institucionais é realizada por terceiros em nome dos quotistas e dos beneficiários. Aqueles podem se aproveitar de seu poder de mercado e da distância destes últimos para desleixarem da administração dos recursos ou realizarem operações irregulares em prejuízo da rentabilidade e até da solvência das instituições e afetando a manutenção de condições regulares e ordenadas de mercado. Isto, de fato, tem ocorrido, como demonstra a experiência regulatória da CVM. Tratam-se dos antigos problemas da concentração de mercado e da oposição entre agente e principal que se verifica no sistema de intermediação.

Tais problemas são potencializados no Brasil devido ao peso das EFPP de funcionários das estatais no conjunto dos investidores institucionais. É bem conhecido o fato de que são as patrocinadoras quem realmente detém o controle dessas instituições inclusive por que suas contribuições sempre ultrapassaram em muito as dos empregados. Os cargos de direção de muitas delas se transformaram em moedas de troca nas disputas e arranjos políticos. Isto implica obviamente no rebaixamento da qualidade de gestão das EFPP pois são freqüentes as indicações de dirigentes por motivos políticos e sem os conhecimentos técnicos (e muitas vezes, a idoneidade) necessários as suas funções.

Daí a importância da fiscalização por parte dos órgãos reguladores. Nesse ponto, não estamos bem no Brasil. No caso das EFPP, não há fiscalização rotineira pois é notório que a Secretaria de Previdência

Complementar (SPC) do Ministério da Previdência e Assistência Social, a quem caberia tal atividade, não tem estrutura adequada para exercê-la com eficiência. No caso dos fundos de investimento domésticos e dos investidores institucionais estrangeiros, permanecem como fatos danosos a indefinição entre áreas de atuação da CVM e do BC ao lado do insuficiente aparelhamento da primeira para as tarefas de fiscalização e regulação.

No caso dos investidores institucionais, se impõem portanto as seguintes medidas:

Primeiro, deve caber à CVM a regulação prudencial e a fiscalização rotineira de todos os investidores institucionais no que se refere às suas aplicações em títulos do mercado de capitais. Claro está que a autarquia deve dispor dos meios necessários para realizar essa tarefa eficientemente.

Segundo, é necessário padronizar os demonstrativos financeiros de tais investidores e conceder-lhes adequada divulgação através de publicação em periódicos de grande circulação de modo a aumentar a transparência de suas operações.

Finalmente, a reforma da previdência social será de importância crucial para o mercado de capitais. Com a mudança do regime de repartição para o de capitalização, a expectativa é de que será fortemente estimulada a formação de poupança interna. Foi assim no Chile, onde a taxa de poupança interna passou de 13,8% do PIB em 1987, quando foi implementada a reforma previdenciária, para 21,2% em 1994. Parte substancial dos novos recursos terá de ser necessariamente canalizada para o mercado de capitais e é de se esperar uma fase de crescimento acentuado das emissões primárias e dos volumes de negócios.

V.5. Perda de Poder da CVM

É bem sabido que a atividade financeira está, em geral, sujeita a maiores riscos que a atividade produtiva no setor real da economia. O sistema financeiro, por envolver relações de crédito, lida necessariamente com expectativas em relação ao futuro. Ora, como nos ensinou Keynes, tais expectativas podem ser violentamente instáveis. Ademais, a credibilidade é matéria prima fundamental nos mercados financeiro e de capitais visto que neles os intermediários assumem papel crucial. Por isso, entende-se que a regulação prudencial e a fiscalização rotineira sobre tais intermediários e demais participantes é essencial para o bom funcionamento do mercado de capitais.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 1976 com esse intuito e em substituição ao Departamento de Mercado de Capitais (DEMEC) do BC. Porém, não acompanhou as mudanças que vieram se processando no mercado desde então. Hoje é consensual a tese de que ela está pouco apta a exercer as funções de fiscalização e regulação do mercado de valores mobiliários, ainda mais no contexto de globalização e competição acirradas.

Na raiz desse problema encontra-se não só a crise financeira do Estado brasileiro, que trouxe graves dificuldades para muitas organizações públicas, como também a crise de gestão desse mesmo Estado, convulsionado pela desmotivação e baixa produtividade de parte dos funcionários públicos (decorrente, entre outras razões, da estabilidade constitucional no emprego) e pela alta rotatividade da

cúpula dirigente. Nos últimos dez anos, a CVM teve 11 Presidentes e 37 Diretores, o que dá uma média de mais de uma Diretoria sendo renovada a cada ano, aproximadamente.

Faltam também recursos materiais e humanos. Enquanto o valor das emissões no mercado primário de títulos cresceu nos últimos quinze anos, grosso modo, no mesmo passo que o PIB real (cerca de 35%) e o volume real de negócios no mercado secundário praticamente decuplicou, o número de funcionários da CVM caiu de 385 em 1982 para 360 em 1994, dos quais apenas 20 fiscais encarregados de fiscalizar seis mil empresas; o número de inspeções realizadas em companhias abertas diminuiu de 76 para 20; o número de inspeções em intermediários e Bolsas de Valores e Futuros, de 139 para 47 e o número de inquéritos instaurados, de 31 para 22 no mesmo período. Houve ligeira recuperação apenas nos inquéritos julgados que tiveram um incremento de 18 em 1982 para 26 em 1994; mas o número de apenados desceu de 122 em 1982 para 109 em 1994, tendo atingido apenas 38 em 1988 (tabela V.9). Em parte, tais deficiências decorrem de problemas financeiros mas existem também dificuldades gerenciais e falhas regulamentares.

TABELA V.9
CVM: Indicadores Administrativos

Anos	Inspeções		No.função	Inquéritos		
	Empresas	Mercado		inst	julg	apenados
1982	76	139	385	31	18	122
1988	54	66	335	37	14	38
1994	20	47	360	22	26	109

Fonte: Relatório Anual CVM, vários números.

Urge, portanto, tomar as seguintes medidas que implicarão em alteração da Lei 6385/76 (que criou a CVM) no intuito de aumentar a eficácia da regulação e da fiscalização do mercado de valores mobiliários:

Em primeiro lugar, dar efetiva autonomia política à CVM, estabelecendo que os membros do seu Colegiado sejam indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal e, principalmente, tenham mandatos fixos, não podendo ser demissíveis "ad nutum" como atualmente.

Segundo, dar-lhe autonomia administrativa de modo a que possa administrar da melhor forma possível suas dotações orçamentárias e receitas próprias.

Hoje, mercê da taxa de fiscalização de mercado (instituída pela Lei 7940/89), a CVM tem recursos financeiros adequados mas, como as demais autarquias federais, não tem autonomia para promover os concursos necessários para provimento de cargos em vacância ou novos cargos e para elaborar política salarial adequada tendo em vista evitar a evasão de funcionários qualificados.

Terceiro, haja vista a alta velocidade das transformações verificadas no mercado de capitais, os técnicos da CVM devem poder estar em permanente sintonia com as técnicas e os serviços mais modernos oferecidos pelo mercado o que significa a necessidade de treinamento contínuo e de alto nível da mão-de-obra da autarquia.

Quarto, aumentar fortemente a atuação da CVM no campo da fiscalização preventiva. A falta de fiscalização em mercados financeiro e de capitais prejudica a alocação de recursos na economia

pois muitos investidores deixam de adquirir títulos devido ao elevado risco de crédito. Isto posto, fiscalizar muito significa ser liberal (e não o contrário) pois se está evitando a intervenção.

Quinto, elevar as multas referentes a delitos ocorridos no mercado de valores mobiliários. Tais multas devem ser superiores aos lucros auferidos pelos infratores. Como nos Estados Unidos, dever-se-ia prever a redução das penalidades se o réu reconhecesse o delito e aceitasse colaborar com as autoridades na incriminação dos demais culpados (se houver) e no esclarecimento total dos casos.

Sexto, criar a figura do "consent decree" de modo a que os inquéritos da CVM possam ser suspensos se o indiciado se obrigar a cessar a prática do delito ou corrigir as irregularidades cometidas.

Sétimo, eliminar as "zonas cinzentas" entre CVM e BC no que respeita à regulação e fiscalização do mercado de capitais. É de notar que ainda hoje existe no BC um Departamento de Normas (DENOR) que tem poderes de legislação sobre aspectos diversos do mercado de capitais o que, evidentemente, conflita com as atribuições da CVM. Uma nova legislação deve deixar claro que compete à CVM a prática de todos os atos de normatização, fiscalização, registro, deferimento de autorizações etc. com relação a todas as instituições integrantes do mercado de valores mobiliários.

Oitavo, estabelecer a competência normativa e fiscalizadora da CVM com relação aos investidores institucionais, em particular, aos que aplicam preponderantemente seus recursos no mercado de capitais.

É claro que tal agenda de medidas de modernização seria grandemente dinamizada se houvesse, além do apoio político interno e externo, o suporte financeiro de agências governamentais ou de organismos internacionais de fomento.

VI - Integração Internacional do Sistema Financeiro Brasileiro

Como vimos na seção anterior, a abertura do mercado de capitais ao investidor estrangeiro propiciou inegável aumento da liquidez e valorização dos títulos negociados internamente, cuja referência passou a ser o imenso mercado internacional de capitais. Assim, segundo a ANBID, o número de fundos externos aumentou de 16 em 1980 para 177 em 1995. Entre 1980 e 1989 houve liquidamente desinvestimento externo de carteira de US\$ 250 milhões mas, entre 1990 e 1994, houve entrada líquida de US\$ 16,2 bilhões, correspondente a 80% do investimento externo total líquido do período.

O processo de abertura teve início em 1975 com a permissão de constituição de sociedades de investimento/capital estrangeiro por meio do Decreto Lei 1401/75 e da Resolução BC 323/75. Posteriormente, foram permitidas outras formas coletivas, como os fundos de investimento, fundos de conversão, fundos de privatização e carteiras administradas de títulos e valores mobiliários, fechadas ("closed end") e constituídas no exterior. A Resolução BC 1832/91 deu um grande passo liberalizante ao permitir a aquisição de títulos de companhias abertas por parte de investidores individuais pessoas jurídicas estrangeiras registradas no órgão regulador correspondente e com ativos superiores a US\$ 5 milhões.

No início, as regras eram draconianas: havia exigência de um período mínimo de residência de três anos para que o investimento fosse liquidado mas tal não poderia ocorrer a uma razão superior a

20% ao ano. Este prazo foi reduzido para três meses em 1983 e as restrições quanto as remessas, eliminadas. O tratamento fiscal também foi progressivamente aperfeiçoado: até 1983, além da tributação de 25% sobre os dividendos, os ganhos de capital estavam sujeitos à tributação pelo IR à alíquota de 5%, quando de sua remessa, e a imposto adicional caso tais remessas superassem 12% do investimento nos oito primeiros anos. O Decreto Lei 1986/83 isentou de tributação os ganhos de capital e baixou a tributação dos rendimentos (no caso dos dividendos e bonificações) a 15%. Mais tarde, tal tratamento foi estendido aos demais fundos em condomínio e carteiras administradas sendo permitida a redução do imposto quando existissem acordos internacionais de bitributação.

Entretanto, em 1995, houve ameaça de recrudescimento da tributação na medida em que o projeto de lei inicial do IR para 1996 previa o aumento das alíquotas incidentes sobre os rendimentos derivados de operações de renda fixa e variável e o fim da isenção dos ganhos da capital auferidos por investidores estrangeiros em Bolsas de Valores. O risco de fuga de capitais externos levou o Executivo a negociar com o Congresso Nacional a manutenção das regras atuais, o que foi realizado com sucesso. Assim, regra geral, os rendimentos auferidos por não residentes em operações de renda fixa são tributados em 10%, os dividendos e bonificações em dinheiro, em 15%, e os ganhos de capital são isentos de tributação.

Também houve progressivo abrandamento das regras de composição e diversificação de carteiras. Aos fundos e carteiras administradas foi permitida maior concentração nas ações que as sociedades de investimento. Atualmente, aqueles devem deter em carteira um mínimo de 70% em ações de companhias abertas adquiridas em Bolsas de Valores, em mercado de balcão ou via subscrição e os recursos restantes devem ser divididos em outros valores mobiliários de emissão de cias. abertas (exclusive os de renda fixa), TDA, O FND e debêntures da Siderbrás. No caso dos investidores individuais não valem estas regras de composição das carteiras, ou seja, o investidor pode concentrar todo o seu capital em títulos de uma única companhia (vide quadro I)

Finalmente, é de se notar que a Resolução BC 1848/91 disciplinou a emissão de "American Depositary Receipt (ADR)" e de "International Depositary Receipt (IDR)", que são títulos externos lastreados em ações de cias. brasileiras listadas em Bolsas de Valores nacionais, e a Circular BC 1969/91 permitiu a emissão e colocação no exterior de debêntures de cias. abertas conversíveis em ações e pagáveis em moeda estrangeira. Os ADR tem tido sucesso e suscitado o temor de transferência de liquidez dos mercados de ações nacionais para as principais praças estrangeiras como Nova York e Londres. Assim, na primeira semana de janeiro de 1996, as negociações na Bolsa de Nova York com ADR de ações da Telebrás e da Aracruz representaram em média cerca de 37,9% e 56,6% dos volumes respectivos negociados internamente. A proposta de restrição do direito de emissão de ADR, defendida por alguns membros do mercado, é equivocada. O que se requer, conforme citado acima, é a concessão de condições similares de competição entre intermediários nacionais e estrangeiros, o que implica atenção dobrada à questão da harmonização tributária internacional e às condições de acesso e regras de funcionamento dos mercados nacional e estrangeiro.

O desenvolvimento do mercado de capitais requer a continuação do processo de liberalização no que respeita aos investimentos externos. É necessário a) permitir a participação no mercado de capitais nacional de investidores individuais pessoas físicas estrangeiras e b) flexibilizar as regras de composição e diversificação das carteiras respectivas. Faz pouco sentido restringir a liberdade de aplicação dos fundos e carteiras de investimento/capital estrangeiro e permitir a dos investidores externos pessoas jurídicas.

O que se requer é um alto grau de transparência desses fundos. Ou seja, os quotistas devem saber exatamente quais os objetivos e a estratégia do fundo e, portanto, ter uma clara idéia dos riscos que estão assumindo. Isto deveria ser objeto de acordo entre a CVM e os correspondentes órgãos reguladores internacionais. Igualmente, é necessária a adequada fiscalização das operações de tais investidores externos no mercado interno por parte da CVM de modo a preservar condições competitivas e ordenadas no nosso mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, a CVM deve estreitar os contatos com os órgãos reguladores internacionais pois é claro que, à medida em que o mercado se internacionaliza, se tornam mais difíceis as tarefas de regulação e fiscalização.

Analogamente, cabe liberalizar o caminho inverso, ou seja, as saídas de capital brasileiro em direção aos mercados de capitais externos. Tendo em vista as naturais reservas das autoridades quanto a possíveis repercussões negativas de tais defluxos sobre as taxas de câmbio e de juros internas, sugerimos que o processo seja gradual limitando-se inicialmente a investidores institucionais e fundos em condomínios, o que reduziria os riscos microeconômicos de gestão das carteiras e facilitaria o controle por parte das autoridades. Tais investimentos estariam sujeitos à restrições de montante, prazo, diversificação moeda nacional/estrangeira etc. Adicionalmente, poder-se-ia instituir um mecanismo de compensação semelhante ao "investment currency" inglês (que vigiu até meados da década de 70) em que a aquisição de títulos externos seria limitada a percentual determinado da oferta existente de títulos e ativos internacionais de posse de residentes. Assim, por exemplo, se o percentual estabelecido é de 100%, congela-se o estoque de ativos externos de carteira detidos pelos nacionais o que pode ser necessário numa conjuntura de dificuldades cambiais (embora este não seja o caso atual).

O mercado de capitais ganharia também se fosse eliminado o disposto no Voto CMN 262/86 que restringe a participação estrangeira no capital de corretoras, distribuidoras e bancos de investimento a 50% do capital total e a 1/3 do capital votante. O ideal seria aplicar internamente as mesmas vedações ou restrições vigentes nas praças estrangeiras com relação a intermediários brasileiros. E só. Um dos problemas fundamentais do mercado de valores mobiliários brasileiro é a baixa credibilidade dos intermediários financeiros nativos sendo que, em determinados setores do mercado (por exemplo, no de "*underwriting*"), existe claramente uma situação de oligopólio. Esses aspectos poderiam ser melhorados com a permissão de entrada no mercado doméstico de corretoras e bancos de investimento de sólida reputação internacional, enfim, da maior participação do capital estrangeiro na intermediação de títulos no Brasil.

Referências Bibliográficas

ABRAPP, Consolidado Estatístico, vários números.

ABRAPP (1995); “A Globalização da Economia e o Desenvolvimento da Previdência Complementar”, Revista do Congresso.

Almeida De Souza, Altino. (1994) “Bancos Públicos Estaduais”, Banco Central, Mimeo.

Allen, Franklin (1996); “Inovations in Financial Markets: Impact on Financial Intermediation”. Artigo apresentado no seminário Policy-Based Finance and Alternatives for Financial Market Development, BNDES - Rio de Janeiro, Brasil, Fevereiro.

ANDIMA, Guia Operacional, vários números.

ANDIMA, Relatório Econômico / Tributação, edições 1994 e 1995.

ANDIMA e IBGE, (1997) “Sistema Financeiro: Uma Análise a Partir das Contas Nacionais 1990 1995” Editora da ANDIMA, Rio de Janeiro

Arida, Persio. (1994) Depoimento no Congresso Nacional, Jornal do Brasil.

Atje, R and Jovanovic, B. “Finance and Development” Mimeo, 1993.

Banaian, K. Laney, L. And Willet, T. (1983) “Central Bank Independence: An International Comparison” Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas, March, 1-13.

Banco Central Do Brasil, Boletim Mensal, vários números.

Banco Central Do Brasil, Brasil Programa Econômico, vários números.

Banco Central Do Brasil, Cadastro das Instituições Financeiras, vários números.

Banco Central Do Brasil, Relatório Anual, vários números.

Banco Central Do Brasil, “Normas Aplicadas às Cooperativas de Crédito”, Delegacia Regional em Belo Horizonte

Barbosa, F.H. (1990) “O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais”. Ensaio Econômico da EPGE, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

Barbosa, F.H. (1995) “O Sistema Financeiro Brasileiro”. Mimeo EPGE, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

Barro, R. (1991), “Economic Growth-in a Cross Section of Countries”, Journal of Political Economy Vol 82.

Barrozo Netto e Outros (1993) “Organização do Sistema Financeiro Nacional - Sua Evolução, Criação e Estágio Atual” Banco Central do Brasil, DEPES / DIPRO, Dezembro.

BNDES (1995); “Fundo de Amparo ao Trabalhador - Informações e Estatísticas Básicas”; Área Financeira e Internacional Departamento de Captação de Recursos.

BNDES (1995); “Relatório de Atividades 1994”.

BNDES (1994); “Taxas de Juros de Longo Prazo TJLP”.

Bonelli, Regis; Pinheiro, Armando Castelar (1995); “O Papel da Poupança Compulsória no Financiamento do Desenvolvimento: Desafios para o BNDES”; Revista do BNDES.

Caballero, Argáez, Carlos. (1987). “50 Años de Economía - De la Crisis del 30 a la del 80.”. Asociaci’pn Bancaria de Cvolombia, Bogotá.

Campos, Roberto, (1996) “Ensaio sobre a Cabritologia” Jornal O Globo, 12 de maio de 1996

Castelar Pinheiro e Bonelli, R. “ O Papel da Poupança Compulsória no Financiamento ao Desenvolvimento : um Desafio para o BNDES”, em Reviosta do BNDES, V1, N1, P17-36, Junho de 1994

Castelar, Armando (1996). “Judicial System Rerformance and Economic Development”, Mimeo, BNDES.

CEPAL (1995), Estudio Economico de America Latina, Santiago.

Cesar Maia, Projeto de Lei Complementar - Substitutivo do Relator, Versão de 30.03.92.

CNBV (1988), Legislação sobre Mercados de Capitais.

CNBV, Relatório Anual, vários números.

Costa, Roberto T., (1994) “Uma Proposta para o Fortalecimento da CVM”, Revista da CVM, no.22.

Cukierman, A (1992) “Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence” The MIT Press, London.

CVM (1986), “O Mercado de Valores Mobiliários no Brasil”, em Anais da XI Conferência Mundial das Comissões de Valores e Órgãos Similares (IOSCO), Paris.

CVM, Informativo Mensal, vários números.

Cysne, R. P. (1990) “Depósitos do Tesouro: No Banco Central ou nos Bancos Comerciais? “Ensaio Econômico da EPGE número 155, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro.

Cysne, Rubens P. (1990a) “Contabilidade com Juros Reais, Déficit Público e Imposto Inflacionário” Pesquisa e Planejamento Econômico, vol 20 número 1, abril de 1990.

Cysne, Rubens Penha (1993) "Reforma Financeira- Aspectos Gerais e Análise do Projeto de Lei Complementar" Ensaio Econômico da EPGE número 207, Fevereiro de 1993.

Cysne, Rubens P. (1994) "Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil", Ensaio Econômico EPGE nº 219, Anais do Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Belo Horizonte, 1993 e Revista de Economia Política, vol.14, nº 03, julho-setembro de 1994.

Cysne, Rubens Penha (1995) "O Sistema Financeiro Oficial e a Queda das Transferências Inflacionárias", Ensaio Econômico da EPGE nº 254, 198.

Cysne, Rubens P. (1995a): "Brasil: Mais Poupança ou Mais Estagnação". Mimeo não publicado, elaborado por solicitação do IEDI, Rio de Janeiro.

Cysne, Rubens P. e Costa, Sérgio G. S. (1996): "Reflexos do Plano Real sobre o Sistema Bancário Brasileiro", Ensaio Econômico da EPGE nº 279, Junho de 1996.

De Castro, Helio, P e outros (1994): "A Reforma da Previdência", Ensaio Econômico da EPGE nº 238

De Long, B. and L. Summers (1991) "Equipment Investment and Economic Growth", Quarterly Journal of Economics.

Dornbusch, Rudiger (1995) "Os EUA são Financeiramente Saudáveis" Bussiness Week, artigo republicado pela Gazeta Mercantil, edição de 9 e 10 de setembro de 1995.

Edwards, S. (1994) "Why are Latin America's Saving Rates so Low?" Conference on Growth in Latin America, Bogotá, Colômbia.

Edwards, Sebastian (1995) "Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope", Oxford University Press.

Einzrik (1994), Néelson, Reforma da Lei 6385/76, Revista da CVM, no.22, set/dez.1994.

Ernst&Young (1995), "Mercado Segurador", Mimeo, São Paulo.

Faria, Lauro V. (1996) - "Análise de Mercado de Capitais Brasileiro" - Trabalho preparado para a JKS Consultoria Associados, Mimeo.

Faria, Lauro V. (1990), "Estudo Comparativo dos Mercados de Ações Mundiais", CVM, mimeo.

Faria, Lauro V. (1993), "A liberalização da Conta de Capitais do Balanço de Pagamentos", em A Última Década - Ensaio da FGV sobre o Desenvolvimento Brasileiro no Anos 90, FGV.

Faria, Lauro V. (jan/mar.1987), "Debêntures como Instrumento de Capitalização a Longo Prazo", Revista da CVM, vol.5, no.18.

Franco, Gustavo, (1996) Entrevista à Gazeta Mercantil em 18 - 11 - 96

Fundação Getulio Vargas, Conjuntura Econômica, vários números.

Fundação Getulio Vargas “Projeto Áries” - Base de Dados.

Fundação Getulio Vargas (1972) “Sistemas de Contas Nacionais: 1939 - 1947/1969”, 2ª edição, R. J.

Galveas, Ernane (abril de 1992) “Banco Central Independente” Trabalho Apresentado no Seminário de Reforma do Sistema Financeiro realizado no Rio de Janeiro.

Garcia, Marcio (1995) “Moeda, Juros e Inflação” Mimeo, Depto de Economia da PUC-Rio, 8/8/95.

Giambiagi, Fábio (1996). “A Conta da Previdência”; Jornal do Brasil, Abril de 1996.

Giambiagi, Fábio (1996). “Lucratividade, Dividendos e Investimentos das Empresas Estatais: uma Contribuição para o Debate sobre a Privatização no Brasil”; Área de Planejamento Departamento Econômico - DEPEC, BNDES

Giambiagi, F e Pinheiro, A. C. (1996a) “Lucratividade, Dividendos e Investimentos das Estatais: Uma Contribuição Para o Debate Sobre a Privatização no Brasil” Texto Para Discussão número 34, BNDES, Rio de Janeiro.

Giambiagi, F. (1996b) “A Crise Fiscal da União: O que Aconteceu Recentemente?” Mimeo, Bndes, R.J.

Gomes, Eduardo Manhães R., Investimento Estrangeiro: Flexibilização, Revista da CVM, no.24, mai/ago.1995.

Heráclito, Cid (1993) “O Sistema Financeiro Nacional na Nova Constituição” Trabalho apresentado no Seminário de Reforma do Sistema Financeiro Promovido pela EPGE-FGV e FIPE-USP.

Herranz, Beatriz Pinheiro (1995); “A Regulamentação das Aplicações dos Fundos de Pensão no Contexto de Perigo Moral”, Dissertação de Mestrado da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas.

International Development Bank (1995); “Main Issues on the Financial Sector for the Brazilian C.P.”

International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics, vários números.

International Monetary Fund, International Financial Statistics, vários números.

International Monetary Fund, World Economic Outlook, vários números.

International Monetary Fund, (1993) International Financial Statistic Supplement, 1972, Anuário, Vol. XLVI.

Iglesias, A. P. (1996) “Reforma al Sistema de Pensiones y Evolucion del Mercado de Capitales: La Experiencia Chilena” Mimeo, PrimAmérica Consultores.

King, Robert and Ross Levine (1993a): "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right" Quaterly Journal of Economics 108 (Agosto): 717-37

King, Robert and Ross Levine, (1993b) "Finance, Entrepreneurship and Growth" paper presented at the conference: How Do National Policies Affect long Term Growth ?, World Bank, Washington, D. C., Fevereiro.

Klein, Benjamin (1974) ; "Competitive Interest on Bank Deposits and the Long Run Demand for Money". American Economic Review 64 (6, Dec.) : 931-949.

Lees, F. ; Botts, J. And Cysne, Rubens "Banking and Financial Deepening in Brazil", The Macmillan Press LTD, London , 1990.

Leijonhufund, Axel (jan.-mar. 1989) "La búsqueda de la estabilidad monetaria". Estudios Econômicos, Buenos Aires.

Masciandaro, Donato and Guido Tabellini. (1988). In Hang-Sheng Cheng (editor), Monetary Policy in Pacific Countries. Norwell, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers.

Mccallum, Bennett (1987) "The Case For Rules in the Conduct of Monetary Policy: a Concrete Example". Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review, vol. 73.

Mckinsey E Delphos (1994) "Plano Setorial da Indústria de Seguro" FENASEG, Rio de Janeiro.

Mefp/Sepe/Ceme (1995) "Seminário Sobre os Principais Pontos para a Regulamentação do SFN", Brasília, 31.03.92.Mimeo, São Paulo.

Mendes , Júlio C. (1987), Estrutura de Capital das Companhias Abertas, CVM, mimeo, 1987.

Ministério Da Economia, Fazenda e Planejamento, (1991) Plano Diretor do Mercado de Capitais Brasileiro, 1991.

Montenegro Trujillo, Armando. (1983). "La Crisis del Sector Financiero Colombiano". Ensayos de Política Económica - Banco de La Republica (Dezembro) 51-88. omica e,

Montenegro, Armando (1996); "Policy-Based Finance in Latin America". Artigo apresentado no seminário Policy-Based Finance and Alternatives for Financial Market Development, BNDES - Rio de Janeiro, Brasil, Fevereiro.

Moura, Ricardo Franco (1996); "O Setor Bancário Privado no Brasil: um Enfoque Institucional"; Mimeo COPPEAD UFRJ.

Papageorgiou, Demetris. (1992)"Bancos Estaduais: Experiências e Perspectivas", Banco Central, Anais do Congresso sobre Bancos Estaduais, Rio de Janeiro.

Parkin, Michael. (1986) "Domestic Monetary Institutions and Deficits" In James M. Buchanan, Charles K. Rowley, and Robert D. Tollison (editors), Deficits. New York: Basil Blackwell Inc.

Pastore, Affonso Celso (1990 e 1991) ; “A Reforma Monetária do Plano Collor”, p. 157-174 em Faro, Clovis (org.) ; Plano Collor: Avaliações e Perspectivas, Rio de Janeiro: LTC, 1990 e Revista Brasileira de Economia, Vol. 45 nº Especial de 1991.

Pinheiro, Armando Castelar (1994); “Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento: O Papel do BNDES”; Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.1, N.2, Pág. 47-76

Travassos, Sandra, (1996). “Declaração ao Jornal O Globo”, 15 de Abril de 1996.

SERASA, (1995) “Um ano de Real: Inadimplências aumentam nas Empresas apresentam Bons Resultados “Mimeo” - São Paulo.

Shibata, Tsutomu (1996); Director General International, Japan Development Bank; “Policy Based Finance in Japan: Lessons for the Americas”. Artigo apresentado no seminário Policy-Based Finance and Alternatives for Financial Market Development, BNDES - Rio de Janeiro, Brasil, Fevereiro.

Simoens Da Silva, Luis Afonso, (1993) “Comentário Acerca de Algumas Questões Gerais Que Envolvem a Discussão do Artigo 192 da Constituição” Mimeo, Banco Central do Brasil, DEASF/GABIN.

Simonsen, Mario H. (1990 e 1991) “Aspectos Técnicos do Plano Collor” em Faro, Clovis (org.); Plano Collor: Avaliações e Perspectivas, Rio de Janeiro: LTC, (1990) e Revista Brasileira de Economia, Vol. 45 nº Especial , (1991).

Simonsen, Mário H. e Cysne, Rubens P. (1989 ou 1995) “Macroeconomia” Editora Ao Livro Técnico na edição de 1989 e Editora Atlas e Editora da Fundação Getulio Vargas, no caso da edição de 1995.

Simonsen, Mário H. e Cysne, Rubens P. (1994) “Welfare Costs of Inflation: The Case of Interest Bearing Money and Empirical Estimates for Brazil” , Mimeo EPGE.

Stiglitz, Joseph E. (1994) “The Role of the State in Financial Markets”, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993, Washington D.C.

Tobin, James (1960) ; “Towards Improving the Efficiency of the Monetary Mecanism”, Review of Economics and Statistics 42 (3/Part I, Aug.): 276-274.

Vallejo, Jaime Jaramillo , (1994) “Comment on The Role of the State in Financial Markets, by Stiglitz” Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics.

Velloso, João Paulo dos Reis Velloso (org. , 1994) ; Inflação, Moeda e Desindexação, Coleção Fórum Nacional, São Paulo: Nobel.

Vieira De Mornis, (1995). Depoimento ao jornal “O Globo”, Abril de 1995.

Vittas, Dimitri (1996); The World Bank; “Policy-Based Finance: Applications of East Asian Lessons to the Americas”. Artigo apresentado no seminário Policy-Based Finance and Alternatives for Financial Market Development, BNDES - Rio de Janeiro, Brasil, Fevereiro.

Yoon Je Cho (1996), Vice President, Korea Tax Institute; "Credit Policies and the Industrialization of Korea: Lessons and Strategies". Artigo apresentado no seminário Policy-Based Finance and Alternatives for Financial Market Development, BNDES - Rio de Janeiro, Brasil, Fevereiro.

Yoshino, Joe Akira (1994); "Seguro Depósito"; IPEA;

Weiner, Stuart (1992); "The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 77 (4) : 45-63.

Werlang, Sérgio (1994); "Sugestões para uma Política Antinflacionária no Brasil", cap 8 (p. 149-168) em Velloso (org. , 1994).

Werlang, Sergio R. da Costa "Notas sobre o Projeto de Reforma do Sistema Financeiro", Mimeo EPGE, RJ, 1992.

Werlang, Sérgio Ribeiro da Costa e Fraga Neto, Armínio (1993). "Os Bancos Estaduais e o Descontrole Fiscal: Alguns Aspectos, A Última Década: Ensaio da FGV sobre o Desenvolvimento Brasileiro dos Anos 90 , Republicado na Revista Brasileira de Economia.

World Bank (1993), "The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy", New York, Oxford University Press.

World Bank (1994), "World Development Report", New York, Oxford University Press, vários números.

Agradecimentos

Este trabalho utilizou argumentos desenvolvidos por diversos estudiosos do sistema financeiro brasileiro, sendo os principais deles explicitados nas referências bibliográficas. Várias pessoas contribuíram também com seus depoimentos sobre o assunto. Em termos institucionais, agradecemos o apoio, dentre outros, do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários, da Fundação Getúlio Vargas, da ABRAPP, da Fenaseg, da Susep, da Andima, da Anbid e do Banco Interamericano de Desenvolvimento, que direta ou indiretamente contribuíram para sua consecução final.

A seção relativa ao Mercado de Capitais, em sua parte propositiva, teve o benefício de esclarecimentos diversos concedidos por parte da Dra. Elizabeth Schnabl M. Garbayo, Assessora Especial do Colegiado da CVM, pelo Dr. Eduardo Manhães Ribeiro Gomes, Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da CVM e pelo Dr. Carlos Alberto Azevedo, Assessor de Comunicação Social da BVRJ, a quem agradecemos. Ademais, somos gratos ao apoio logístico das Sras. Marilena Lacerda Tenório e Maria da Penha Vilela de Medeiros, Bibliotecárias da CVM.

ENSAIOS ECONÔMICOS DA EPGE

200. A VISÃO TEÓRICA SOBRE MODELOS PREVIDENCIÁRIOS: O CASO BRASILEIRO - Luiz Guilherme Schymura de Oliveira - Outubro de 1992 - 23 pág. (esgotado)
201. HIPERINFLAÇÃO: CÂMBIO, MOEDA E ÂNCORAS NOMINAIS - Fernando de Holanda Barbosa - Novembro de 1992 - 10 pág. (esgotado)
202. PREVIDÊNCIA SOCIAL: CIDADANIA E PROVISÃO - Clovis de Faro - Novembro de 1992 - 31 pág. (esgotado)
203. OS BANCOS ESTADUAIS E O DESCONTROLE FISCAL: ALGUNS ASPECTOS - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Arminio Fraga Neto - Novembro de 1992 - 24 pág. (esgotado)
204. TEORIAS ECONÔMICAS: A MEIA-VERDADE TEMPORÁRIA - Antonio Maria da Silveira - Dezembro de 1992 - 36 pág. (esgotado)
205. THE RICARDIAN VICE AND THE INDETERMINATION OF SENIOR - Antonio Maria da Silveira - Dezembro de 1992 - 35 pág. (esgotado)
206. HIPERINFLAÇÃO E A FORMA FUNCIONAL DA EQUAÇÃO DE DEMANDA DE MOEDA - Fernando de Holanda Barbosa - Janeiro de 1993 - 27 pág. (esgotado)
207. REFORMA FINANCEIRA - ASPECTOS GERAIS E ANÁLISE DO PROJETO DA LEI COMPLEMENTAR - Rubens Penha Cysne - fevereiro de 1993 - 37 pág. (esgotado)
208. ABUSO ECONÔMICO E O CASO DA LEI 8.002 - Luiz Guilherme Schymura de Oliveira e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - fevereiro de 1993 - 18 pág. (esgotado)
209. ELEMENTOS DE UMA ESTRATÉGIA PARA O DESENVOLVIMENTO DA AGRICULTURA BRASILEIRA - Antonio Salazar Pessoa Brandão e Eliseu Alves - Fevereiro de 1993 - 370pág. (esgotado)
210. PREVIDÊNCIA SOCIAL PÚBLICA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA - Hélio Portocarrero de Castro, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Renato Fragelli Cardoso e Uriel de Magalhães - Março de 1993 - 35 pág. (esgotado) .
211. OS SISTEMAS PREVIDENCIÁRIOS E UMA PROPOSTA PARA A REFORMULACAO DO MODELO BRASILEIRO - Helio Portocarrero de Castro, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Renato Fragelli Cardoso e Uriel de Magalhães - Março de 1993 - 43 pág. - (esgotado)
212. THE INDETERMINATION OF SENIOR (OR THE INDETERMINATION OF WAGNER) AND SCHMOLLER AS A SOCIAL ECONOMIST - Antonio Maria da Silveira - Março de 1993 - 29 pág. (esgotado)
213. NASH EQUILIBRIUM UNDER KNIGHTIAN UNCERTAINTY: BREAKING DOWN BACKWARD INDUCTION (Extensively Revised Version) - James Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Abril de 1993 36 pág. (esgotado)

214. ON THE DIFFERENTIABILITY OF THE CONSUMER DEMAND FUNCTION - Paulo Klinger Monteiro, Mário Rui Páscoa e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Maio de 1993 - 19 pág. (esgotado)
215. DETERMINAÇÃO DE PREÇOS DE ATIVOS, ARBITRAGEM, MERCADO A TERMO E MERCADO FUTURO - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Flávio Auler - Agosto de 1993 - 69 pág. (esgotado).
216. SISTEMA MONETÁRIO VERSÃO REVISADA - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - Agosto de 1993 - 69 pág. (esgotado).
217. CAIXAS DE CONVERSÃO - Fernando Antônio Hadba - Agosto de 1993 - 28 pág.
218. A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO MILITAR - Rubens Penha Cysne - Agosto de 1993 - 50 pág. (esgotado).
219. IMPÔSTO INFLACIONÁRIO E TRANSFERÊNCIAS INFLACIONÁRIAS - Rubens Penha Cysne - Agosto de 1993 - 14 pág. (esgotado).
220. PREVISÕES DE M1 COM DADOS MENCIAIS - Rubens Penha Cysne e João Victor Issler - Setembro de 1993 - 20 pág. (esgotado)
221. TOPOLOGIA E CÁLCULO NO R^n - Rubens Penha Cysne e Humberto Moreira - Setembro de 1993 - 106 pág. (esgotado)
222. EMPRÉSTIMOS DE MÉDIO E LONGO PRAZOS E INFLAÇÃO: A QUESTÃO DA INDEXAÇÃO - Clovis de Faro - Outubro de 1993 - 23 pág.
223. ESTUDOS SOBRE A INDETERMINAÇÃO DE SENIOR, vol. 1 - Nelson H. Barbosa, Fábio N.P. Freitas, Carlos F.L.R. Lopes, Marcos B. Monteiro, Antonio Maria da Silveira (Coordenador) e Matias Vernengo - Outubro de 1993 - 249 pág (esgotado)
224. A SUBSTITUIÇÃO DE MOEDA NO BRASIL: A MOEDA INDEXADA - Fernando de Holanda Barbosa e Pedro Luiz Valls Pereira - Novembro de 1993 - 23 pág.
225. FINANCIAL INTEGRATION AND PUBLIC FINANCIAL INSTITUTIONS - Walter Novaes e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Novembro de 1993 - 29 pág
226. LAWS OF LARGE NUMBERS FOR NON-ADDITIVE PROBABILITIES - James Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Dezembro de 1993 - 26 pág.
227. A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO MILITAR - VERSÃO REVISADA - Rubens Penha Cysne - Janeiro de 1994 - 45 pág. (esgotado)
228. THE IMPACT OF PUBLIC CAPITAL AND PUBLIC INVESTMENT ON ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION - Pedro Cavalcanti Ferreira - Fevereiro de 1994 - 37 pág. (esgotado)
229. FROM THE BRAZILIAN PAY AS YOU GO PENSION SYSTEM TO CAPITALIZATION: BAILING OUT THE GOVERNMENT - José Luiz de Carvalho e Clóvis de Faro - Fevereiro de 1994 - 24 pág.
230. ESTUDOS SOBRE A INDETERMINAÇÃO DE SENIOR - vol. II - Brena Paula Magno Fernandez, Maria Tereza Garcia Duarte, Sergio Grumbach, Antonio Maria da Silveira (Coordenador) - Fevereiro de 1994 - 51 pág.(esgotado)

231. ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS AGRÍCOLAS NO BRASIL: AVALIAÇÃO E PERSPECTIVAS - Clovis de Faro e José Luiz Carvalho - Março de 1994 - 33 pág. (esgotado)
232. ESTIMATING SECTORAL CYCLES USING COINTEGRATION AND COMMON FEATURES - Robert F. Engle e João Victor Issler - Março de 1994 - 55 pág. (esgotado)
233. COMMON CYCLES IN MACROECONOMIC AGGREGATES - João Victor Issler e Farshid Vahid - Abril de 1994 - 60 pág.
234. BANDAS DE CâMBIO: TEORIA, EVIDÊNCIA EMPÍRICA E SUA POSSÍVEL APLICAÇÃO NO BRASIL - Aloisio Pessoa de Araújo e Cypriano Lopes Feijó Filho - Abril de 1994 - 98 pág. (esgotado)
235. O HEDGE DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA - Aloisio Pessoa de Araújo, Túlio Luz Barbosa, Amélia de Fátima F. Semblano e Maria Haydée Morales - Abril de 1994 - 109 pág. (esgotado)
236. TESTING THE EXTERNALITIES HYPOTHESIS OF ENDOGENOUS GROWTH USING COINTEGRATION - Pedro Cavalcanti Ferreira e João Victor Issler - Abril de 1994 - 37 pág. (esgotado)
237. THE BRAZILIAN SOCIAL SECURITY PROGRAM: DIAGNOSIS AND PROPOSAL FOR REFORM - Renato Fragelli; Uriel de Magalhães; Helio Portocarrero e Luiz Guilherme Schymura - Maio de 1994 - 32 pág.
238. REGIMES COMPLEMENTARES DE PREVIDÊNCIA - Hélio de Oliveira Portocarrero de Castro, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Renato Fragelli Cardoso, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Uriel de Magalhães - Maio de 1994 - 106 pág.
239. PUBLIC EXPENDITURES, TAXATION AND WELFARE MEASUREMENT - Pedro Cavalcanti Ferreira - Maio de 1994 - 36 pág.
240. A NOTE ON POLICY, THE COMPOSITION OF PUBLIC EXPENDITURES AND ECONOMIC GROWTH - Pedro Cavalcanti Ferreira - Maio de 1994 - 40 pág. (esgotado)
241. INFLAÇÃO E O PLANO FHC - Rubens Penha Cysne - Maio de 1994 - 26 pág. (esgotado)
242. INFLATIONARY BIAS AND STATE OWNED FINANCIAL INSTITUTIONS - Walter Novaes Filho e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Junho de 1994 - 35 pág.
243. INTRODUÇÃO À INTEGRAÇÃO ESTOCÁSTICA - Paulo Klinger Monteiro - Junho de 1994 - 38 pág. (esgotado)
244. PURE ECONOMIC THEORIES: THE TEMPORARY HALF-TRUTH - Antonio M. Silveira - Junho de 1994 - 23 pág. (esgotado)
245. WELFARE COSTS OF INFLATION - THE CASE FOR INTEREST-BEARING MONEY AND EMPIRICAL ESTIMATES FOR BRAZIL - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - Julho de 1994 - 25 pág. (esgotado)
246. INFRAESTRUTURA PÚBLICA, PRODUTIVIDADE E CRESCIMENTO - Pedro Cavalcanti Ferreira - Setembro de 1994 - 25 pág.
247. MACROECONOMIC POLICY AND CREDIBILITY: A COMPARATIVE STUDY OF THE FACTORS AFFECTING BRAZILIAN AND ITALIAN INFLATION AFTER 1970 - Giuseppe Tullio e Marcio Ronci - Outubro de 1994 - 61 pág. (esgotado)

248. INFLATION AND DEBT INDEXATION: THE EQUIVALENCE OF TWO ALTERNATIVE SCHEMES FOR THE CASE OF PERIODIC PAYMENTS - Clovis de Faro - Outubro de 1994 - 18 pág.
249. CUSTOS DE BEM ESTAR DA INFLAÇÃO - O CASO COM MOEDA INDEXADA E ESTIMATIVAS EMPÍRICAS PARA O BRASIL - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - Novembro de 1994 - 28 pág. (esgotado)
250. THE ECONOMIST MACHIAVELLI - Brena P. M. Fernandez e Antonio M. Silveira - Novembro de 1994 - 15 pág.
251. INFRAESTRUTURA NO BRASIL: ALGUNS FATOS ESTILIZADOS - Pedro Cavalcanti Ferreira - Dezembro de 1994 - 33 pág. (esgotado)
252. ENTREPRENEURIAL RISK AND LABOUR'S SHARE IN OUTPUT - Renato Fragelli Cardoso - Janeiro de 1995 - 22 pág.
253. TRADE OR INVESTMENT ? LOCATION DECISIONS UNDER REGIONAL INTEGRATION - Marco Antonio F.de H. Cavalcanti e Renato G. Flôres Jr. - Janeiro de 1995 - 35 pág.
254. O SISTEMA FINANCEIRO OFICIAL E A QUEDA DAS TRANFERÊNCIAS INFLACIONÁRIAS - Rubens Penha Cysne - Janeiro de 1995 - 32 pág. (esgotado)
255. CONVERGÊNCIA ENTRE A RENDA PER-CAPITA DOS ESTADOS BRASILEIROS - Roberto G. Ellery Jr. e Pedro Cavalcanti G. Ferreira - Janeiro 1995 - 42 pág.
256. A COMMENT ON "RATIONAL LEARNING LEAD TO NASH EQUILIBRIUM" BY PROFESSORS EHUD KALAI EHUD EHUR - Alvaro Sandroni e Sergio Ribeiro da Costa Werlang - Fevereiro de 1995 - 10 pág.
257. COMMON CYCLES IN MACROECONOMIC AGGREGATES (revised version) - João Victor Issler e Farshid Vahid - Fevereiro de 1995 - 57 pág.
258. GROWTH, INCREASING RETURNS, AND PUBLIC INFRASTRUCTURE: TIMES SERIES EVIDENCE (revised version) - Pedro Cavalcanti Ferreira e João Victor Issler - Março de 1995 - 39 pág.(esgotado)
259. POLÍTICA CAMBIAL E O SALDO EM CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 08 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 47 pág. (esgotado)
260. ASPECTOS MACROECONÔMICOS DA ENTRADA DE CAPITAIS - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 08 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 48 pág. (esgotado)
261. DIFICULDADES DO SISTEMA BANCÁRIO COM AS RESTRIÇÕES ATUAIS E COMPULSÓRIOS ELEVADOS - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 09 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 47 pág. (esgotado)
262. POLÍTICA MONETÁRIA: A TRANSIÇÃO DO MODELO ATUAL PARA O MODELO CLÁSSICO - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 09 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 54 pág. (esgotado)

263. CITY SIZES AND INDUSTRY CONCENTRATION - Afonso Arinos de Mello Franco Neto - Maio de 1995 - 38 pág.
264. WELFARE AND FISCAL POLICY WITH PUBLIC GOODS AND INFRASTRUCTURE (Revised Version) - Pedro Cavalcanti Ferreira - Maio de 1995 - 33 pág.
265. PROFIT SHARING WITH HETEROGENEOUS ENTREPRENEURIAL PROWESS - Renato Fragelli Cardoso - Julho de 1995 - 36 pág.
266. A DINÂMICA MONETÁRIA DA HIPERINFLAÇÃO: CAGAN REVISITADO - Fernando de Holanda Barbosa - Agosto de 1995 - 14 pág. (esgotado)
267. A SEDIÇÃO DA ESCOLHA PÚBLICA: VARIAÇÕES SOBRE O TEMA DE REVOLUÇÕES CIENTÍFICAS - Antonio Maria da Silveira - Agosto de 1995 - 24 pág.
268. A PERSPECTIVA DA ESCOLHA PÚBLICA E A TENDÊNCIA INSTITUCIONALISTA DE KNIGHT - Antonio Maria da Silveira - Setembro de 1995 - 28 pág.
269. ON LONG-RUN PRICE COMOVEMENTS BETWEEN PAINTINGS AND PRINTS - Renato Flôres - Setembro de 1995 - 29 pág.
270. CRESCIMENTO ECONÔMICO, RENDIMENTOS CRESCENTES E CONCORRÊNCIA MONOPOLISTA - Pedro Cavalcanti Ferreira e Roberto Ellery Junior - Outubro de 1995 - 32 pág. (esgotado)
271. POR UMA CIÊNCIA ECONÔMICA FILOSOFICAMENTE INFORMADA: A INDETERMINAÇÃO DE SENIOR - Antonio Maria da Silveira - Outubro de 1995 - 25 pág. (esgotado)
272. ESTIMATING THE TERM STRUCTURE OF VOLATILITY AND FIXED INCOME DERIVATIVE PRICING - Franklin de O. Gonçalves e João Victor Issler - Outubro de 1995 - 23 pág. (esgotado)
273. A MODEL TO ESTIMATE THE US TERM STRUCTURE OF INTEREST RATES - Antonio Marcos Duarte Júnior e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Outubro de 1995 - 21 pág. (esgotado)
274. EDUCAÇÃO E INVESTIMENTOS EXTERNOS COMO DETERMINANTES DO CRESCIMENTO A LONGO PRAZO - Gustavo Gonzaga, João Victor Issler e Guilherme Cortella Marone - Novembro de 1995 - 34 pág.
275. DYNAMIC HEDONIC REGRESSIONS: COMPUTATION AND PROPERTIES - Renato Galvão Flôres Junior e Victor Ginsburgh - Janeiro de 1996 - 21 pág.
276. FUNDAMENTOS DA TEORIA DAS OPÇÕES - Carlos Ivan Simonsen Leal - Fevereiro de 1996 - 38 pág. (esgotado)
277. DETERMINAÇÃO DO PREÇO DE UMA OPÇÃO E ARBITRAGEM - Carlos Ivan Simonsen Leal - Fevereiro 1996 - 55 pág. (esgotado)
278. SUSTAINED GROWTH, GOVERNMENT EXPENDITURE AND INFLATION - Pedro Cavalcanti Ferreira - Fevereiro 1996 - 38 pág.
279. REFLEXOS DO PLANO REAL SOBRE O SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO - Rubens Penha Cysne e Sérgio Gustavo Silveira da Costa - Junho 1996 - 28 pág.

280. CURSO DE MATEMÁTICA PARA ECONOMISTAS, CAPÍTULOS I E II: FUNÇÕES, ÁLGEBRA LINEAR E APLICAÇÕES - Rubens Penha Cysne e Humberto de Athayde Moreira - Junho 1996 - 75 pág. (esgotado)
281. PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR PATROCINADA: VALE A PENA? - Clovis de Faro e Moacyr Fioravante - Junho de 1996 - 23 pág.
282. OLIGOPOLISTIC COMPETITION UNDER KNIGHTIAN UNCERTAINTY - Hugo Pedro Boff e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Julho de 1996 - 37 pág.
283. CURSO DE MATEMÁTICA PARA ECONOMISTAS - CAPÍTULO IV: OTIMIZAÇÃO ESTÁTICA - Rubens Penha Cysne e Humberto de Athayde Moreira - Julho de 1996 - 71 pág.
284. RIO DE JANEIRO E INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA - Rubens Penha Cysne - Julho de 1996 - 30 pág.
285. CURSO DE MATEMÁTICA PARA ECONOMISTAS CAPÍTULO III: CÁLCULO NO R^n - Rubens Penha Cysne e Humberto Athayde Moreira - Agosto de 1996 - 106 pág.
286. REFLEXOS DO PLANO REAL SOBRE AS FINANCEIRAS - Rubens Penha Cysne e Sergio Gustavo S. da Costa - Setembro de 1996 - 17 pág. (esgotado)
287. FUTUROS DE JUROS - Carlos Ivan Simonsen Leal - Setembro de 1996 - 49 pág.
288. PREVIDÊNCIA SOCIAL NO BRASIL: POR UMA REFORMA MAIS DURADOURA - Clovis de Faro - Setembro de 1996 - 38 pág.
289. CURSO DE MATEMÁTICA PARA ECONOMISTA - CAPÍTULO V: OTIMIZAÇÃO DINÂMICA - Rubens Penha Cysne e Humberto de Athayde Moreira - Setembro de 1996 - 60 pág.
290. PERSPECTIVAS DE LONGO PRAZO DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA - Pedro C. Ferreira - Outubro de 1996 - 40 pág.
291. INTEGRAÇÃO, CRESCIMENTO E BEM-ESTAR - Marcelo Leite de Moura e Silva e Pedro C. Ferreira - Outubro de 1996 - 39 pág.
292. PROCESSUS STOCHASTIQUES EN FINANCE (1ère partie) - Renato Flôres e Ariane Szafarz - Novembro de 1996 - 31 pág.
293. ANAIS DO II ENCONTRO NACIONAL SOBRE POLÍTICA MONETÁRIA E POLÍTICA CAMBIAL (Parte I) - SISTEMA FINANCEIRO E POLÍTICA MONETÁRIA - Rubens Penha Cysne (editor) - Novembro de 1996 - 78 pág.
294. ANAIS DO II ENCONTRO NACIONAL SOBRE POLÍTICA MONETÁRIA E POLÍTICA CAMBIAL (Parte II) - BALANÇA COMERCIAL E FLUXO DE CAPITAIS - Rubens Penha Cysne (editor) - Novembro de 1996 - 59 pág.
295. PROCESSUS STOCHASTIQUES EN FINANCE (2ème partie) - Renato Flôres e Ariane Szafarz - Novembro de 1996 - 34 pág.
296. HIPERINFLAÇÃO: UMA ABORDAGEM NEOCLÁSSICA - Fernando de Holanda Barbosa - Dezembro de 1996 - 23 pág.
297. INFRASTRUCTURE PRIVATIZATION IN A NEOCLASSICAL ECONOMY: MACROECONOMIC IMPACT AND WELFARE COMPUTATION - Pedro Cavalcanti Gomes Ferreira - Janeiro de 1997 - 28 pág.

298. A NOTE ON GROWTH, WELFARE AND PUBLIC POLICY (Revised Version) - Pedro Cavalcanti Gomes Ferreira - Janeiro 1997 - 22 pág.
299. BARREIRAS À ENTRADA: O CASO DO SETOR DE CREME DENTAL BRASILEIRO - Luiz Guilherme Schymura - Janeiro 1997 - 24 pág.
300. CRESCIMENTO ENDÓGENO, DISTRIBUIÇÃO DE RENDA E POLÍTICA FISCAL: UMA ANÁLISE CROSS-SECTION PARA OS ESTADOS BRASILEIROS - Victor Duarte Lledó e Pedro Cavalcanti G. Ferreira - Fevereiro 1997 - 41 pág.
301. SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: DIAGNÓSTICO E REFORMAS REQUERIDAS - Rubens Penha Cysne e Lauro Flávio Vieira de Faria - Março 1997 - 68 pág.



BIBLIOTECA

ESTE VOLUME DEVE SER DEVOLVIDO À BIBLIOTECA
NA ÚLTIMA DATA MARCADA

[illegible]

44679

BIBLIOTECA
MARIO HENRIQUE SIMONSEN
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

317912