

Reforma Financeira e Dívida Pública: A Agenda de Política Econômica para 1994

Carlos von Doellinger*

Muito das inquietações que afligem os agentes econômicos, sobretudo nos mercados financeiros, e que resultam em dificuldades para a condução de políticas monetária e fiscal, diz respeito às implicações da dívida pública interna, tais como seus custos, rolagem, representatividade nos haveres financeiros da economia e seu papel de “quase-moeda” ou “moeda indexada”. Há verdades e falácias em relação a esses diversos aspectos, mas que extravasam suas importâncias intrínsecas na medida de suas influências nas expectativas. E, como se sabe, a formação de preços depende, em grande parte, das expectativas quanto à inflação futura.

O valor absoluto do estoque da dívida pública mobiliária do governo federal em circulação no mercado — cerca de US\$ 36 bilhões — representava menos de 8% do PIB ao final de abril de 1993. Ora, isso é muito menos que a receita bruta do Tesouro em 1992. Além disso, apesar do crescimento verificado, sobretudo em 1992, sua relação com o PIB ainda é inferior à média dos anos 80 (8,7%) e muito menor que qualquer padrão de comparação internacional.

De fato, são poucos os países em que a dívida pública interna, quando comparada ao PIB (ou PNB), resulta em relação percentual inferior à do Brasil. Na Tabela 3.1, a título de ilustração, apresentam-se essas relações para 12 outros países, além do Brasil. Como se pode constatar, há casos de países com relação superior a 100%, como Itália e Israel, e apenas um país (Argentina) com relação inferior à do Brasil.¹

Este artigo analisa diversos aspectos da dívida pública interna federal. Na Seção 3.1 são repassadas as causas recentes da dívida pública; na Seção 3.2, o impacto de seus custos financeiros para as contas do Tesouro, na Seção 3.3, as conseqüências do seu perfil atual. A Seção 3.4 analisa as relações entre

* Do IPEA/DIPES/GAC.

1 Por falta de dados comparáveis, não foi possível incluir o Japão nessa relação, mas é um caso também de dívida pública superior ao PIB.

TABELA 3.1
Relação Dívida Pública/PIB em Alguns Países*

PAÍSES	%
Israel (1989)	122,0
Itália (1988)	106,0
México (1986)	77,0
Estados Unidos (1991)	50,1
Reino Unido (1986)	42,2
Canadá (1987)	39,9
França (1990)	25,6
Noruega (1990)	19,4
Alemanha (1990)	15,6
Austrália (1989)	11,6
Portugal (1987)	9,4
Brasil (abr. 1993)	8,0*
Argentina (1987)	5,9

Fonte: Brasil: Banco Central. Demais países: International Financial Statistics, FMI, março, 1993. Elaboração do autor.

* Último dado disponível para a dívida mobiliária interna do setor público. No Brasil, a inclusão da dívida mobiliária dos Estados e Municípios eleva o percentual para 10%.

dívida pública e política monetária, levantando a questão da independência do Banco Central, enquanto, finalmente, a conclusão do trabalho — Seção 3.5 —, sugere uma agenda de política econômica no âmbito da política monetária e administração da dívida pública.

3.1 - Causas Recentes da Elevação da Dívida Mobiliária Federal

O saldo atual da dívida pública mobiliária em circulação no mercado financeiro (em poder do público) resultou, de fato, do crescimento elevado verificado em 1992. Em março de 1991,² o saldo da dívida mobiliária ascendia a US\$ 12.137 milhões,³ chegando a atingir US\$ 42.746 milhões em novembro de 1992, recuando a partir de então até US\$ 36 bilhões ao final de abril de

2 A análise dos fluxos partiu de março de 1991, tendo em vista que a dívida pública federal, naquele período, atingiu seu mais baixo saldo desde o início da década de 80, quando avaliada em dólar. A evolução a partir desse mínimo histórico, ainda recente, se tornou assim conveniente aos propósitos deste trabalho.

3 Todos os valores em dólar deste trabalho foram obtidos pela conversão às taxas, vigentes nas datas de referência, do câmbio comercial.

1993. E, diferentemente de quase toda a década de 80, o aumento da dívida em circulação nos últimos dois anos pode ser totalmente explicado pelos efeitos monetários da elevação das reservas internacionais e pelo retorno dos cruzados novos liberados a partir de agosto de 1991. Os resultados acumulados líquidos da execução financeira do Tesouro da União, no que concerne ao seu impacto monetário, ascenderam a um saldo superavitário de US\$ 3,5 bilhões entre março de 1991 e abril de 1993 (portanto, com efeitos contractionistas).

A Tabela 3.2 apresenta a evolução, mês a mês, dos fatores de expansão e contração da base monetária e da dívida mobiliária pública federal. São destacados os principais fatores causais, de âmbito monetário, fiscal ou externo, que influenciam os fluxos da dívida mobiliária e da base monetária, por exercerem impacto nas contas ativas e passivas do Banco Central (a partir de março de 1991). Fica claro, ao observarmos esses valores, que as causas recentes da elevação da dívida pública — e da base monetária — são essencialmente monetárias, e não fiscais. Ou seja, a dívida cresceu como fator compensatório das pressões de elevação de reservas monetárias em moeda estrangeira e de liberações de depósitos à ordem do Banco Central (VOB). As reservas internacionais constituem hoje a mais importante conta ativa do Banco Central, enquanto os VOB constituíram importante passivo não-monetário da instituição.

Esses fatores primários de expansão monetária deixaram de atuar desde o final de 1992. As reservas internacionais (conceito de caixa) estabilizaram-se em níveis próximos a US\$ 19 bilhões, enquanto a liberação dos cruzados novos bloqueados à ordem do Banco Central (VOB) se encerrou em julho de 1992.

3.2 - Os Custos Financeiros da Dívida

No que concerne aos seus custos para o Tesouro — outro aspecto normalmente focado nas análises do tema —, parece haver certo exagero quanto às avaliações que costumam ser feitas a partir de dados orçamentários recentes. Na verdade, os demonstrativos da execução financeira do Tesouro Nacional para 1992 indicaram que as despesas com os encargos financeiros da dívida pública federal representaram 7,5% da receita bruta, que naquele ano sofreu queda real de 6,1%. Avaliando-se esses encargos em relação à receita de 1991, a representatividade cairia para 6,9%.

Para 1993 as perspectivas parecem até melhores. Os demonstrativos financeiros do primeiro quadrimestre do ano revelaram que os pagamentos de juros referentes à dívida em circulação no mercado financeiro (fora da carteira do Banco Central) atingiram 4,3% da receita bruta, projetando-se menos de 5% para o ano como um todo. É importante assinalar essa diferenciação entre encargos totais e encargos da dívida em poder do mercado, visto que os pagamentos de juros aos títulos na carteira do Banco Central não

TABELA 3.2

Fatores de Expansão e Contração da Base Monetária:**Março 1991/Abril 1993*****(Em US\$ milhões)**

PERÍODO	SALDO TESOURO NACIONAL NO BANCO CENTRAL	SALDO DE OPERAÇÕES COM O SETOR EXTERNO	DEPÓSITOS DE INSTITUI- ÇÕES FINAN- CEIRAS	OUTRAS CONTAS MONE- TÁRIAS	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ	TOTAL	FLUXOS DE TÍTULOS PÚBLICOS	FLUXOS DE BASE MONETÁRIA
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (1) + (2) + (3) + (4) + (5)	(7)	(6) - (7)
Mar 91	-605,80	-566,55	74,55	12,27	-919,31	-2004,84	-2918,87	914,03
Abr	449,02	272,51	-3196,57	42,86	-476,28	-2908,47	-2920,85	12,38
Mai	-177,84	1346,72	477,06	-12,82	-248,78	1384,33	570,39	813,95
Jun	-34,38	595,23	493,29	183,03	-40,65	1196,52	441,67	754,85
Jul	110,87	529,31	411,79	12,22	-196,30	867,89	575,56	292,34
Ago	446,79	-375,52	2197,58	44,51	-39,98	2273,38	1626,24	647,14
Set	123,72	-818,38	1925,20	-7,29	3,76	1227,01	319,42	907,59
Out	-320,99	-1089,49	1414,59	66,42	307,82	378,35	-79,97	458,32
Nov	-343,07	775,91	1261,67	31,42	-287,73	1438,20	136,14	1302,06
Dez	-127,92	2358,66	675,88	83,34	-17,91	2972,04	1004,96	1967,09
Jan 92	607,74	2756,41	1094,81	8,74	-10,40	4457,29	4977,21	-519,92
Fev	6,78	2476,85	1318,51	56,79	-4,67	3854,26	2212,81	1641,45
Mar	62,28	2925,28	1152,36	11,57	-3,31	4148,18	4020,88	127,31
Abr	-485,48	1973,77	1212,10	33,21	280,28	3013,88	1800,87	1213,01
Mai	-642,91	2275,30	1171,70	19,78	-84,83	2739,04	2336,55	402,49
Jun	-348,90	1172,11	1446,09	70,80	-43,49	2296,60	1724,51	572,09
Jul	-40,74	1445,99	1213,31	59,54	-42,83	2635,27	1892,82	742,45
Ago	-401,10	508,97	1611,03	50,30	-42,81	1726,39	942,60	783,79
Set	-463,48	-1348,33	-57,87	45,39	763,57	-1060,72	-1929,98	869,26
Out	-268,47	2969,83	106,03	37,56	148,86	2993,80	2075,43	918,38
Nov	-333,04	1434,31	-39,13	54,05	239,42	1355,61	200,18	1155,43
Dez	-434,42	-1350,12	-384,48	33,38	66,22	-2069,42	-4485,68	2416,26
Jan 93	-500,39	783,69	313,67	93,39	-250,23	440,14	850,76	-410,62
Fev	796,09	-675,54	-539,55	58,15	36,10	-324,76	-1087,78	763,02
Mar	-345,18	561,30	-696,33	50,38	80,42	-349,41	-1087,22	737,81
Abr	-271,57	201,19	405,20	29,78	-17,45	347,16	-385,52	732,68
Total	3542,41	21139,40	15062,49	1168,78	-800,51	33027,75	12813,13	20214,62

Fontes: Banco Central. Elaboração do autor.

Notas: a) Saldo da Base Monetária: abril 1993 = US\$ 4.168 milhões,

b) Saldo da Dívida Pública: abril 1993 = US\$ 35.987 milhões.

* De acordo com os dados apresentados nos informativos mensais e boletins do Banco Central do Brasil, referentes a execução da política monetária.

constituem renda nem demanda na economia, retornando ao Tesouro na forma de remuneração de suas disponibilidades de caixa no Bacen ou mesmo de resultado líquido das operações do Banco. Trata-se, na verdade, de um mecanismo contábil de acerto de contas entre o Tesouro e o Banco Central, sem efeitos sobre a economia. Portanto, a julgar por essas proporções, o ônus financeiro da dívida, conquanto não desprezível, pareceria suportável, sobretudo tendo em vista sua tendência mais provável a diminuir em futuro próximo. Tanto o saldo da dívida não se tem elevado (ao contrário, apresenta declínio real) como as taxas de juros apresentaram queda significativa desde outubro de 1992. De percentuais superiores a 25%, chegando a atingir mais de 30% nos primeiros meses de 1992, as taxas de juros reais anuais dos títulos públicos federais atingiram níveis próximos a 17% em maio de 1993.

3.3 - O Perfil da Dívida Mobiliária

Um aspecto relevante, normalmente também muito focado, diz respeito ao perfil da dívida. Ao final de fevereiro, último mês com dados disponíveis completos divulgados pelo Banco Central, o saldo total dos títulos emitidos pelo Tesouro era de Cr\$ 1.939.744 bilhões, dos quais Cr\$ 1.651.223 bilhões (85,1%) permaneciam em carteira no Bacen (Tabela 3.3), tudo avaliado a preços correntes do final do mês. A diferença de Cr\$ 288.521 bilhões entre esses saldos, que constitui efetivamente títulos em poder do público, está concentrada em duas séries básicas de lançamentos: em maiores proporções,

TABELA 3.3

Perfil da Dívida Mobiliária Interna Federal: Fev. 1993

DISCRIMINAÇÃO	Cr\$ BILHÕES	%
Títulos do Tesouro no		
Mercado	288.521	40,11
OTN	3	---
LFT	37.443	5,20
BTN	903	0,13
NTN	250.172	34,78
Títulos de Responsabilidade do		
Banco Central	430.836	59,89
BBC	423.935	58,93
LBC	6.901	0,96
Total	719.357	100,0

Fonte: Banco Central.

nas NTN-C, títulos de 12 a 15 meses de prazo, com juros pós-fixados e indexados ao IGP-M, pagos semestralmente, e, em menores proporções, nas NTN-H, que são títulos de 90 dias de prazo e indexados à taxa referencial, com juros pagos no resgate. Essas duas séries de títulos emitidos em 1991 e 1992 compunham um saldo de Cr\$ 250.175 bilhões em fevereiro. Restavam ainda Cr\$ 37.443 bilhões de LFT e Cr\$ 903 milhões de BTN.

No entanto, em comparação com esse saldo, existiam em poder do público no mercado, na mesma data, Cr\$ 423.935 bilhões de BBC, títulos emitidos pelo Banco Central com rendimentos nominais prefixados e prazos de 28 a 35 dias. Ou seja, do saldo total da dívida pública federal em poder do público, quase 60% se compõem de títulos prefixados de prazo médio próximo a um mês. Trata-se efetivamente de um perfil desfavorável e que reflete os riscos, conforme avaliados pelos mercados financeiros, associados às trajetórias da inflação e dos juros reais da economia.

Essa peculiaridade, reforçada pelo compromisso de liquidez garantida e diária desses títulos, assegurada pela autoridade monetária, nos remete a outra faceta importante e polêmica que a dívida pública mobiliária federal assumiu de longa data em nossa economia: a sua característica de “quase-moeda” ou “moeda indexada”.

Os títulos da dívida pública no Brasil são incluídos no conceito M_2 de “meios de pagamento”, ou seja, o substituto mais próximo da moeda em sua definição convencional (M_1), junto com os Fundos de Aplicações Financeiras (quase totalmente “lastreados” em títulos públicos), os Depósitos Especiais Remunerados (DER) e, evidentemente, o próprio M_1 .

A expressividade de M_2 na economia aumentou, obviamente, de forma significativa nos últimos dois anos, em consequência do próprio crescimento da dívida pública anteriormente analisado. Seu saldo, em março de 1991, era de US\$ 35.582 milhões. Em abril de 1993, no entanto, atinge US\$ 54.148

TABELA 3.4

Moeda e Quase-Moeda na Economia

(Saldos em US\$ milhões)

DISCRIMINAÇÃO	MARÇO 91	% PIB	ABRIL 93	% PIB	VARIAÇÃO EM %
Base Monetária	8.735	1,05	3.635	0,9	-58,4
M_1	14.912	1,80	6.821	1,4	-54,3
M_2 (M_1 + FAF+ DER+ Títulos Públicos)	35.582	4,29	54.148	11,4	52,2
M_3 (M_2 + Depósito Poup.)	51.992	6,27	74.731	15,7	43,7
M_4 (M_3 + Tit.Privados)	67.405	8,13	112.780	23,7	67,3

Fonte: Banco Central. Elaboração do autor.

milhões, com aumento de 52,2%. Em relação ao PIB, passou de 4,29 para 11,4% (ver Tabela 3.4).

Nesse mesmo período, a representatividade de M_1 declinou de 1,8 para 1,4% do PIB. Isso significa que o crescimento da dívida — e, portanto, o de M_2 — veio *também* atender à demanda existente pela moeda indexada, especialmente quando se considera que o aumento da dívida pública decorreu da conversão dos cruzados novos bloqueados em março de 1990 e da elevação das reservas internacionais.

É verdade que essa demanda foi além da oferta de M_2 , visto que os conceitos mais amplos de meios de pagamentos também experimentaram elevações expressivas. Assim é que o M_3 (M_2 + depósitos de poupança) passou, no mesmo período, de 6,3 para 15,7% do PIB, enquanto M_4 (M_3 + títulos privados) evoluiu de 8,1 para 23,7%, com expressivo crescimento do saldo em dólar de 67,3%. No entanto, ainda assim é de se considerar que, individualmente, a dívida pública mobiliária federal foi o estoque de “quase-moeda” de maior elevação no período, com taxa de 196,5%, seguida de títulos privados (CDB, Letras de Câmbio, Letras Imobiliárias e Hipotecárias), com 131,9%, depósitos em poupança, com 109,6%, e dívida pública estadual e municipal com 5,7%, todos os saldos avaliados em dólar (Tabela 3.5).

Nessas condições, não há como negar papel de destaque aos títulos públicos federais na evolução do estoque de “quase-moeda” da economia, tanto pela sua expressividade como pelas características combinadas de liquidez e rentabilidade. Essa peculiaridade da economia brasileira é sempre destacada pelos analistas e apontada como principal empecilho a uma política monetária eficaz. A presença de “quase-moeda”, cujo saldo chega a aproximadamente US\$ 106 bilhões (M_4 menos M_1), totalmente indexada à própria inflação corrente e remunerada a juros reais positivos e normalmente elevados, tende a tornar a política monetária *passiva*, ou meramente *defensiva*, na medida em que apenas permite evitar o total descontrole da demanda agregada que

TABELA 3.5
Haveres Financeiros Não-Monetários
(Saldos em US\$ milhões)

DISCRIMINAÇÃO	MARÇO 91	ABRIL 93	VARIAÇÃO %
Dívida Pública Federal (em circ.)	12.137	35.987	196,5
Dívida Estadual e Municipal	9.819	14.304	45,7
Depósitos Poupança	16.410	20.583	109,6
Títulos Privados	15.413	38.049	131,9

Fonte: Banco Central. Elaboração do autor.

poderia advir de transformação de parte dessa massa de haveres financeiros em ativos reais, ou bens e serviços. A inflação, no entanto, tenderia a se perpetuar pela própria indexação e por pressões de custos, sem que a política monetária tenha força suficiente para evitar a “acomodação” da liquidez da economia, no sentido mais amplo, aos novos patamares de preços.

3.4 - Dívida Pública e Política Monetária: A Questão da Independência (ou Autonomia) do Banco Central

A estreita inter-relação da dívida pública com a política monetária, analisada nas seções anteriores, não depende, em grande parte, dos aspectos intrínsecos da dívida, mas sim das circunstâncias em que ela é administrada no Brasil. Sobretudo, decorre da atuação do Banco Central como responsável por esses títulos perante o público, o que o perpetua, em última instância, como agente de financiamento do governo federal. A tal ponto chegou essa atuação que o *open-market*, no Brasil, se transformou, em grande parte, em instrumento *permanente* da administração da dívida pública nos mercados financeiros, ao invés de instrumento *eventual* de política monetária, em confronto aberto com o dispositivo constitucional que veda ao Banco Central o financiamento do Tesouro. Porém, parece também evidente, por outro lado, que a alteração dessa situação pressupõe algumas mudanças importantes nas instituições e no comportamento das contas do setor público.

A eventual decisão, repetidas vezes manifestada, de redirecionar o Banco Central para a missão exclusiva de guardião da moeda, e assim recuperar a eficácia dos instrumentos de política monetária, pressupõe o relacionamento direto do Tesouro com os mercados financeiros na administração da dívida pública. Para que isto possa vir a ocorrer de forma eficiente, ordenada, segura, sem traumas para o sistema financeiro e, principalmente, com a inevitável eliminação da garantia de liquidez imediata dos títulos, supondo ainda que exista, ou venha a existir, capacitação técnica do Tesouro da União para tal missão, pareceria necessário o cumprimento de alguns pré-requisitos básicos, tais como:

a) o resgate total dos títulos do Banco Central que mais se associam ao conceito estrito de moeda, substituindo-os por títulos do Tesouro;

b) o “alongamento” do perfil da dívida, principalmente através de títulos com remuneração pós-fixada, a prazos superiores a um ano;

c) a redução gradativa dos custos financeiros da dívida, aproximando-os das taxas previstas de crescimento da receita fiscal, que em última instância é a “renda” a ser utilizada em garantia desses títulos; e, finalmente,

d) a clara percepção pelos agentes da economia de que o setor público federal é solvente a curto, médio e longo prazos, ou seja, a recuperação da credibilidade perdida pelo governo, sobretudo nos últimos sete anos, em que

se sucederam quase todas as formas e tipos de planos heterodoxos, choques, confiscos, calotes etc.

Essa percepção não haverá de ser obtida apenas por repetidas declarações das autoridades repudiando medidas desse teor, ou mesmo por “leis” ou “emendas constitucionais” que possam reprimir tais iniciativas. Todos conhecemos a fragilidade de nossas instituições.

Mais do que por declarações e juras, a recuperação da credibilidade haverá de ser obtida através da ação convincente do governo, no sentido de demonstrar claramente sua capacidade financeira de honrar o serviço da dívida e de impor um controle rigoroso sobre suas necessidades de financiamento.

Algumas ações do governo nos últimos meses demonstraram que se pode caminhar no sentido da redução dos custos e do alongamento do perfil da dívida. A reformulação institucional do Banco Central pode vir a ocorrer, já existindo propostas interessantes nesse sentido. O próprio governo já manifestou intenção de desvincular as contas do Banco Central das do Tesouro.

Porém, o pressuposto mais importante, isto é, a recuperação da credibilidade do governo, depende fundamentalmente de um *ajuste fiscal* efetivamente convincente. E não apenas no âmbito das finanças do Tesouro da União e do Sistema Previdenciário como das demais contas do setor público federal, incluindo seus diversos fundos (FGTS e FCVS, entre outros), das contas dos governos estaduais e municipais, das empresas estatais e dos órgãos estaduais, especialmente dos bancos comerciais estaduais, visto que os desequilíbrios nessas esferas podem repercutir nas contas da autoridade monetária.

3.5 - A Agenda da Política Econômica para 1994 - Conclusões

Como se procurou demonstrar, a reforma financeira associada à questão da dívida pública interna resulta da estreita inter-relação entre moeda e finanças públicas no Brasil. É quase impossível, nas circunstâncias vigentes até meados de 1993, pôr em prática qualquer política monetária eficaz, para seus usuais objetivos — estabilização e liquidez adequada de economia — sem que se atenda à condição básica de reordenamento das finanças públicas. Essa tarefa pressupõe a garantia de que o equilíbrio financeiro do setor público se mantenha de forma permanente e ampla.

O reequilíbrio das contas públicas pressupõe recursos fiscais disponíveis para arcar com o “serviço da dívida pública”, garantindo-se assim uma trajetória de gradual diminuição do saldo da dívida, o que reduz a moeda indexada da economia.

Garantidas essas precondições, cria-se ambiente propício à reformulação institucional do Banco Central. Deve caber à autoridade monetária a tarefa

primordial de guardiã do valor da moeda e de gestora das reservas monetárias internacionais. Para tanto, deveria dispor de ampla capacidade de utilizar os instrumentos clássicos de política monetária, a saber, o redesconto de liquidez, os depósitos compulsórios do sistema bancário e o *open-market*, sem qualquer interferência por parte da gestão financeira do governo ou da política fiscal.

Ao Banco Central deve também ser vedada qualquer ação que possa eventualmente conflitar com a sua missão primordial, especialmente os repasses de recursos financeiros aos agentes privados ou públicos da economia. Deveria ainda perder o encargo de normatizador e fiscalizador do sistema financeiro, porque tais funções podem também conflitar com a missão básica de cuidar da estabilidade da moeda.

Completada essa tarefa, caberia também uma reformulação do sistema financeiro com vistas a cumprir de forma mais adequada a sua função econômica básica, qual seja, a de intermediador de recursos ao sistema produtivo. Ao longo da última década, o sistema se transformou em financiador do déficit público. O crédito ao setor privado perdeu expressão no total das operações ativas das instituições, chegando a representar apenas pouco mais de 15% do total. Assim, obtido o reequilíbrio das contas do setor público, e iniciando-se um processo de gradativa redução da dívida pública, é de se esperar uma ampla reformulação do sistema, promovendo-se inclusive ajustes visando à melhoria de suas condições de solvência e liquidez. Estudos anteriores do IPEA já analisaram a questão de forma bastante detalhada.⁴

Outra questão a merecer atenção específica, no contexto de reformas do sistema financeiro, diz respeito ao papel econômico e institucional dos bancos estaduais e demais instituições oficiais de crédito. Também nesse aspecto o estudo mencionado aprofundou-se em considerações na direção da necessidade de um estatuto para atuação dos bancos oficiais que cortassem suas vinculações de dependência com governos e órgãos públicos.

Em síntese, a seqüência de reformas se inicia com o ajuste do setor público, traz como consequência imediata redução da dívida pública e, portanto, de "quase-moeda" (ou "moeda indexada"), criando-se então condições ideais a um programa de estabilização bem-sucedido. Continua com a reorganização do Banco Central e se completa com uma reordenação do sistema financeiro. Eis uma agenda de reformas para o sistema financeiro em 1993/94.

4 Ver Carlos von Doellinger. *Reordenação do sistema financeiro. Perspectivas da Economia Brasileira - 1992*. Brasília: IPEA, 1991.