TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 488

Poupança Privada e Sistema Financeiro: Possibilidades e Limitações

José Coelho Matos Filho
José Oswaldo Cândido Jr.

JUNHO DE 1997

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 488

Poupança Privada e Sistema Financeiro: Possibilidades e Limitações

José Coelho Matos Filho[*]
José Oswaldo Cândido Jr. [*]

Brasília, junho de 1997

[*] Técnicos da Coordenadoria Geral de Finanças Públicas e Política Fiscal do IPEA. Este trabalho se beneficiou de comentários de alguns profissionais. Agradecemos, especialmente, a Carlos von Doellinger, Francisco Pereira e Rogério Boueri Miranda. Obviamente, isto não os torna solidários com possíveis erros e omissões.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E ORÇAMENTO
Ministro: *Antônio Kandir*
Secretário Executivo: *Martus Tavares*

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Presidente
Fernando Rezende

DIRETORIA

Claudio Monteiro Considera
Gustavo Maia Gomes
Luís Fernando Tironi
Luiz Antonio de Souza Cordeiro
Mariano de Matos Macedo
Murilo Lôbo

O IPEA é uma fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e promover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

Tiragem: 170 exemplares

SERVIÇO EDITORIAL

Brasília — DF:
SBS Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES, 10º andar
CEP 70076—900
E-mail: editbsb@ipea.gov.br

Rio de Janeiro — RJ:
Av. Presidente Antonio Carlos, 51, 14º andar
CEP 20020—010
E-mail: editorial@ipea.gov.br

SUMÁRIO

SINOPSE

1 INTRODUÇÃO **7**

2 OS DETERMINANTES DA POUPANÇA PRIVADA NO BRASIL **10**

3 MERCADOS FINANCEIROS, CRESCIMENTO E POUPANÇA **13**

4 IMPERFEIÇÕES DE MERCADO E CRISES FINANCEIRAS **18**

5 O IMPACTO DA REGULAÇÃO SOBRE A INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA **23**

6 REGULAÇÃO E SUPERVISÃO BANCÁRIA NO BRASIL **27**

7 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES **31**

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS **34**

SINOPSE

Neste trabalho, analisam-se as possibilidades de o sistema financeiro alavancar e canalizar eficientemente a poupança para atividades produtivas, uma vez que a taxa de juros não parece exercer poder explicativo estatisticamente significante sobre a poupança privada, e a poupança governamental tem sido negativa nos últimos anos. Assim, caso se deseje que as taxas de poupança atinjam níveis necessários à consolidação da estabilidade econômica e ao financiamento do crescimento sustentado, deve-se buscar a estabilidade do sistema financeiro. Nesse sentido, o texto procura mostrar o *menu* de opções à disposição dos *policymakers*, notadamente no que se refere à regulação bancária e a seus conflitos.

O CONTEÚDO DESTE TRABALHO É DA INTEIRA E EXCLUSIVA RESPONSABILIDADE DE SEUS AUTORES, CUJAS OPINIÕES AQUI EMITIDAS NÃO EXPRIMEM, NECESSARIAMENTE, O PONTO DE VISTA DO
MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E ORÇAMENTO.

1 INTRODUÇÃO

O clima que hoje inspira a saída do Estado brasileiro do processo produtivo é o mesmo que, na década de 70, inspirou a sua intervenção: a necessidade de aumentar o investimento na economia. Contudo, contrariamente àquela época, atualmente o Estado não dispõe de poupança que possa participar do financiamento do desenvolvimento e que atenda às demandas da sociedade. Assim, os investimentos necessários ao crescimento sustentado e à consolidação da estabilidade econômica no período pós-Real (algo da ordem de 20% do PIB, caso se pretenda que a economia cresça entre 5 e 6% ao ano) dependem, basicamente, da poupança privada interna, uma vez que a poupança pública tem sido negativa (-0,88% do PIB, em 1995)[1] — embora algum efeito positivo seja vislumbrado por meio de alterações na política fiscal — e a poupança externa seja insuficiente.[2]

No entanto, parece não haver poder explicativo das variáveis que, tradicionalmente, influenciariam o desejo de poupar por parte dos indivíduos. De fato, estudos recentes sobre a evolução da poupança privada sugerem-na insensível a pelo menos uma dessas variáveis: a taxa de juros.[3]

Giovannini (1985, p. 198), por exemplo, em um estudo envolvendo estatísticas de dezoito países

---

[1] Segundo estimativas do Grupo de Acompanhamento Conjuntural (GAC), no Boletim Conjuntural IPEA, 1996.

[2] Para o objetivo deste trabalho, a expressão *poupança externa insuficiente* não significa sua escassez mas, apenas, o nível de poupança externa que não cause desequilíbrios no balanço de pagamentos. É interessante ressaltar as implicações dessa idéia, porque existiria um limite máximo para o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos.

[3] Conforme Giovannini (1985), Rossi (1988), Gleizer (1991), Ostry e Reinhart (1992), entre outros.

em desenvolvimento, afirma que "estimativas da resposta da poupança agregada à taxa real de juros não fornecem qualquer suporte à associação positiva entre estas variáveis". Além disso, "estimativas da resposta da taxa esperada de crescimento do consumo agregado à taxa de juros real esperada, indicam que a substitutibilidade intertemporal no consumo é muito pequena, implicando pequenas elasticidades nos juros da poupança". Rossi (1988, p. 104) também conclui que "incrementos nas taxas reais de retorno não sugerem incremento substancial nas taxas de poupança, especialmente nos países em desenvolvimento", resultados que são confirmados por Ostry e Reinhart (1992), quando utilizam um modelo de mercado com um único bem de consumo. Porém, quando modificam a estrutura do modelo para permitir a utilização de bens comercializáveis (*tradables*) e não-comercializáveis (*non-tradables*), encontram altas e significantes estatísticas para as elasticidades intertemporais de substituição. Nesse sentido, Ogaki, Ostry e Reinhart (1996) conduzem uma pesquisa para avaliar a possibilidade de as decisões sobre consumo e poupança nos países em desenvolvimento estarem relacionadas a questões de alocação intertemporal, e concluem que as famílias orientam suas decisões para considerações intertemporais apenas depois de atenderem o que convenciona-se chamar *de nível de subsistência*.

Por sua vez, Gleizer (1991, p. 87),[4] usando dois exercícios econométricos — o primeiro, uma função poupança tradicional que avalia a magnitude da elasticidade-juros dessa poupança, e outro, por meio de uma equação de Euler, o qual mede a taxa de substituição intertemporal no consumo —, conclui que "altas taxas de juros exercem efeitos perversos sobre a poupança governamental, em de-

[4] O ponto de partida deste *paper* enquadra-se em modelo baseado na idéia da existência de *trade-off* entre efeito renda e efeito substituição decorrente da taxa de juros real.

corrência do impacto sobre o serviço da dívida doméstica, o que reduz a capacidade do governo em financiar investimentos sem exercer pressão sobre o sistema financeiro". Além disso, "dada a complementaridade entre os investimentos público e privado que caracteriza as economias em desenvolvimento, e a evidência de que em economias com mercados de capitais subdesenvolvidos as firmas retêm os lucros e recorrem aos bancos para expandir o capital, uma política de altas taxas de juros reduz as despesas de investimento privado por meio de um complexo processo de *crowding out*".

Em outro estudo pioneiro, que discute o declínio da poupança na década de 80 nos países da Organização de Cooperação para o Desenvolvimento Econômico (OCDE), Dean, Durand, Fallon e Hoeller (1989) apontam como causas para isso desde distorções tributárias, que desincentivam a poupança, passando por indicadores sociais e demográficos, até o processo de liberalização financeira — as facilidades de acesso ao crédito, segundo os autores, contribuíram para o aumento do consumo de bens duráveis —, concluindo que a poupança é influenciada por variáveis reais (renda, crescimento e aspectos demográficos), variáveis monetárias (taxas de juro e inflação), variáveis fiscais (tratamento tributário favorável a alguns segmentos da economia) e variáveis institucionais (desenvolvimento do sistema financeiro, do sistema de pensões e seguridade, e grau de liberalização financeira).

Em outra linha de trabalho, Reis, Issler, Blanco, Morandi e Ponta (1996) enfatizam que a precaução é a única variável explicativa da poupança privada no Brasil, no período de 1975 a 1995, sugerindo-a como uma decorrência natural das altas e variáveis taxas de inflação e da indexação imperfeita.

As conclusões de que os efeitos da taxa de juros sobre a formação da poupança privada são negli-

genciáveis sugerem a necessidade da busca de outras variáveis explicativas. Mesmo ante a possibilidade de alterações na política fiscal afetarem positivamente a formação de poupança,[5] a alternativa mais promissora parece ser investigar como o sistema financeiro pode alocar eficientemente a poupança privada entre projetos rentáveis, uma vez que, espera-se, instituições financeiras que funcionem bem canalizem fundos para usos mais eficientes na economia. O problema é que esses resultados somente são reais em em contexto de estabilidade do sistema financeiro, o que representa apenas uma esperança, no que se refere ao Brasil. No capítulo 2, à guisa de orientação na condução do trabalho, avaliam-se empiricamente as variáveis determinantes da poupança privada no Brasil no período 1974 —1995. No capítulo 3, apontam-se os mecanismos pelos quais o sistema financeiro pode influenciar o crescimento econômico e a taxa de poupança. No capítulo 4, discute-se a relação entre crises financeiras e imperfeições de mercado, e faz-se uma breve discussão acerca do comportamento do *policymaker* diante de uma

[5] Nesse particular, duas visões se contrapõem. De um lado, os modelos de ciclo da vida com gerações superpostas (modelos simples) concluem pelo aumento da poupança nacional a partir de um aumento da poupança do setor público. Isto é, para cada $1 de aumento na poupança pública, haveria uma redução de menos do que $1 na poupança privada, *grosso modo*. De outro lado, os modelos baseados no chamado Teorema de Equivalência Ricardiana sugerem que, para as decisões de consumo privado, pouco importa se o nível de gastos do governo é financiado por aumento de impostos ou por endividamento, pois interessa apenas o nível do gasto. Uma decorrência natural dessa idéia é uma redução na poupança privada, na mesma proporção do aumento da poupança pública.

As pesquisas têm sugerido uma vitória, ainda que parcial, dos modelos de ciclo da vida com gerações superpostas (simples), uma vez que as estimativas dos coeficientes de anulação da poupança privada (pela poupança pública) têm apresentado números positivos menores do que a unidade. A esse respeito, ver Corbo e Schimidt-Hebbel (1991) e Schimidt-Hebbel, Servén e Solimano (1994, 1996). A respeito da equivalência ricardiana, ver Barro (1974).

crise bancária. No capítulo 5, discutem-se as conseqüências da regulação sobre a intermediação financeira. No capítulo 6, evidencia-se o estágio atual do sistema financeiro brasileiro à luz das Leis nos 4 595/64 e 4 728/67, que tratam, respectivamente, da organização do sistema financeiro e da regulação do mercado de capitais, e das Resoluções nos 1 524/88 e 2 099/94, do CMN, que tratam da criação dos bancos múltiplos e da adequação do funcionamento dos bancos, no Brasil, ao Acordo de Basiléia. Finalmente, no capítulo 7, à guisa de conclusões e recomendações, apontam-se alguns pontos a serem observados na direção de um sistema financeiro eficiente.

2 OS DETERMINANTES DA POUPANÇA PRIVADA NO BRASIL[6]

Desde a década de 50, a análise da poupança e do crescimento econômico tem sido baseada nos modelos *à la Solow*, os quais concluem que um incremento nas taxas de poupança termina por gerar alto crescimento apenas no curto prazo, durante as transições entre estados estacionários. De acordo com essa perspectiva, o crescimento de longo prazo estaria subordinado apenas às variáveis demográficas.

Em contraposição a esse ponto de vista, autores como Feldstein e Horioka (1980), e Romer (1986) e Lucas (1988), entre outros, argumentam que altas taxas de poupança e, portanto, a acumulação de capital, podem gerar crescimento permanente no produto, embora em uma economia aberta com mobilidade de capitais isso não seja necessariamente verdadeiro. Nesse caso,

[6] Agradecemos a Francisco Pereira e Carlos von Doellinger a idéia do desenvolvimento deste tópico.

pode ocorrer que a poupança doméstica e o investimento sejam completamente independentes.[7]

Em um trabalho que pretende investigar os determinantes da poupança e as causas dos seus baixos coeficientes na América Latina, Edwards (1995) conclui que a poupança privada responde a variáveis demográficas, aos gastos com seguridade social e ao grau de aprofundamento do mercado financeiro. O autor parte do pressuposto de que as famílias têm de decidir quanto devem consumir no presente e quanto devem guardar para consumo futuro, em uma perspectiva compatível com os modelos de ciclo de vida. Assim, foi estimada, mediante a técnica de variáveis instrumentais, para 36 países — desenvolvidos e em desenvolvimento —, a seguinte equação:

$$S_{tk} = a_0 L_{tk} + a_1 G_{tk} + a_2 F_{tk} + a_3 M_{tk} + a_4 D_{tk} + a_5 E_{tk} + a_6 P_{tk} + \varepsilon_{tk} \qquad (1)$$

em que S é a poupança privada; L é um vetor de variáveis de ciclo de vida, aí incluída a dependência da idade e o crescimento da renda *per capita*; G é um vetor relacionado às variáveis de política fiscal, como a taxa de poupança do governo e os gastos com a seguridade social; F é um vetor representativo do mercado financeiro, com variáveis tais como a taxa real de juros e o aprofundamento financeiro; M é um vetor de variáveis de estabilidade macroeconômica; D corresponde aos benefícios esperados da seguridade social; E representa a poupança externa; P é um vetor de variáveis representativas do grau de estabilidade do sistema político, como, por exemplo, número de presos políticos, número de assassinatos políticos por ano, etc.; e é uma variável aleatória, com valor esperado nulo e variância finita. O índice k refere-se ao *k-ésimo* país.

Em exercício para o Brasil, pressupondo-se nível ideal, bom seria estimar e analisar, na íntegra,

[7] Em que pese esse argumento, Feldstein e Horioka (1980) encontraram evidências de que a poupança doméstica e o investimento são altamente correlacionados.

a equação proposta pelo autor. Infelizmente, em decorrência de problemas estatísticos, variáveis como aquelas relativas à seguridade e dependência da idade foram descartadas. A poupança externa foi definida em sua forma tradicional como o déficit em transações correntes. A intenção foi encontrar alguma relação de complementaridade ou substitutibilidade com a poupança interna, para, com isso, inferir conclusões sobre seu papel efetivo no financiamento dos investimentos. Formulou-se, então, a seguinte equação estrutural:

$$S_t = b_0 L_t + b_1 F_t + b_2 E_t + \varepsilon_t \qquad (2)$$

em que S_t é a poupança privada no período t;

L é um vetor de variáveis de ciclo de vida;

F é um vetor de variáveis representativo do mercado financeiro, tais como a taxa real de juros, as restrições ao crédito e alguma medida ampla de moeda (M_2 ou M_4);

E representa o saldo do BP em conta corrente; e

$_t$ é uma variável aleatória com média zero e variância finita.

Com essa estrutura, e com dados anuais referentes ao período 1974/1995, estima-se a seguinte equação:

$$SP_t = b_1 Y_t + b_2 R_t + b_3 M_t + b_4 F_t + b_5 E_t + \varepsilon_t \qquad (3)$$

SP_t representa a poupança privada no ano t, definida conforme as Contas Nacionais, isto é, Poupança Privada = Poupança Total - Poupança do Governo - Poupança Externa, como proporção do PIB real. A poupança é calculada em termos reais, a preços de 1980;

Y_t é o PIB real *per capita*, também no ano t;

R_t é a taxa real de juros;[8]

[8] Em decorrência de dificuldades na obtenção de estatísticas homogêneas, recorremos ao artifício (muito comum) da utilização de *proxies*. Entre 1974 e 1979, utilizou-se como

M_t representa a razão M_2/PIB real ou M_4/PIB real;

F_t é a razão Crédito Privado Total/PIB real;

E_t é a razão Saldo do BP em Conta Corrente/PIB real; e

ε_t é um termo aleatório com valor esperado nulo e variância finita.

Espera-se que b_1 seja positivo, à medida que o crescimento da renda *per capita* afetar positivamente a poupança pessoal, de acordo com as hipóteses usuais da teoria do ciclo de vida. O coeficiente b_2 não pode, *a priori*, ter seu sinal determinado. De um lado, um aumento na taxa de juros desvaloriza o estoque de ativos (riqueza), o que induz a um maior esforço de poupança para compensar a perda (efeito substituição). Paralelamente, como grande parte da riqueza é constituída por ativos financeiros, uma elevação nos juros provoca aumento na renda financeira e, em conseqüência, no consumo (efeito renda). Portanto, não é possível saber, *a priori*, o efeito que prevalece. O parâmetro b_3 será positivo, pois M é uma medida de aprofundamento financeiro, ou seja, é interpretada como o grau de intermediação entre poupança e investimento, e sofisticação do mercado financeiro. Já b_4 deverá ser negativo, desde que a disponibilidade de crédito ao setor privado reflita a condução da política monetária, ou seja, um aumento nesta variável, no escopo de uma política expansionista, reduz a utilização de poupança em um sentido restrito, o que permite um aumento do consumo e/ou investimento financiado por expansão monetária. Finalmente, b_5 será negativo se as poupanças externa e interna forem substitutas, e positivo, se forem complementares.

---

taxa de juros nominal a taxa média de remuneração do *overnight*. No restante do período (1980 a 1995), usou-se a taxa efetiva *overselic*.

TABELA 1
Poupança Privada no Brasil (1974—1995)

Variáveis	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4
Yt	0,03042	0,02796	0,02615	0,02304
	(6,0326)	(5,7575)	(4,3277)	(3,978)
Rt	0,02085	-	0,02068	-
	(1,3793)	-	(1,3396)	-
Mt (= M2)	0,35092	0,38057	-	-
	(3,3143)	(3,3739)	-	-
Mt (= M4)	-	-	0,26365	0,28896
	-	-	(2,5612)	(2,7655)
Ft	- 0,28927	- 0,26438	-0,272	- 0,24351
	(- 3,4667)	(- 3,1517)	(- 3,0422)	(- 2,7128)
Et	0,41346	0,51048	0,19276	0,27699
	(1,7788)	(2,2379)	(0,6562)	(0,9344)
R2 ajustado	0,75	0,74	0,72	0,69
DW	1,81	1,59	1,58	1,51
F	14,56	17,72	12,05	14,5

Obs.: Os valores entre parênteses referem-se às estatísticas t.

A tabela 1 resume os exercícios de regressão e sugere que o segundo deles representa o melhor ajustamento, isto é:

$$SP_t = 0{,}02796Y_t + 0{,}38057M_t - 0{,}26438F_t + 0{,}51048E_t \qquad (4)$$
$$(5{,}7575) \quad (3{,}3739) \quad (-3{,}1517) \quad (2{,}2379)$$

R^2 (Ajustado) = 0,74; D.W. = 1,59; F = 17,72

É interessante notar que os sinais das variáveis apresentam-se consistentes com o ponto de vista teórico, mesmo quando não são estatisticamente significantes. Apesar das já mencionadas restri-

ções metodológicas deste exercício em relação ao trabalho de Edwards (1995), observam-se significativas semelhanças. De fato, a análise da equação antes exposta sugere que a renda *per capita* afeta positivamente a poupança privada; M_2 é uma medida de aprofundamento e sofisticação do mercado financeiro, e a poupança externa, no período, tem-se mostrado complementar à poupança privada. Além disso, a taxa de juros real mostrou-se estatisticamente insignificante como variável explicativa da poupança privada, o que confirma outros estudos do gênero.

Entre os resultados apontados pela equação de regressão, dois podem ser destacados. O primeiro sugere a complementaridade entre as poupanças externa e interna. Isso significa que a poupança externa é importante fonte de financiamento dos investimentos, pois alavanca recursos internos e aumenta o esforço doméstico de poupança. Segundo, a sugestão de que M_2 é uma medida de aprofundamento e de sofisticação do mercado financeiro tem implicações para o crescimento econômico, porque influi nos mecanismos de intermediação financeira. De fato, mediante regulação apropriada, a intermediação financeira pode elevar a proporção da poupança destinada ao investimento e à produtividade marginal do capital, ao alocá-lo mais eficientemente.

3 MERCADOS FINANCEIROS, CRESCIMENTO E POUPANÇA

Nas teorias do crescimento econômico endógeno, o desenvolvimento dos mercados financeiros é uma das variáveis — juntamente com o capital humano, gastos em infra-estrutura e tecnologia — examinadas na explicação das diferenças de crescimento de renda *per capita* entre os países. O modelo de Pagano (1993) insere-se nesse contexto, ao isolar os efeitos dos mercados financeiros so-

bre o crescimento econômico. Resumidamente, seja:

$$Y_t = AK_t \qquad (5)$$

a função de produção de uma economia fechada e sem governo, que produz um único bem — o qual pode ser alocado tanto para consumo quanto para investimento —, com o bem de capital (K_t) depreciando-se à taxa δ em cada período, em que Y_t é o produto real agregado no período, t, e A é a produtividade marginal do capital. Assim, o investimento bruto é dado por:

$$I_t = K_{t+1} - (1-\delta)K_t \qquad (6)$$

Uma parte da poupança é canalizada para o investimento, enquanto a outra fração é auferida pelo sistema financeiro no processo de intermediação (*spread* bancário, comissões, etc.). Assim, a poupança S_t é dada por:

$$S_t = \lambda S_t + (1-\lambda)S_t \qquad (7)$$

em que $\lambda S_t = I_t$ e $(1-\lambda)S_t$ são as parcelas da poupança que remuneram o sistema financeiro.

A taxa de crescimento econômico, utilizando (5), é dada por:

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1}}{Y_t} - 1 = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1 \qquad (8)$$

Dividindo-se (6) por K_t, substituindo-se (7) em (8), e rearranjando-se, obtém-se para a taxa de crescimento (*estado estacionário*):

$$g_{t+1} = A\frac{\lambda S_t}{Y_t} - \delta = A\lambda s_t - \delta \qquad (9)$$

Portanto, o processo de intermediação financeira pode afetar a taxa de crescimento econômico por meio de três efeitos:

1. pelo crescimento de λ, a proporção da poupança destinada ao investimento;

2. pela elevação de A, a produtividade marginal do capital, mediante a alocação mais eficiente do capital; e

3. pela taxa de poupança $s_t=S_t/Y_t$, embora, neste caso específico, possa haver um efeito ambíguo que depende do tipo de intermediação financeira analisada.

A proporção de poupança destinada ao investimento por parte do setor financeiro pode ser limitada por uma estrutura de regulação restritiva, que impeça maior competitividade e atratividade no setor. Por exemplo, a incidência de controles macroeconômicos, que levem ao excesso de tributação sobre a movimentação financeira, pode impor elevados limites de recolhimento compulsório ao Banco Central e levar à imposição de limites nas taxas de juros.

King e Levine (1992), analisando dezenas de países no período 1974/1989, mostram que, naqueles onde as taxas de juros reais médias ficaram abaixo de -5% a.a., as taxas de crescimento foram menores do que nos países onde estas situaram-se acima de -5% a.a.. Portanto, países onde a taxa de juros real é fortemente reprimida tendem a ter baixas taxas de investimento e de eficiência.

Outro parâmetro estudado no mesmo estudo é a importância relativa das instituições financeiras. Dois indicadores básicos foram utilizados: a relação dos ativos monetários domésticos dos bancos, em depósito, com relação ao PNB (BY), e com os depósitos monetários dos bancos mais ativos domésticos do Banco Central (BTOT). Este último indicador representa uma espécie de relação do crédito bancário sobre o crédito total. A correlação com o crescimento econômico foi elevada e significativa (ver tabela 2), o que sinaliza a importância do fortalecimento das instituições financeiras.

Porém, o poder de mercado da estrutura bancária e financeira, *e.g.*, um sistema financeiro muito concentrado, ganha uma maior parcela da pou-

pança que deveria ser canalizada para os investimentos. Assim, para evitar práticas anticompetitivas no mercado financeiro, é necessário que a regulação esteja atenta. Além disso, o desenvolvimento dos mercados financeiros pode estar associado a algum tipo de disfunção. De acordo com Carneiro, Werneck e Garcia (1993), no Brasil, no período de 1980/1987, o produto da *indústria* financeira passou de 8% para 14% do PNB, enquanto dobrava o seu nível de emprego. No entanto, o desenvolvimento desse sistema estava relacionado ao objetivo de maximizar a arrecadação do imposto inflacionário, o qual constituía uma substancial fonte de receita para o setor. Nesse sentido, os bancos passaram a aumentar o número de agências, enquanto os empréstimos ao setor privado (não-financeiro) declinaram vertiginosamente (11% do PNB em 1991, contra 35% em 1978).

TABELA 2
Instituições Financeiras e Crescimento
1960/1989

Variáveis	Muito rápido g>3,14	Rápido 3,14>g>=2,05	Lento 2,05>g>=0,54	Muito Lento g<0,54	Coeficiente de Correlação Pearson com g*
BY	0,46	0,33	0,24	0,17	0,55
BTOT	0,81	0,73	0,71	0,6	0,46
g	3,87	2,61	1,41	-0,4	-
Nº Obs.	20	24	23	20	-

Fonte: King e Levine (1992).
Nota: * Nível de significância de 0,1%.
Obs: g = taxa média de crescimento real *per capita;*
BY = relação média dos ativos monetários domésticos dos bancos (em depósito) com PNB;
BTOT = relação média dos ativos monetários domésticos dos bancos (em depósito) com os depósitos monetários dos bancos mais ativos domésticos do Banco Central.

O mercado financeiro possui o papel fundamental de melhorar a produtividade social do capital, por meio de uma alocação mais eficiente de recursos. Os agentes financeiros detêm as informações

a respeito dos projetos de investimentos a serem financiados, e podem alocar recursos com retornos esperados mais elevados. Além disso, os bancos monitoram os projetos, com o intuito de garantir as amortizações e o pagamento dos juros dos empréstimos. Porém, os bancos não estão livres do problema da *seleção adversa* (financiamento com elevado risco) e do *risco moral* (*moral hazard*) advindos, principalmente, da assimetria de informações e das imperfeições do mercado.[9]

Ao mesmo tempo em que se faz necessário aumentar as taxas de poupança da economia, é fundamental que sua canalização atinja mais investimentos produtivos. Tudo indica que foi desse modo que a economia americana conseguiu que sua renda média, em 1993, tenha sido 15% e 17% superior à da Alemanha e do Japão, respectivamente, embora a taxa de poupança nesses países seja superior à dos EUA [Samuelson (1996)]. Uma das razões apontadas por Samuelson, para explicar este fenômeno, é: "Os mercados americanos de títulos e ações, com sua pressão implacável obrigando as empresas a serem lucrativas, obrigam a uma utilização melhor do capital do que fazem os bancos alemães e japoneses, que desempenham um papel crucial na alocação dos fundos para investimento nessas sociedades".

Em termos gerais, isso significa que a preferência da economia americana pelas regras de mercado conduziu mais rapidamente a correções do que os regulamentos e outros tipos de intervenções mais rígidas promovidas pelo governo. A possibilidade de erro pode até ser maior em determinados investimentos, mas os riscos são calculados. Portanto, a estabilidade das regras é condição necessária para aumentar a capacidade de investimentos da economia.

---

[9] A questão será discutida mais detidamente no próximo capítulo.

Nessa mesma linha de raciocínio, Simonsen (1991, p. 37) argumenta que "(...) a principal causa da estagnação da economia brasileira na década de 1980, não foi o declínio da taxa de poupança, mas o encarecimento dos investimentos e a diminuição de sua produtividade. Obviamente, todo esforço adicional de poupança é desejável, sobretudo no sentido de recapturar as perdas de poupança governamental e externa. Contudo, esses esforços serão inúteis se não tiverem como contrapartida esforços muito maiores para melhorar a relação capital/produto."

Outro papel importante atribuído aos mercados financeiros é o da avaliação e distribuição dos riscos. Essa é a tendência atual, devido à maior mobilidade de capitais e à formação dos mercados de securitizados e de derivativos. Espera-se que estes instrumentos possam contribuir para direcionar as poupanças institucionais e contratuais para o financiamento de longo prazo. No caso brasileiro, os fundos de pensão privados, até o ano 2000, podem atingir R$ 100 bilhões em ativos. Paralelamente, os projetos em infra-estrutura, indústria e novas tecnologias (biotecnologia, microeletrônica, novos materiais, etc.) necessitam de recursos para o financiamento. Porém, esses projetos possuem um prazo de maturação mais longo e um nível de risco elevado. Torna-se necessário, então, distribuir riscos e compatibilizar prazos de captação e aplicação com os retornos dos investimentos.

Contudo, os efeitos do desenvolvimento financeiro sobre a taxa de poupança não são conclusivos, na medida em que existem aspectos que apontam na direção do crescimento e da queda. Um elevado grau de desenvolvimento financeiro permite dispor de maior número de instrumentos (produtos/serviços) de intermediação, e esses efeitos devem conduzir a uma maior taxa de poupança. Com efeito, no Brasil da década de 70, ocorreu um aumento da taxa de poupança interna

— no contexto da expansão dos mercados financeiros — em decorrência da reforma financeira empreendida em meados da década de 60. Isso possibilitou a criação de vários instrumentos e instituições (bancos de investimentos, sociedades de poupança e empréstimo, e financeiras), os quais contribuíram para a expansão do financiamento aos investimentos ocorrida durante o *milagre* econômico. A poupança financeira passou a ser constituída por vários ativos não-monetários, tais como: depósitos de poupança, letras imobiliárias, ORTN, Letras do Tesouro, certificados de depósitos bancários, letras de câmbio e papéis nas bolsas de valores. Essa diversificação resultou em um crescimento do total de ativos não-monetários da ordem de 151,7% entre 1972 e 1978, enquanto o crescimento do PIB foi de aproximadamente 60% [Doellinger e Bonelli (1987)]. Nesse mesmo período, a taxa de poupança interna alcançou média anual de 19,59%.

Por outro lado, o acesso mais fácil ao crédito direto ao consumidor e aos empréstimos imobiliários ocasiona uma redução na taxa de poupança.[10] Os recursos disponíveis passam a ser limitados e há uma restrição sobre a oferta de crédito.[11] Desse modo, há um impacto sobre a produtividade geral da economia, na proporção em que os recursos para a indústria de bens de consumo duráveis e da construção civil geram externalidades menores do que na indústria de bens de capital [De Long e Summers (1991)]. Nesse sentido, alguns países estão restringindo o mercado de crédito ao consumidor e de empréstimos imobiliários [Jappelli e Pagano (1992)]. No entanto, deve-se atentar para

[10] A título ilustrativo, 16,1% dos haveres financeiros no Brasil em 1973 eram formados por letras de câmbio associadas a financiamentos de bens de consumo duráveis. Resta saber em quanto isso reduziu a poupança privada.

[11] A restrição sobre o crédito pode ocorrer não somente devido à queda da sua oferta (disponibilidade), mas, também, para atender objetivos de estabilização econômica, com o intuito de conter a demanda agregada e a elevação dos preços.

o fato de que determinados empréstimos para as famílias, destinados à formação de capital humano (gastos com educação, treinamento, etc.), podem ser considerados uma forma alternativa de investimento, e os recursos reservados para estas atividades, como poupança [Lucas (1988); Simonsen (1995)].

Outro fator que pode deprimir a taxa de poupança, sobretudo por motivos precautórios, é o desenvolvimento do mercado de seguros[12] na área de saúde, furtos, incêndios, etc. No entanto, como as operações do sistema financeiro tendem a minimizar os riscos, os bancos podem estar dispostos a emprestar mais recursos a taxas menores, para incentivar os tomadores a se arriscarem mais — não somente na execução de projetos de investimentos mas, também, no aumento do consumo —, o que eleva o risco sistêmico.[13]

Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1996) destacam mais dois possíveis efeitos do desenvolvimento dos mercados financeiros sobre a poupança interna:

— diminuição do grau de dependência da poupança externa, fator que evita a fuga de capitais, em decorrência do aumento da proporção relativa dos ativos domésticos; e

— crescimento permanente dos estoques de poupança financeira, devido ao aumento da qualidade da capacidade de regulação e supervisão dos mercados, mais a ampliação da densidade geográfica das instituições e o desenvolvimento das opções de produtos e serviços financeiros.

---

[12] No entanto, pode-se argumentar que os gastos com esse tipo de ativo são uma forma de poupança. Logo, seria interessante avaliar se as pessoas poupariam mais do que o dispêndio destinado para o seguro, caso não houvesse essa opção de mercado.

[13] O monitoramento do risco sistêmico deve ficar a cargo do regulador do sistema financeiro.

4 IMPERFEIÇÕES DE MERCADO E CRISES FINANCEIRAS

O insumo básico do mercado financeiro é a informação [Stiglitz (1993)]. No entanto, em geral, as informações necessárias para se conceder um empréstimo ou comprar ações são insuficientes ou incompletas. Além disso, os diversos agentes podem ter acesso a diferentes tipos de informações, que, às vezes, são complementares ou contraditórias. Isso caracteriza o que a teoria econômica conceitua como assimetria de informações e, como dito anteriormente, dá origem a dois tipos de problemas encontrados nos mercados financeiros: o risco moral (*moral hazard*) e a seleção adversa.

No caso da atividade bancária, o risco moral pode originar-se tanto do emprestador quanto do tomador. A formação de um seguro-depósito ou a concessão de subsídios podem incentivar os bancos a praticarem operações financeiras mais arriscadas (ou menos prudentes), porque nada garante que o tomador aplique os recursos no projeto selecionado, pois os custos de monitoramento podem ser bastante elevados. A seleção adversa, por sua vez, ocorre em situações de declínio no mercado acionário. As firmas com patrimônio líquido reduzido passam a aceitar piores condições (taxas de juros mais elevadas) para obtenção de recursos em projetos de investimentos com maiores riscos.

Para minimizar esses problemas exigem-se garantias (*collateral*). As empresas com patrimônio líquido alto, em última instância, têm condições de pagar suas dívidas por meio da liquidação dos ativos, o que tranqüiliza os credores. No entanto, quando o tomador não apresenta garantias suficientes, uma alternativa é o racionamento do crédito, fator que reduz a *alavancagem* dos bancos.

A produção e venda de informações mais detalhadas para os emprestadores constitui-se em outro meio de proteção contra maus devedores ou

especuladores. Contudo, alguns investidores podem beneficiar-se gratuitamente de informações pagas de forma privada (problema do *free rider*). Um exemplo típico é a aquisição de ações por um investidor que se beneficia do conhecimento, mediante a compra de informações, de que tais ações estão subvalorizadas. Porém, outros investidores, observando a trajetória do mercado, passam a comprar essas ações, fazendo com que seu preço cresça imediatamente. A relação custo-benefício do investidor pode ser desfavorável e desincentivar esse tipo de atividade.

Outra estratégia (pouco onerosa) para evitar a ocorrência de risco moral é dada pelo monitoramento e pela imposição de restrições aos tomadores de recursos, uma vez que os bancos possuem vantagens comparativas na obtenção, seleção e produção de informações. Segundo Mishkin (1991, p. 8): "Os bancos ajudam a reduzir os problemas de seleção adversa nos mercados financeiros se tornando *experts* na produção de informações sobre as firmas e selecionando e classificando os riscos de bom crédito daqueles de mau crédito. Portanto, eles podem adquirir fundos dos depositantes e emprestá-los para as melhores empresas. As vantagens dos bancos nas atividades de coleta de informações são também alcançadas por sua habilidade em se engajar nas relações de longo prazo entre os clientes e na concessão de empréstimos que usam acordos de linhas de crédito."

O monitoramento das empresas e a elaboração de informações são uma tendência que vem sendo seguida pelos bancos, na prestação de serviços relativos à aplicação de recursos de terceiros em fundos de investimentos.

As crises financeiras decorrem do agravamento dos problemas de informações assimétricas, em que o risco moral e a seleção adversa inviabilizam a atividade normal dos agentes financeiros. Em geral, tais crises surgem devido a três fatores:

crescimento da taxa de juros (*spread* bancário), que facilita a entrada de devedores inadimplentes (seleção adversa); declínio no mercado acionário; e crescimento da incerteza.

Em conseqüência, há queda no patrimônio líquido das empresas e os projetos de investimento são adiados pelo aumento da incerteza e pela oferta insuficiente de crédito. Isso causa falências de instituições financeiras e não-financeiras. Paralelamente, os bancos que estejam com empréstimos concentrados nas mãos de setores deficitários ou que possuam empréstimos vinculados — nos quais o banco é acionista da empresa que está em más condições — também passam a arriscar-se mais — na tentativa de recuperar o equilíbrio financeiro —, e novamente caem nos problemas de risco moral e seleção adversa. A partir daí, a crise bancária se instala, e traz consigo um aumento nas retiradas dos depósitos e uma nova queda da disponibilidade de crédito para empréstimos. Em virtude da falência de algumas instituições bancárias, os depositantes passam a desacreditar em todas. Afinal eles não sabem, com precisão, distinguir (superposição)[14] as instituições em boa situação daquelas em rota de insolvência. Desse modo, aumentam os riscos de uma crise sistêmica.

Diaz-Alejandro (1985) e Stiglitz e U, (1996) defendem a idéia de que o mercado financeiro apresenta características peculiares que o tornam suscetível a falhas e imperfeições, admitindo um papel fundamental para a intervenção governamental. Para esses autores é necessária a criação de um sistema de incentivos e regulação financeira apropriados, para possibilitar a alocação dos recursos em projetos com elevados retornos sociais e privados, além de evitar crises financeiras. Nesse último caso, o papel do regulador recairia

[14] Isso pode ser comprovado pelo fato de que os bancos podem enganar os depositantes e o Banco Central, por meio da manipulação dos seus balanços.

na minimização da assimetria de informações, por meio da classificação de risco das firmas e instituições financeiras, com a finalidade de estabilizar os mercados financeiros e reverter uma situação caótica. Segundo Mishkin (1991, p. 11), "Uma vez completa esta classificação, a incerteza nos mercados financeiros tenderá a declinar, o mercado de ações poderá iniciar uma recuperação e as taxas de juros deverão cair (...) Com os mercados financeiros aptos a (...) operar bem novamente, em estágio posterior dar-se-á uma recuperação da economia." No entanto, a garantia da intervenção governamental não é condição suficiente para o bom funcionamento do mercado e, às vezes, causa graves crises, como no caso das associações de poupança e empréstimo nos EUA.

O processo de liberalização e o aprofundamento financeiro, associados a uma estratégia de crescimento econômico, podem causar crises bancárias nos sistemas financeiros frágeis. Nos países da América Latina, os depósitos de curto prazo (descasamento de prazos entre captação e aplicação) representam a maior parcela dos passivos das instituições financeiras, o que é explicado pelo passado de inflação crônica e as tentativas ainda não consolidadas de estabilização econômica. Além disso, os planos de estabilização no Brasil, Argentina e México são baseados na âncora cambial, e sujeitam-se ao risco de instabilidades macroeconômicas tais como sobrevalorizações cambiais e bruscas oscilações nas taxas de juros. Assim, a estabilização econômica e as reformas do sistema financeiro podem conduzir a um processo de falência bancária, em virtude da queda abrupta nas receitas inflacionárias (*floating*) e o crescente risco das carteiras. Este risco reside na concentração em operações de crédito em moeda estrangeira, estimuladas pelas sobrevalorizações cambiais e na confiança no papel de emprestador de última instância e salvaguarda dos depósitos exercidos pelo Banco Central.

O curioso nesse quadro de alavancagem de poupança interna e externa para o desenvolvimento em países como o Brasil, que não está ainda com a estabilidade consolidada, são os *trade-offs* existentes na condução de reformas estruturais. No caso da liberalização financeira, as desregulamentações e o estabelecimento de regras estáveis e claras que obedeçam aos princípios de mercado em maior ou menor grau, são uma estratégia seguida pelas economias desenvolvidas. Nos países onde a estabilização ainda não se consolidou, a tendência é a concentração do sistema bancário, com uma trajetória nada suave para as regras de mercado, ao custo de recessão, como no caso do Chile, onde o PIB caiu 14% e a taxa de desemprego atingiu 20% da força de trabalho em 1982. Apesar de tudo, no entanto, o sistema bancário chileno ficou fortalecido, e a participação dos bancos estrangeiros aumentou, o que demonstra a credibilidade do sistema.

Clarke (1996) comparou as trajetórias das principais variáveis macroeconômicas (crescimento do produto, investimento, poupança doméstica e o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente) seguidas na Coréia e no Chile no contexto da reforma financeira, e defendeu a idéia de que a taxa de juros que equilibra poupança e investimento não é a mesma que equilibra a oferta e demanda dos ativos financeiros. De fato, a ampla liberalização financeira na economia chilena provocou uma elevação nas taxas de juros reais, e isso determinou uma mudança na composição do portfólio, e não somente na composição do fluxo de poupança. Houve um crescimento dos fluxos de capitais advindo do setor externo — atraídos pela elevação da taxa de juros real —, o que sobrevalorizou o câmbio e expandiu o crédito interno. No momento em que ocorreu reversão das expectativas com relação à consistência da política macroeconômica e ao retorno dos investimentos, gerou-se o colapso financeiro. Na economia coreana, a estratégia foi evitar que as empresas

tomassem recursos no exterior, no sentido de conter possível crise financeira. O regime centralizado dessa economia facilitou a adoção da estratégia, o que permitiu um crescimento sustentado e uma taxa de poupança doméstica de 36,4% do PNB em 1990,[15] proporção que contrasta com a observada na economia chilena, que, no auge da crise em 1982, atingiu 9,4%.

O debate entre a escolha do sistema financeiro ideal aponta para a liberalização e rejeita a repressão (excessiva intervenção governamental). Porém, o grau e o *timing* da liberalização devem ser examinados com maior acuidade e precisão, sobretudo no monitoramento do ambiente macroeconômico, que possui impacto direto sobre o sistema financeiro e nas condições microeconômicas[16] das instituições financeiras suscetíveis aos problemas de assimetria de informações.

Quando parte do sistema bancário entra em rota de insolvência, fundos que busquem resolver falhas isoladas, como o seguro-depósito e os fundos de crédito emergencial do Banco Central, são inadequados. Diante de tal problema, se a integridade do sistema financeiro é a meta, há que se recorrer a fundos públicos para a sua manutenção. A razão para tal, além do conhecido propósito de proteger

[15] Segundo Stiglitz e Uy (1996), uma das estratégias coreanas foi colocar as empresas para competirem, entre si, por facilidades creditícias, mediante mecanismos tais como aumentos nas taxas de exportação, nas taxas de investimentos, etc. Os vencedores tiveram acesso a créditos mais baratos e a outros incentivos extramercado.

[16] Segundo Mendonça de Barros e Almeida Júnior (1996), os fatores microeconômicos que determinam o grau de vulnerabilidade das instituições financeiras são: elevado grau de concentração de empréstimos, grande parcela de empréstimos vinculados a empresas onde o banco é acionista, descasamentos de prazos (captação e aplicação), política de concessão de crédito que leva em conta a análise de risco, nível de controle interno e planejamento, crescimento excessivo via elevada taxa de alavancagem, participação nos mercados internacionais sem o devido controle, e elevada diversificação dos produtos e serviços sem os devidos cuidados nas operações financeiras, como no mercado de derivativos, por exemplo.

os pequenos depositantes, é que o sistema bancário tem um papel fundamental no sistema de pagamentos. A manutenção de sua integridade requer, em algum grau, que parte do mesmo seja protegido, o que implica transferência de recursos do setor público. Obviamente, essa transferência deve ser limitada àquela parcela do sistema bancário cuja proteção seja necessária à manutenção de sua integridade, sob pena de aumentar desproporcionalmente o risco moral.

Nesse sentido, as ações do *policymaker* devem perseguir três objetivos básicos:

a) assegurar que as partes que se beneficiaram dos riscos aos quais o sistema foi exposto sejam responsabilizadas pela parcela correspondente nos custos de reestruturação do próprio sistema;

b) impor normas limitantes à expansão de crédito por parte das instituições em rota de insolvência, para evitar que estas se exponham a riscos excessivos, ou que capitalizem como de boa qualidade créditos duvidosos; desse modo, é reduzida a possibilidade de risco moral; e

c) utilizar fundos públicos na reestruturação do sistema bancário sem, no entanto, descuidar da possibilidade de aceleração inflacionária.

O último objetivo decorre dos tipos de restrição postas diante do *policymaker*. Mesmo quando a sociedade deseja a reestruturação bancária, ainda assim a utilização de recursos sem critério pode anular seus efeitos. Pode ser necessária uma redução de despesas em outras áreas, com o intuito de controlar o processo inflacionário, mesmo que seja possível minimizar sua utilização, por meio da existência de mercados para estas instituições ou para seus ativos.

5 O IMPACTO DA REGULAÇÃO SOBRE A INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA

A regulação é, talvez, o mais importante determinante das diferenças nas estruturas financeiras exibidas por países com níveis de desenvolvimento econômico similares e com acesso às mesmas tecnologias, pois afeta a eficiência das instituições financeiras por meio do impacto sobre as práticas competitivas, e altera as tecnologias financeiras e os custos de transação.

Um aspecto notável da regulação como mecanismo de alocação eficiente de recursos decorre do fato de que esta pode ser moldada pelos *policymakers* e, portanto, pode sofrer mudanças a qualquer tempo. A regulação do sistema financeiro tem que ser ágil, pois suas operações mudam ao longo do tempo — em função do desenvolvimento da engenharia de intermediação de recursos, das técnicas de processamento de informações e do progresso das comunicações [Simonsen (1995)]. Isso não quer dizer que a regulação decorra de um processo exógeno e imposto às instituições financeiras e ao mercado. Tanto a regulação quanto a desregulação vêm como respostas endógenas às mudanças no sistema financeiro, em especial às crises ou aos problemas percebidos no funcionamento desse sistema.

A regulação é influenciada por pressões políticas e sociais; algumas refletem interesses de grupos especicias, e, não poucas vezes, incluem firmas que estarão sujeitas à própria medida. Outras pressões refletem percepções e crenças de diferentes grupos sociais sobre o papel do sistema financeiro e suas interações com os setores reais da economia.

Isso posto, conclui-se que a regulação financeira requer um processo permanente de avaliação e ajustamento, visando à maximização da relação *benefício/custo*. Seu impacto sobre a estrutura e sobre a eficiência do sistema financeiro requer atenção a uma gama de objetivos. Por exemplo, as inovações financeiras e o progresso tecnológico solapam a efetividade da regulação e, muitas vezes,

causam mudanças radicais nas filosofias regulatórias. A esse respeito, Caprio Jr., Atyas e Hanson (1993, p. 3) argumentam que a presunção de que um sistema financeiro efetivo maximizará a eficiência pela alocação de crédito às indústrias e firmas é problemática, porque a produtividade dos fatores está sujeita a uma "miríade de influências, é difícil de medir para a economia como um todo e, idealmente, é desejável um período de vários anos para se ter uma idéia clara dos seus determinantes".

Em abordagem moderna, a regulação do sistema financeiro visa corrigir as falhas da inserção do mercado financeiro na economia. Tais falhas são decorrentes de externalidades tais como o risco sistêmico, o *efeito infecção* e o efeito *network*.[17] Segundo Gertler e Rose (1991), no mundo real, problemas como a assimetria de informações e correlatos têm papel fundamental no processo de regulação financeira, diferentemente daqueles apresentados nos livros-texto, onde emprestadores e tomadores resolvem possíveis conflitos por contrato. Com efeito, na ocorrência de informações assimétricas (ou informações limitadas), os agentes financeiros verificam, primordialmente, o valor do patrimônio líquido dos tomadores. Nesse caso, os tomadores com baixo valor do patrimônio líquido incorrem no custo adicional de serem obrigados a recorrer a financiamentos externos a seu ambiente econômico, quanto mais baixo for o valor desse patrimônio.

Como os objetivos finais da regulação do sistema financeiro são a eficiência, a estabilidade e o aprimoramento das regras de mercado — não apenas naquele setor, mas em toda a economia —,

[17] Entende-se por risco sistêmico o risco de falhas em uma ou mais instituições, decorrente de falhas em outras instituições: por efeito infecção, a queda generalizada nos padrões financeiros e nos preços dos serviços, causados por excessiva competição; e por efeito *network*, os custos e benefícios de abrigar, sob um mesmo *guarda-chuva* institucional, instituições competidoras.

o governo deverá adotar vários controles diretos e intervenções, os quais podem ser classificados em seis categorias,[18] a saber:

a) controle macroeconômico, por meio do requerimento mínimo de reservas, do direcionamento do crédito e mesmo do estabelecimento de tetos para as taxas de juro, mais as restrições aos investimentos estrangeiros, etc., com o objetivo de controlar o nível de atividade econômica e conter os desequilíbrios internos e externos da economia;

b) controle alocativo, via programas de crédito seletivo, requerimentos de investimentos compulsórios, taxas de juro preferenciais, etc., visando influenciar a alocação dos recursos financeiros em direção às atividades prioritárias;

c) controle estrutural, mediante restrições à entrada e saída de instituições, mais restrições geográficas, restrições que limitam a atuação das instituições financeiras, etc., com o intuito de controlar o sistema financeiro;

d) controle prudencial, por meio de critérios de autorização, limitação de alavancagem, requerimento mínimo de capital, limites na concentração de risco, relatórios periódicos, etc., para preservar a segurança e a profundidade das instituições financeiras individuais, e sustentar a confiança na estabilidade de todo o sistema financeiro;

---

[18] Alguns países e regiões em desenvolvimento, notadamente aqueles do Leste Asiático (Coréia, Hong Kong, Cingapura, Taiwan, Malásia, Indonésia e Tailândia) praticaram, e ainda praticam, intervenções e controles, não no sentido do aprimoramento das regras de mercado, mas para orientar as instituições financeiras e os mercados de capitais para o objetivo explícito de promover o desenvolvimento. O argumento, segundo Stiglitz e Uy (1996), é que, quando o mercado de capitais funciona melhor, os retornos marginais serão equalizados em todos os setores e firmas. Além disso, leva ao compartilhamento dos riscos pelas firmas, reduzindo o prêmio de risco dos mercados de capitais, e levando aquelas a investir em projetos mais arriscados e de maiores retornos esperados.

e) controle organizacional, via regras de *open-market*, abertura de informações ao público e padrão técnico mínimo, etc., para assegurar o funcionamento suave, a integridade dos mercados financeiros e a troca de informações; e

f) controle de proteção, mediante a abertura de informação ao público, criação de escritórios de *ombudsman* para investigar e resolver disputas, seguro de depósitos,[19] etc., para prover adequada proteção aos usuários dos serviços financeiros, especialmente consumidores e investidores não-profissionais.

A necessidade de controle macroeconômico por meio de métodos indiretos de política monetária e controle do crédito é motivada pela importância de limitar a expansão do crédito e manter a estabilidade de preços, principalmente na ausência de adequados mecanismos de mercado que a isso levem, embora a teoria econômica sugira que os objetivos macroeconômicos da regulação financeira possam ocorrer mais eficientemente se forem conseguidos por meio de mecanismos de competição. Isso sugere que, ao invés de utilizar racionamento de crédito e controle das taxas de juro, o governo deveria estimular o desenvolvimento de mercados eficientes, tanto para moeda quanto para títulos.

O controle alocativo é motivado pelo desejo de compensar a tendência das instituições financeiras — especialmente os bancos comerciais — de financiarem quase sempre atividades de baixo risco ou projetos altamente especulativos, com pequenos *pay-backs*. Essa tendência de relutarem a financiar projetos com longos *pay-backs*, embora estes possam ter efeitos benéficos na produtividade total dos fatores, decorre de razões que vão desde as

[19] O seguro de depósitos bancários, segundo alguns autores, deve incentivar algum comportamento abusivo por parte dos bancos, na medida em que desincentiva sua fiscalização pelo público. A esse respeito ver, por exemplo, Galvin e Hausmann (1996).

incertezas até a exposição ao risco dos créditos de longo prazo, inclusive a sua não recuperação.

Os controles estruturais são motivados especialmente por considerações econômicas e políticas, e visam, principalmente, lidar com problemas associados ao poder de mercado. Por exemplo, a separação legal entre bancos comerciais e de investimento e outros tipos de restrições à atuação dos bancos visam prevenir a indevida concentração de poderes econômicos e financeiros. Estas são considerações políticas. Como considerações econômicas, podem ser citadas as restrições à entrada de bancos estrangeiros, para proteger a posição das instituições nativas.

O controle prudencial busca reduzir o risco sistêmico, isto é, o risco de falhas em cadeia, e evitar os rompimentos produzidos por crises financeiras. Este tipo de controle é necessário porque as instituições financeiras são suscetíveis de comportamento imprudente e fraudulento. Isso requer entidades adequadamente capitalizadas, profissionalmente administradas, com risco diversificado, posições transparentes e sujeitas a efetiva supervisão.

O controle organizacional visa enfrentar as externalidades causadas pela existência de objetivos múltiplos nas instituições financeiras, onde uma entidade exerce diferentes atribuições — carteira comercial, carteira de investimento, etc. —, com diferentes níveis mínimos de aporte de capital.

O controle de proteção lida com os problemas de informação que afetam as relações das instituições financeiras com seus clientes — especialmente os pequenos. Estes problemas são decorrentes da existência de informações assimétricas entre os ofertantes e os usuários dos serviços financeiros, como, por exemplo, a inabilidade em julgar a qualidade dos serviços adquiridos.

Salta aos olhos, portanto, uma espécie de efeito cruzado entre os vários objetivos da regulação financeira, principalmente entre os controles que estimulam a competição, a eficiência e a inovação, e aqueles que promovem a estabilidade e segurança do sistema financeiro.

O estabelecimento de tetos para o crédito, por exemplo, aplicado com propósitos macroeconômicos, cumpre o objetivo prudencial de evitar expansão excessiva daquele; a regulação no sentido de proteger os interesses dos investidores (*controle de proteção)* faz com que as instituições financeiras adotem práticas mais prudentes (*controle prudencial).*[20] A introdução de controles estruturais, que causam a fragmentação dos mercados financeiros, solapa a regulação prudencial, na medida em que aumentam a possibilidade de ocorrência de risco sistêmico e o efeito infecção, em uma espécie de dilema para os formuladores da regulação financeira.

6 REGULAÇÃO E SUPERVISÃO BANCÁRIA NO BRASIL

O desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro, nos últimos trinta anos, esteve profundamente relacionado ao processo inflacionário. Nesse período, as reformas institucionais, as flutuações nas taxas de juros e as modificações legais no sistema estiveram profundamente ligadas ao combate à inflação.

O marco regulatório inicial do mercado financeiro brasileiro são as Leis nos 4595/64 e 4728/65, que tratam, respectivamente, da reforma financeira e da regulação do mercado de capitais, e seus objetivos foram "recupe-

[20] Infelizmente, a proteção proporcionada aos depositantes pelo seguro de depósitos minimiza as possibilidades do controle prudencial (aumento de risco moral), ao incentivar práticas imprudentes por parte dos bancos.

rar a capacidade do setor público na obtenção de financiamentos não-inflacionários; neutralizar os efeitos da inflação no que tange à intermediação financeira e aos incentivos à postergação no pagamento de impostos; desenhar um sistema financeiro capaz de intermediar eficientemente a poupança doméstica e desenvolver um mercado de capitais orientado ao fornecimento de fundos de investimentos de longo prazo" [García e Fernández (1993, p. 24)].

Em relação aos bancos comerciais, a reforma financeira limitou seu papel ao fornecimento de créditos baseados nos depósitos à vista (curto prazo), cabendo aos bancos de investimento a função de instituições responsáveis pelo estabelecimento de um mercado de capitais de longo prazo. Coube às sociedades de crédito imobiliário, sob supervisão do extinto Banco Nacional da Habitação (BNH), atuar como emprestadores de segunda linha, lançando mão dos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

Uma lição decorrente dessa reforma diz respeito às dificuldades colocadas pelos mecanismos de indexação, quando da introdução da dívida governamental indexada como expediente que permitisse a colocação de títulos de longo prazo em um ambiente de inflação alta e volátil. Em princípio, acreditava-se que tais títulos seriam bem acolhidos. No entanto, a incerteza quanto ao cumprimento das promessas por parte do governo — de manter a indexação dos passivos vinculada ao comportamento do nível de preços — levou à generalização das operações de recompra, o que deu origem às operações de *overnight*.

Em outras palavras, títulos públicos, com vencimento de até cinco anos, não eram retidos pelo público por mais de um dia, o que rendia aos intermediários financeiros a taxa do *overnight* (o custo básico das reservas bancárias). Isso colocou o governo numa posição delicada, transformando-o

em emissor *de quase-moeda*, além do seu papel clássico de emissor de moeda *strictu sensu*.

A prática demonstrou, ainda, que o sistema financeiro surgido da reforma era muito menos segmentado do que o desejado pelos formuladores das Leis nºs 4 595/64 e 4 728/65. De fato, ficou constatado que várias instituições atuavam, simultaneamente, em distintos segmentos do mercado financeiro, em geral por meio de um sistema integrado de serviços bancários. Com isso, qualquer instituição bancária que oferecesse uma multiplicidade de serviços, como, por exemplo, de banco de investimento, de financeira, etc., estava obrigada a aportar diferentes montantes de capital, visto que cada atividade exercida estava ligada a uma personalidade jurídica diferente, em função do espírito de especialização decorrente das leis antes mencionadas.

Nesse sentido, a Resolução nº 1 524/88, do CMN, com o objetivo de racionalizar o sistema por meio da redução dos custos operacionais, criou os chamados bancos múltiplos, implantando um plano contábil que compatibilizou os registros das diversas instituições financeiras que se abrigavam sob uma mesma instituição bancária.[21] Como resultado dessa medida, quase todas as instituições bancárias brasileiras passaram a operar como bancos múltiplos. Entre 21 de setembro de 1988 (data da Resolução CMN nº 1 524) e junho de 1992, surgiram nada menos do que 188 bancos múltiplos, com operações em 493 carteiras [García e Fernández (1993)].

É interessante notar que os incentivos aos bancos múltiplos cessaram, exatamente, quando a in-

[21] A Resolução nº 1 524/88, do CMN, em seu artigo primeiro, faculta "aos bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário e sociedades de crédito, financiamento e investimento, para que se organizem, opcionalmente, em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria, nos termos da legislação em vigor".

flação parecia controlada. De fato, a Resolução nº 2 099, de 17 de agosto de 1994, retirou qualquer incentivo à criação desses bancos, ao estabelecer limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido para todas as carteiras bancárias, como se fossem instituições individuais. Suspeita-se que os incentivos à criação de bancos múltiplos eram apenas uma decorrência da inflação alta.

A Resolução CMN nº 2 099/94, visando à adaptação do sistema bancário brasileiro ao Acordo de Basiléia (e às normas do MERCOSUL), introduziu algumas mudanças na regulação do sistema financeiro, com destaque para a fixação de limite mínimo de capital realizado e patrimônio líquido (ver tabela III), e a classificação do risco das instituições (ver quadro I), com o intuito de adequar o capital dos bancos aos riscos das operações ativas. Segundo Maia (1994), "Essa inovação baseou-se na vinculação entre o patrimônio líquido dos bancos e os riscos inerentes às diversas classes de empréstimos e investimentos de suas carteiras, observando-se as seguintes etapas: (i) definição de capital; (ii) ponderação dos riscos; e (iii) relação entre capital e riscos da carteira de ativos."

TABELA 3
Brasil: Comparativo dos Limites Mínimos de Capital no Sistema Financeiro

Instituições	Limite Mínimo Anterior (R$)	Limite Mínimo Res. nº 2 099 (R$)	Acréscimo de Capital (em %)
Bancos Múltiplos*			
Cart. Comercial	4 736 504	7 000 000	59,95
Cart. Inv. e/ou Desenvolv.	4 376 504	6 000 000	37,1
Cart. Crédito Imob.	2 188 252	6 000 000	174,19
Cart. Créd. Fin. e Inv.	1 296 480	3 000 000	131,4
Cart. Arrend. Mercantil	1 823 543	3 000 000	64,51
Bancos Comerciais	4 376	7 000	59,95

	504	000	
Bancos de Investimento	4 376 504	6 000 000	37,1
Bancos de Desenv.	729 417	6 000 000	722,57
Soc. de Créd. Imob.	2 188 252	6 000 000	174,19
Soc. Créd. Fin. e Invest.	1 276 481	3 000 000	135,02
Soc. de Arrend. Mercantil	1 823 543	3 000 000	64,51
Soc. Corretoras**	364 708	600 000	64,52
Soc. Distribuidoras**	364 708	600 000	64,52
Soc. Corretoras**	145 583	200 000	37,1
Soc. Distribuidoras**	145 583	200 000	37,1
Soc. Corr. de Câmbio	36 470	200 000	448,4

Fonte: Conselho Monetário Nacional, Resolução nº 2 099/94.

Notas: * O somatório dos valores correspondentes às carteiras terá redução de 20%;

** As sociedades corretoras e distribuidoras passam a operar em duas faixas (anteriormente, operavam em três).

A idéia de vincular o capital dos bancos brasileiros ao risco das operações ativas decorre, aparentemente, do processo de globalização da economia. De fato, a principal conseqüência desse processo sobre o sistema financeiro é a transformação do risco sistêmico em risco global porque, com as transações participando mais dos ativos e passivos das instituições financeiras domésticas, "o risco de uma instituição que opera em escala internacional deixa de estar condicionado apenas à situação econômica do país sede, e passa a afetar também as *performances* de economias situadas em todos os quadrantes do globo" [Brasil. Banco Central (1996)].

Com a vinculação do capital dos bancos à estrutura de ativos (ponderada pelos riscos), buscou-se impor maiores restrições às instituições mais propensas ao risco, exigindo-se mais responsabilidade na condução dos negócios. Nesse sentido, pela Resolução CMN nº 2 099/94, em consonância com o Acordo de Basiléia, foi fixada em 8% a relação entre o patrimônio líquido e os ativos ponde-

rados pelos riscos das instituições financeiras, até 31 de dezembro de 1994, de acordo com a equação:

$$PLE \square 0{,}08APR \qquad (10)$$

em que PLE é o patrimônio líquido exigido em função do risco das operações ativas, e APR, os ativos ponderados pelo risco.

QUADRO 1
Comparativo dos Riscos dos Ativos na OCDE e no Brasil

Acordo de Basiléia	Resolução CMN nº 2 099
1) *Risco 0%:* Créditos concedidos aos governos e a bancos centrais dos países que compõem a OCDE;	1) *Risco 0%:* Títulos federais e títulos privados de instituições ligadas;
2) *Risco 10%:* Créditos dirigidos ao setor público ou por este avalizados;	2) *Risco 20%:* Depósitos bancários, aplicações temporárias em ouro físico, disponibilidades em moedas estrangeiras e outros;
3) *Risco 20%:* Créditos concedidos a bancos internacionais de desenvolvimento ou por estes garantidos;	3) *Risco 50%:* Títulos estaduais e municipais e títulos de instituições não-ligadas;
4) *Risco 50%:* Empréstimos garantidos por hipotecas;	4) *Risco 100%:* Debêntures, obrigações da Eletrobrás, títulos da dívida agrária e outros.
5) *Risco 100%:* Créditos ao setor privado, empréstimos aos governos de países não-membros da OCDE, aplicações imobiliárias e outros ativos fixos.	

Fonte: Maia (1994) e Fortuna (1995).

Posteriormente, pela Resolução nº 2 139/94, do CMN, alterou-se o cálculo do PLE, e foram introduzidas as operações de swap,[22] de acordo com a equação

$$PLE \square 0{,}015Sw \square 0{,}08APR \qquad (11)$$

[22] Pela Resolução nº 2 212, de 16.9.95, do CMN, com o objetivo de limitar o acesso de novas instituições ao sistema bancário, o coeficiente de 8% foi alterado para 32% nos dois primeiros anos de funcionamento da instituição, e caiu oito pontos percentuais a cada dois anos, até atingir 8% no sexto ano de atividade [Brasil. Banco Central (1996)].

em que Sw é o valor total das operações de swap.

A regulação dos bancos comerciais no Brasil restringe-se, ainda, à supervisão da liquidez. Aspectos informacionais ao público, embora constem de documento legal como a Lei nº 4 728/85 — que obriga os bancos comerciais a publicarem balanços parciais e finais, acompanhados de notas explicativas —, são bastante discutíveis, porque a informação dirige-se, basicamente, aos acionistas e não ao publico.[23]

Dois outros aspectos negativos podem ser assinalados na legislação atual sobre regulação financeira no Brasil. O primeiro diz respeito aos bancos estaduais. Pela Resolução nº 1 559, do CMN, de 22 de dezembro de 1988, "os dez maiores clientes não poderão, em conjunto, ser responsáveis por mais de 30% do total das operações ativas da instituição." Este artigo foi revogado pela Resolução nº 1 908, do CMN, de 22 de fevereiro de 1992, para permitir aos bancos estaduais financiar maiores volumes de dívidas dos seus respectivos tesouros.

A adaptação do padrão regulatório dos bancos ao Acordo de Basiléia, pela Resolução nº 2 099/94, levou à sua avaliação segundo a qualidade dos seus ativos. Como, por esse acordo, os títulos do tesouro dos países-membros da OCDE são avaliados com risco nulo, os títulos públicos fede-

[23] Quanto à transparência, a legislação bancária brasileira é ainda fortemente influenciada pelo *Securities Act* e pelo *Securities Exchange Act* norte-americanos. Estas normas se fundamentaram no suposto de que a informação constitui a melhor forma de proteger os investidores. A suposição, no entanto, só é correta se os investidores tiverem acesso efetivo à informação e capacidade de utilizá-la eficientemente. Isso depende do desenvolvimento do mercado de capitais. Em mercados de capitais pouco desenvolvidos, certamente, isso não é verdade, em decorrência do pequeno número de investidores ativos. No Brasil, o número de investidores ativos em busca de informações relevantes é ainda muito pequeno, e resume-se a entidades financeiras e investidores institucionais como os fundos de pensão. Além disso, os bancos não estão obrigados a divulgar suas taxas de captação e colocação de recursos [García e Fernández (1993)].

rais do Brasil também o foram. Uma decorrência dessa avaliação é a possibilidade de os bancos, para fugirem de má avaliação, se carregarem de títulos públicos federais, com efeitos depressivos para a poupança privada.

7 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A possibilidade de que as taxas de juros em pouco ou nada influenciem o desejo de poupar por parte dos indivíduos sugere a busca de outros mecanismos que, além de elevarem as taxas de poupança doméstica, aloquem-na eficientemente entre os projetos mais rentáveis e de maior benefício/custo social.

A equação testada no capítulo 2 deste trabalho aponta resultados que podem indicar caminhos a serem seguidos ou mesmo continuados. Dentre estes, destacam-se a significância estatística da noção de complementaridade entre as poupanças externa e interna, e a existência de uma definição de moeda (M_2) compatível com a noção de aprofundamento e sofisticação do sistema financeiro. A existência de complementaridade entre as poupanças externa e interna sugere que o aumento do influxo de capitais externos provocará aumentos das taxas de poupança interna, e pode elevar as taxas de crescimento econômico.

O mecanismo de aprofundamento financeiro, por sua vez, afeta o crescimento econômico mediante a destinação de uma maior proporção da poupança ao investimento e pelo aumento da produtividade marginal do capital. Esse mecanismo depende do comportamento do sistema financeiro, com crédito a custos mais baixos, em função de regras concebidas com esse fim. No Brasil, no entanto, isso ainda é uma possibilidade, dependendo de reformas que tornem o sistema financeiro mais apto ao financiamento do desenvolvimento. A reforma desse sistema deve ser dese-

nhada de modo a reduzir os seus custos e, portanto, os custos dos investimentos.

Uma reforma do sistema financeiro deverá ser capaz de lidar com alguns problemas. Em primeiro lugar, os bancos, além de empresas altamente alavancadas, quando *operam*, estão arriscando recursos da sociedade. Além disso, estão inseridos num sistema muito mais globalizado do que à época da primeira reforma ocorrida na década de 60. A calibragem do capital mínimo necessário à atividade bancária depende da volatilidade do ambiente em que está localizado o banco, além da observação do risco de suas operações. Nos países latino-americanos que ainda não consolidaram o processo de estabilização da economia, os problemas relativos à alavancagem e ao risco das operações têm maior importância que em outras regiões.

Outro problema potencial relativo à atividade bancária decorre da possibilidade de ocorrência de falta de liquidez. Afinal, os bancos são *tomadores* de empréstimos no curto prazo (depósitos à vista) e *emprestadores* no longo prazo. Mesmo quando os empréstimos efetuados são, em essência, de curto prazo, os efeitos de rolagem os transformam em operações de longo prazo. Assim, os bancos são entes ilíquidos e a repentina tentativa de liquidação de seus ativos pode reduzir seus valores. Esse tipo de problema tem sua importância aumentada em economias com mercados de capitais pouco desenvolvidos. Em geral, nessas economias, as empresas retêm os lucros e recorrem aos bancos para financiar seus investimentos. Nesse caso, problemas de liquidez do sistema bancário podem levar a recessões profundas.

Adicionalmente, em decorrência de sua natureza inicial de intermediários financeiros,[24] os bancos são privilegiados no manejo de informações, o

[24] Hoje, é crescente o papel dos bancos como administradores de carteira.

que os coloca em vantagem em relação ao público. Por essas razões, deverão ser regulados. Em particular, a regulação bancária deve seguir os seguintes princípios:

— estabelecer um papel para os devedores (no caso de falência bancária), para delimitar a responsabilidade da instituição e seus diretores;

— prevenir a expansão de créditos a maus pagadores;

— evitar o financiamento de experiências de reestruturação com políticas inflacionárias;

— estabelecer padrões mínimos de capitalização e liquidez; e

— estabelecer regras para a escolha de portfólio, inclusive o grau permissível de concentração de risco.

No que se refere aos padrões mínimos de capitalização, liquidez e grau de concentração de risco, a exceção parece ter se tornado regra no Brasil, em decorrência da adequação do sistema financeiro ao Acordo de Basiléia. Em razão do processo inflacionário e dos ganhos pela intermediação financeira, as carteiras das instituições estão recheadas com títulos públicos federais. Como esses títulos são avaliados com risco nulo, essas entidades estão sobrecapitalizadas, e isso as leva a boas avaliações, mesmo quando a situação não é tão favorável, como é o caso da maioria dos bancos estaduais.

As experiências em países com economias desenvolvidas devem ser vistas com cuidado, porque, mesmo observando os princípios do Acordo, as restrições para os países em desenvolvimento são bem maiores. As cláusulas do Acordo de Basiléia, organizadas por (e para) países-membros da OCDE, foram elaboradas levando em conta o equilíbrio fiscal observado nessas nações. Além disso, outras restrições são adicionadas aos países menos desenvolvidos, como, por exemplo, a indispo-

nibilidade de recursos, a inexistência de instituições dispostas a adquirir instituições insolventes e seus respectivos ativos, a falta de conhecimento necessário à administração de programas de reestruturação, etc.

Assim, observa-se que não existe fórmula única para o sucesso de um programa de reestruturação bancária. No Chile, foi promovida uma espécie de empréstimo-ponte, para dar tempo aos devedores do sistema bancário de se reestruturarem até que os bancos voltassem à situação de solvência. No entanto, esse tipo de solução aumenta o risco moral do sistema.

Finalmente, a ferramenta adequada ao controle da expansão do crédito de má qualidade deve ser pensada em função do mercado, e depende da capacidade administrativa dos bancos e da experiência em supervisão bancária das autoridades. Se essas capacidades são fracas ou inexistentes, a melhor forma de controlar a expansão do crédito de má qualidade é o aumento do requerimento de reservas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. Banco Central. *Nota Técnica*, DEPEC 96/02, 1996.

BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v.82, 1974.

BENCIVENGA, V.R. e SMITH, B.D. Financial intermediation and endogenous growth. *The Review of Economic Studies*, n.58, p.195-209, Apr. 1991.

CAPRIO Jr., G.; ATYAS, I. e HANSON, J. *Financial reform*: lessons and strategies. World Bank / Financial Policy and System, Feb.. 1993 (Working Papers Series, n.1107)

CARNEIRO, D.D.; WERNECK, R.L.F. e GARCIA, M.G.P. *Strengthening the financial sector in the brazilian economy*.— Rio de Janeiro: PUC, 1993. (Texto para Discussão, n.307)

CLARKE, R. Equilibrium interest rates and financial liberalisation in developing countries. *The Journal of Development Studies*, v.32, n.3, p.391-413, Feb. 1996.

CORBO, V. e SCHIMIDT-HEBBEL, K. *Public policies and saving in developing countries*. World Bank / Policy, Research, and External Affairs, Jan. 1991 (Working Papers)

DEAN, A.; DURAND, M.; FALLON, J. e HOELLER, P. *Saving trends and behaviour in OECD countries*. OECD / Department of Economics and Statistics, Jun. 1989. (Working Papers)

DE LONG, J.B. e SUMMERS, L.H. Equipment investment and economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, n.106, p.445-502, May 1991.

DIAZ-ALEJANDRO, C. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, n.19, 1985.

DOELLINGER, Carlos von e BONELLI, R. O problema do financiamento. *In*: *Perspectivas da economia brasileira*.— Rio de Janeiro: IPEA, 1987. p.59-86

EDWARDS, S. *Por qué son tan bajas las tasas de ahorro en América Latina? Un análisis comparativo internacional*.— Rio de Janeiro: Banco Mundial, jun. 1995. Primera Conferência Anual Latinoamericana sobre Economia del Desarrollo.

____. *Why are saving rates so differents across countries?* An international comparative analysis. NBER, mar. 1996. (Working Papers, n.5097)

FELDSTEIN, M. e HORIOKA, C. Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal*, v.90, jun. 1980.

FORTUNA, E. *Mercado financeiro:* produtos e serviços. Quality mark, 1995.

GARCÍA, M. G. P. e FERNÁNDEZ, E. Regulacion y supervision de los bancos comerciales en Brasil. *In*: HELD, Gunther e SZALACHMAN, Raquel. *Regulacion y supervision de la banca*: experiencia en America Latina y el Caribe. PNUD/CEPAL, 1993.

GALVIN, M. e HAUSMANN, R. *The roots of banking crisis:* the macroeconomic context. Inter-American Development Bank, Jan. 1996. (Working Paper Series, n.318)

GERTLER, M. e ROSE, A. *Finance, growth and public policy.* The World Bank/Financial Policy and System, dez. 1991. (Working Papers Series, n.814)

GIOVANNINI, A. The interest elasticity of savings in developing countries: the existing evidence. *Journal of Development Economic*, v.18, Aug. 1985.

GLEIZER, D. L. Saving and real interest rates in Brazil. *Revista de Econometria*, v.XI, n.1, abr. 1991.

IPEA/GAC. Panorama conjuntural. *Boletim Conjuntural*, IPEA, jul. 1996.

JAPPELLI, T. e PAGANO, M. *Saving, growth and liquidity constraints*. — London: CEPR, 1992. (Discussion Paper, n.662)

KING, R. e LEVINE, R. *Financial indicators and growth in a cross section of countries*. — Washington, DC: The World Bank, 1992. (Working Papers, n.819)

LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do "milagre": 1967-1973. *In*: PAIVA, Marcelo de Abreu (org.) *A ordem do progresso* — cem anos de política econômica republicana. — Rio de Janeiro: Campus, 1990.

LUCAS Jr., R. E. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, p.3-42, 22 Jul. 1988.

MAIA, G. V. S. *Regulamentação e supervisão bancária no Brasil*: considerações acerca da criação do Fundo (Seguro) de Depósito e da implantação das normas do Acordo de Basiléia.— Brasília: DEPEC/BACEN, 1994.

MENDONÇA DE BARROS, J. R. e ALMEIDA Jr., M. F. *Reestruturação do sistema financeiro no Brasil.*— Brasília: Ministério da Fazenda / Secretaria de Política Econômica, 1996. mimeo

MISHKIN, F. S. *Anatomy of a financial crisis.* NBER, 1991. (Working Papers, n.3934)

OGAKI, M.; OSTRY, J. e REINHART, C. Saving behavior in low and middle-income developing countries: a comparison. *Staff Papers*, International Monetary Fund, v.43, Mar. 1996.

____. Private saving and terms of trade shocks: evidence from developing countries. *Staff Papers*, International Monetary Fund, v.9, Sep. 1992.

PAGANO, M. Financial markets and growth - an overview. *European Economic Review*, n.37, p.613-622, 1993.

QUADROS, S. Crises bancárias. *Conjuntura Econômica*, jun. 1996.

ROMER, P. *Increasing returns and long-run growth*. Yale University/Economic Growth Center, jun. 1986 (Working Papers)

REIS, E. J.; ISSLER, J. V.; BLANCO, F.; MORANDI, L. e PONTA, A. *Evidências macroeconômicas dos determinantes da poupança no Brasil, 1975-95*. GAMMA/DIPES/IPEA, 1996.

ROSSI, N. Government spending, the real interest rate, and the behavior of liquidity constrained consumers in developing countries. *Staff Papers*, International Monetary Fund, v.35, Mar. 1988.

SAMUELSON, R. J. Poupança e consumo. *Revista Exame*, jul. 1996.

SCHIMIDT-HEBBEL, K.; SERVÉN, L e SOLIMANO, A. *Saving, investiment, and growth in developing countries:* an overview.

The World Bank Policy Research Department Macroeconomics and Growth Division, Nov. 1994.

____. Saving and investment: paradigms, puzzles, policies. *The World Bank Research Observer*, v.11, Feb. 1996.

SIMONSEN, M.H. Poupança e crescimento econômico. *Ensaios Econômicos*, EPGE, n. 178, 1991.

____. *A regulamentação do sistema financeiro nacional*. out. 1995. Palestra proferida no Banco Bozano-Simonsen.

STIGLITZ, Joseph E. The role of state in financial markets. *In*: ANNUAL CONFERENCE ON DEVELOPMENT ECONOMICS. Anais... World Bank: 1993.

STIGLITZ, Joseph E. e Uy, M. Financial markets, public policy, and the East Asian miracle. *The World Bank Research Observer*, v.11, n.2, Aug. 1996.

A PRODUÇÃO EDITORIAL DESTE VOLUME CONTOU COM O APOIO FINANCEIRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS CENTROS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA — ANPEC.