

# O financiamento do desenvolvimento face às mudanças recentes dos sistemas financeiros\*

Rogério Studart\*\*

**A**s especificidades do crédito de longo prazo em economias em desenvolvimento associadas às deficiências estruturais dos seus sistemas financeiros justificaram, em diversas dessas economias, a criação de uma estrutura, tendo o Estado como financiador e/ou principal articulador dos mecanismos de financiamento do desenvolvimento (STUDART, 1997).

Assim, por exemplo, no Brasil, até os anos 90, o financiamento do desenvolvimento esteve assentado sobre três pilares: o **financiamento público**, através de repasses de recursos fiscais e parafiscais; o **autofinanciamento**, tanto do investimento público quanto do privado, que provocava um atrelamento direto do processo inflacionário às necessidades de financiamento da acumulação; **os empréstimos em moeda estrangeira**, obtidos diretamente com empresas e governos nos mercados financeiros internacionais (por exemplo, através da Lei nº 4.131) ou intermediados pelas instituições bancárias públicas e privadas (via de regra pela Resolução nº 63).<sup>1</sup>

\* Este artigo resume o estudo **Novos Atores e Instrumentos para o Financiamento do Desenvolvimento** (STUDART, 1997), no qual o leitor poderá encontrar evidências teóricas e empíricas sobre as conclusões desenvolvidas a seguir.

\*\* Professor Adjunto da UFRJ.

O autor agradece os comentários dos Professores Fernando Cardim de Carvalho e Antônio Barros de Castro a uma versão preliminar deste artigo, sendo, obviamente, o único responsável pelos erros por ventura remanescentes. Este trabalho contou com o apoio financeiro da Secretaria da Coordenação e Planejamento do Rio Grande do Sul e do CNPq.

<sup>1</sup> Ver Studart (1995, cap 5-7).

Os anos 90 apresentam um quadro que coloca em xeque a possibilidade, ou mesmo a desejabilidade, da reedição desse mecanismo de financiamento do desenvolvimento. Primeiramente, os desequilíbrios fiscais da União e dos estados, com solução necessariamente no médio ou longo prazo, impedem que os repasses de recursos fiscais e parafiscais sejam tão fundamentais como já o foram. Em segundo lugar, o recurso ao autofinanciamento do investimento tornou-se restrito face à estabilização econômica. Ou seja, a estabilidade de preços exige uma redução do papel de variações de *markup* de empresas investidoras (privadas e públicas) no financiamento da acumulação.

Se existem atualmente essas restrições ao mecanismo tradicional de financiamento do desenvolvimento brasileiro, em especial do desenvolvimento regional, algumas mudanças recentes nos sistemas financeiros apontam a possibilidade de integração de novos agentes e a utilização de novos instrumentos. Em primeiro lugar, algumas podem ser úteis na segregação de riscos naturalmente atrelados ao financiamento do desenvolvimento. E aqui sublinhamos o **processo de securitização** e o desenvolvimento dos **mercados de contratos de derivativos**. Em segundo lugar, o rápido crescimento e desenvolvimento de alguns investidores institucionais apresenta a possibilidade do surgimento, tanto nos mercados internacionais como no mercado doméstico, de novas fontes (privadas) de fundos de longo prazo.

Este artigo procura estabelecer a possibilidade de surgimento de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento a partir dos novos instrumentos e da emergência de novos agentes nos mercados financeiros internacionais e doméstico. O artigo divide-se em quatro seções, incluindo esta introdução. Na seção 1, analisamos os limites teóricos e práticos do padrão de financiamento do desenvolvimento brasileiro até os anos 80. Na seção 2, discutimos as inovações financeiras recentes e sua potencialidade na constituição de um novo padrão. Na seção 3, resumimos nosso argumento e apresentamos algumas conclusões.

## 1 - Auge e crise do padrão de financiamento brasileiro até os anos 80

De acordo com Zysman (1983), a comparação internacional dos sistemas de financiamento a longo prazo permite classificar os sistemas financeiros em **sistemas com base em mercados de capital** e **sistemas com base em crédito**, sendo estes últimos subdivididos em **sistemas de crédito privado** e **sistema de crédito governamental**. Os sistemas com base em mercados de capital, que têm como exemplos clássicos os Estados Unidos e a Inglaterra, caracterizam-se pela importância do financiamento direto através de emissão, por parte das empresas, de títulos de propriedade (ações) ou de dívida (debêntures e outros) em mercados de capital.

Outra característica básica é a clara segmentação dos mercados no que tange à captação e à aplicação de recursos, que, nos Estados Unidos, foi um resultado de regulamentação (a Lei Glass-Steagal).<sup>2</sup> Mas também se deve às características de risco de ativos financeiros emitidos. Por exemplo, por representarem direitos sobre o capital ou sobre a receita das firmas emitentes, ou seja, direitos de prazo indeterminado, as ações são, em geral, demandadas por poupadores de longo prazo e por instituições não bancárias operando com passivos com maturação média elevada, como, por exemplo, os fundos de pensão, empresas de seguro, etc. Nos sistemas com base em mercados de capital, bancos comerciais, captadores de depósitos à vista, em geral financiam somente capital de giro e outros no segmento de crédito de curto prazo.

Ao contrário do que poderia parecer pela leitura de manuais de teoria financeira, sistemas com base em mercados de capital são exceção de construção institucional. Isso se deve basicamente às condições especiais para a formação de tais tipos de estruturas. Podemos citar pelo menos três condições: (a) a existência de firmas de grande porte e com uma história de sucesso capaz de inspirar confiança nos poupadores-fornecedores de recursos (HERMMANN, 1997, p.2-3); (b) nível de renda agregada elevado e

---

<sup>2</sup> O Glass-Steagal Act representa a legislação norte-americana, instituída em 1933. De acordo com essa legislação, **bancos comerciais** (emissores de depósitos à vista) não podem exercer a atividade de *underwriting* de ações, atividade reservada aos **bancos de investimento**. Essa legislação foi o divisor de águas na criação do sistema segmentado nos Estados Unidos. No Reino Unido, o desenvolvimento de um sistema segmentado foi, entretanto, espontâneo.

boa distribuição de renda do país, na medida em que uma parcela importante dos investidores institucionais concentra recursos de longo prazo captados a partir da poupança familiar voltada para provisões — o caso mais evidente são os fundos de pensão; (c) a existência de mercados secundários bem organizados e sólidos, de forma a possibilitar liquidez aos títulos emitidos nos mercados primários.<sup>3</sup>

A existência dessas precondições justifica, por um lado, o fato de tais sistemas serem exceção de construção institucional. Por outro lado, isso explica porque a maioria das economias constituiu formas alternativas de sistema financeiro, ou seja, os **sistemas com base em crédito** (SBC, daqui para diante). Nesses sistemas, o financiamento externo do investimento é quase inteiramente intermediado pelo sistema bancário, que emite depósitos e bônus com distintos prazos para financiar empréstimos e aquisição de títulos e ações de empresas.<sup>4</sup>

Existem dois tipos básicos de sistemas com base em crédito. A Alemanha é um exemplo típico de sistema com base em crédito essencialmente **privado**, onde grandes bancos universais internalizam o processo de financiamento de longo prazo.

Os sistemas com base em crédito governamental, característicos das experiências francesa e japonesa, são caracterizados pela participação majoritária do crédito bancário governamental no financiamento da formação de capital fixo. Nestes últimos sistemas, o crédito de longo prazo é estendido basicamente através de grandes bancos de desenvolvimento, dirigidos, primordialmente, para o setor industrial, além de agências governamentais voltadas para atividades especiais, como a agricultura e o setor imobiliário.

O modelo de sistema financeiro com base em crédito governamental também é característico da grande maioria das economias de

---

<sup>3</sup> Aqui, o que parece ser um fator essencial — digamos, um *kick-off* ao processo — é a constituição de um mercado de títulos públicos de longo prazo. Isso explicaria porque a Alemanha e o Japão têm, até hoje, mercados de capitais pouco desenvolvidos: ambos possuem uma história de orçamento público equilibrado (e, mesmo não raro, superavitário) e, portanto, dívidas públicas pouco relevantes. Agradeço ao Professor Fernando Cardim de Carvalho por esses *insights* sobre as precondições de desenvolvimento dos mercados de capital.

<sup>4</sup> Devemos ressaltar que não há razão para supor-se que o sistema com base em mercados de capitais é inerentemente mais eficiente do que sistemas com base em crédito, ou vice-versa. A funcionalidade de um sistema advém da flexibilidade e da sustentabilidade da oferta de financiamento com prazos distintos, além, obviamente, dos custos inerentes a esse financiamento.

industrialização tardia. Como procuramos mostrar em outro documento (STUDART, 1995, cap.4), no Brasil, por exemplo, o processo de industrialização tardia requereu, em muitos casos, saltos tecnológicos, envolvendo grandes blocos de investimento. Na medida em que os mercados de capitais eram (e continuam a ser) pouco desenvolvidos, pelas razões descritas acima, é, portanto, natural que o Estado tivesse que assumir um *paper* central no financiamento de longo prazo, especialmente de empresas com capacidade reduzida de captação de recursos em mercados internacionais.

## 1.1 - O caso brasileiro

Apesar da reforma financeira de 1964-66 e das tentativas de criação de um sistema financeiro segmentado, com instituições financeiras privadas voltadas para o longo prazo, o financiamento do investimento no Brasil nos anos 70 e 80 não se modificou muito (na sua essência) em relação aos anos 50 e 60: continuamos com um sistema extremamente dependente de transferências de recursos fiscais e parafiscais.

Os principais fatores que modelaram o sistema nos anos 70 foram: (a) a persistência do processo inflacionário e a existência de mecanismos formais (correção monetária) e informais de indexação de títulos públicos e privados, que impediram o desenvolvimento de uma estrutura segmentada como previam as reformas dos anos 60; (b) a conseqüente tendência "curto-prazista" da captação e da aplicação de recursos dentro do sistema financeiro privado; e (c) o crescimento do papel do Estado frente às necessidades de financiamento do II Plano Nacional de Desenvolvimento.

O sistema de financiamento do desenvolvimento no Brasil baseou-se, até os anos 80, primeiramente, na transferência de recursos fiscais e parafiscais para instituições financeiras de desenvolvimento. Além disso, coube às instituições financeiras de desenvolvimento o encargo de repassarem os financiamentos de agências multilaterais, e mesmo do sistema financeiro internacional.<sup>5</sup> Por fim, a abertura financeira de economia

---

<sup>5</sup> Entre as instituições nacionais que se destacaram neste mecanismo estão o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os bancos de desenvolvimento estaduais.

produzida nos anos 60 e 70 aumentou o acesso de empresas estatais (via Resolução nº 4.131, por exemplo) e de instituições financeiras (via Resolução nº 63).

Nos anos 90, as verdadeiras mudanças que se apresentam estão ligadas: (a) à retração "forçada" do papel dos estados no financiamento do desenvolvimento; e (b) à potencialidade de novos instrumentos e atores para a constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento. Estes são, obviamente, os temas centrais deste artigo.

## **1.2 - Estabilidade de preços e desenvolvimento de mercados privados de financiamento de longo prazo**

Do ponto de vista do financiamento do desenvolvimento, a estabilidade de preços traz consigo desafios e oportunidades. Primeiramente, as características das políticas cambial e monetária intrínsecas a um plano de estabilização com base em âncora cambial, como o **Plano Real**, são tais que, em geral, se exige um patamar elevado significativo das taxas de juros reais domésticas. A política de altas taxas, por sua vez, ampliou muitos dos desequilíbrios financeiros anteriores ao Plano, ao gerar, por exemplo, uma rápida degradação da situação financeira dos agentes endividados — seja a União, sejam os Estados e mesmo as famílias. Com isso, agravaram-se os problemas que terminaram por inviabilizar, pelo menos num futuro próximo, a reedição do financiamento ao desenvolvimento com base em fundos fiscais e parafiscais.

Em segundo lugar, os desequilíbrios financeiros também afetaram as instituições financeiras públicas (bancos estaduais) e privadas (especialmente os bancos comerciais). É por essa razão, e não por outra, que está em curso um processo acelerado de reestruturação do sistema, estimulado diretamente pelo Governo através dos programas de assistência de liquidez e saneamento financeiro do sistema, inclusive através do estímulo à privatização e/ou reestruturação dos bancos estaduais através do Programa de Incentivos à Redução do Setor Público Estadual (Proes) na atividade bancária.

Essa reestruturação está se dando de forma acelerada através de fusões e de transferências de controle acionário, inclusive para instituições

financeiras internacionais, o que deverá implicar um maior grau de concentração e de internacionalização do sistema. No que diz respeito ao setor financeiro público, o Proes aponta uma redução do papel dos bancos estaduais no financiamento regional. Assim, no que interessa ao presente artigo, podemos esperar uma "desestatização" e um **aumento da internacionalização** do sistema financeiro doméstico, com entrada no mercado brasileiro de novos bancos e outros intermediários financeiros internacionais. E isso, possivelmente, acelerará a tendência à **convergência estrutural**, o que torna ainda mais importante entendermos as mudanças por que passou (e continuam passando) o sistema financeiro internacional. Ou seja, mais do que nunca, uma análise do financiamento do desenvolvimento deve focar sua atenção para as transformações financeiras na órbita internacional: serão essas mudanças que irão estabelecer as condições de financiamento externo e, provavelmente, doméstico, no futuro próximo.

## 2 - Um novo padrão de financiamento do desenvolvimento?

O estímulo às inovações financeiras que caracterizaram os anos 80, e continuam ao longo dos anos 90, e a confluência de uma série de fatores inter-relacionados, ocorridos nos anos 70 e 80, expandiram os riscos inerentes à atividade financeira. Podemos resumir esses fatores da seguinte forma:<sup>6</sup>

- a) o aumento, nos anos 70, da inflação nas economias desenvolvidas;
- b) o crescimento da volatilidade de taxas de juros e câmbio, especialmente a partir de 1971;<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Cf., *inter-alia*, Bis (RECENT...), 1986: 7-9; Franklin, 1993; Feeney, 1994; e Elleiner, 1994.

<sup>7</sup> O que marca a data é a declaração de não conversibilidade do dólar norte-americano em ouro, o que, na prática, representa uma ruptura do padrão monetário internacional com base naquela moeda, que foi o grande sustentáculo da estabilidade do sistema monetário internacional no Pós-Guerra.

- c) uma significativa mudança do padrão de fluxos líquidos de capital, gerados por desequilíbrios de balanços de pagamento;<sup>8</sup>
- d) a mudança do ambiente regulatório em mercados financeiros nacionais, com uma tendência à desregulamentação — com graus diferentes entre países — e ao aumento da atenção por parte das autoridades reguladoras sobre a adequação patrimonial<sup>9</sup> das instituições financeiras, especialmente no que tange a alguns ativos internacionais e nacionais (por exemplo, contratos derivativos);
- e) um acelerado processo de inovações tecnológicas, especialmente na área de informática, no que se refere ao processamento e à transmissão de dados;
- f) um significativo aumento da competição entre instituições financeiras, facilitado pela desregulamentação financeira, que tem levado bancos comerciais a atuarem em áreas antes somente permitidas a instituições não bancárias (*underwriting*, seguros, etc.).

É fato que alguns dos fatores listados praticamente se esgotaram nos anos 80. O exemplo mais evidente é a inflação: os anos 90 caracterizam-se por uma redução da inflação mundial, tendência que persiste até hoje. Porém, mesmo que os fatores iniciais tendam a perder sua força enquanto tal, as inovações financeiras passam a ter vida própria no âmbito da concorrência internacional.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> São quatro as principais fontes desses desequilíbrios: (a) a rápida redução dos superávits dos países da OPEP, tendo em vista a queda dos preços do petróleo; (b) a retração dos fluxos voluntários de capital para a América Latina, o que provocou uma redução de oferta de depósitos bancários e dos empréstimos sindicalizados; (c) a reversão da posição externa dos EUA, passando de prestador líquido para tomador líquido de fundos dos mercados financeiros internacionais (graças aos déficits gerados pela política de cortes tarifários do Governo norte-americano); (d) o crescimento dos superávits da Europa e do Japão em relação ao resto do Mundo e, especialmente, aos EUA.

<sup>9</sup> Ou seja, dos índices de alavancagem, ou, em inglês, *capital ratios* das instituições financeiras. Esse tipo de preocupação culminou, mais recentemente, no Acordo de Basileia, assinado em 1988 pelos bancos centrais dos 10 países mais desenvolvidos e, posteriormente, adotado pela maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Para uma discussão desse acordo e suas conseqüências, ver Carvalho (1995; 1997); Studart (1995).

<sup>10</sup> Assim, se a utilização de alguns contratos derivativos se relacionava diretamente com a volatilidade de câmbio e juros nos países em desenvolvimento, a redução dessa volatilidade não tem impedido a continuidade do crescimento desses mercados.



No plano internacional, podemos destacar quatro tendências inovadoras importantes: (a) crescimento de operações de securitização, primária e secundária, ou seja, do financiamento direto em detrimento de operações intermediadas; (b) emergência de mercados de contratos derivativos associados à segmentação de riscos no processo de securitização; (c) rápida evolução de investidores institucionais (fundos de pensão, investimento, etc.) com capacidade de aglutinar e investir volumes significativos de recursos em mercados nacionais e internacionais; e (d) internacionalização e globalização da atividade financeira e expansão dos fluxos de capital para economias em desenvolvimento.

É dentro desse quadro de mudanças no sistema financeiro internacional que podemos entender alguns dos fenômenos que vêm mudando o padrão usual de financiamento do desenvolvimento. Por exemplo, é nesse contexto que podemos compreender o retorno dos fluxos de capital voluntário para as economias em desenvolvimento, em especial para a América Latina, após uma década de estagnação desses fluxos. Estes retornam, na sua grande maioria, na forma de colocação de notas, bônus e, secundariamente, participação acionária, seguindo a tendência nos mercados internacionais de (a) rápido crescimento da oferta de fundos emprestáveis como um todo; e (b) uma expansão do financiamento direto mais rápido do que a de mecanismos tradicionais de crédito indireto (por exemplo, empréstimos consorciados — *sindicalized loans*).

O processo de liberalização e de desregulamentação financeira também permite entender a emergência de novos atores, tais como os fundos de pensão e os fundos mútuos, enquanto ofertantes de fundos de longo prazo nos mercados domésticos e internacionais. Essa tendência, que já se mostrava nos anos 80 e 90 para economias desenvolvidas, começa a tomar força também nas economias em desenvolvimento.

As mudanças em operação nos sistemas financeiros internacionais têm tido importantes conseqüências para o Brasil. A primeira delas, a mais óbvia, por sinal, liga-se ao próprio retorno dos fluxos de capital, e este, ao processo de estabilização de preços determinado pelo **Plano Real**: foi a existência de abundante liquidez nos mercados financeiros internacionais que permitiu o acúmulo de reservas requerido para o sucesso da "âncora cambial". Mas este é só um primeiro aspecto de um quadro mais amplo, associando estabilidade, internacionalização e desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

### 3 - Conclusão

Observamos anteriormente que duas grandes novidades parecem estar estabelecendo um quadro favorável à constituição de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento: por um lado, tem havido um aumento significativo da importância dos mercados de bônus e títulos, muito impulsionado pela onda de **securitização secundária** nos mercados internacionais.

Essa liquidez abundante, associada ao processo de liberalização financeira no Brasil, abriu acesso a empresas e a governos estaduais aos mercados internacionais. Esse acesso tem sido amplamente explorado através, principalmente, da colocação de bônus no Exterior. O crescimento da riqueza financeira líquida e a busca pela diversificação de portfólio dos fundos em mercados internacionais sugerem um crescimento de aquisição de bônus e a participação acionária de economias emergentes, e o Brasil, caso a estabilidade de preços perdure, continuará a ser um candidato forte na atração desses recursos.

O risco dessa estratégia é evidente: enquanto a estabilidade de preços não for acompanhada pela retomada do crescimento do investimento (especialmente aquele voltado à produção de excedentes exportáveis) e do Produto Interno Bruto, o País estará acumulando um passivo em moeda estrangeira sem, necessariamente, estar gerando maior capacidade de arcar com essa dívida no futuro. O aumento da dependência do País das reservas com base em capital financeiro de curto prazo já é motivo de preocupação para o Governo e de alarde para setores mais críticos. Porém a continuidade desse processo poderá provocar um aumento da desconfiança dos investidores internacionais e uma eventual fuga de capitais, gerando uma crise cambial significativa — que só poderá ser debelada através de variações cambiais abruptas.<sup>11</sup>

Nesse sentido, por mais que seja atrativo se calcarem projetos de desenvolvimento com base no financiamento externo, a estratégia parece por demais arriscada neste momento, tanto em nível microeconômico quanto em nível macroeconômico.

---

<sup>11</sup> O exemplo mais recente desse tipo de crise é o efeito dominó gerado pela crise cambial da Tailândia.

Uma segunda tendência dos mercados financeiros internacionais tem sido o surgimento de novos instrumentos de transferência de riscos no financiamento direto. Em especial, a utilização de contratos derivativos tem permitido uma rápida expansão dos mercados por títulos lastreados em ativos, gerados em processos de securitização secundária. Esse desenvolvimento tem sido positivo em permitir que novos investidores institucionais, com preferências por prazos de maturação e riscos, tenham um papel mais relevante no financiamento de longo prazo.

Ao que tudo indica, esse pode ser um caminho trilhado pelo sistema financeiro nacional no futuro próximo. De fato, o processo de crescimento de novos instrumentos e de emergência de investidores institucionais observado nos mercados internacionais está se reproduzindo no Brasil. O pleno desenvolvimento de um novo padrão de financiamento do desenvolvimento com base nesses investidores vai, evidentemente, depender: (a) da continuidade da estabilização de preços por tempo suficiente para que a memória inflacionária deixe de condicionar as aplicações desses investidores; (b) de um devido equacionamento da dívida mobiliária interna, que deverá permitir uma menor absorção dos recursos geridos pelos fundos no refinanciamento dessa dívida; e (c) uma política governamental de apoio ao desenvolvimento desses investidores.

As políticas do Governo da União no que tange ao desenvolvimento de um novo padrão de financiamento de longo prazo ainda são ambíguas. Um exemplo mais flagrante dessa ambigüidade é o que vem ocorrendo na reestruturação dos sistemas financeiros estaduais.

Vejamos: a reestruturação dos sistemas financeiros estaduais, como procuramos mostrar, tornou-se uma necessidade face aos desequilíbrios financeiros dos estados e dos bancos estaduais, dada a íntima relação que estes últimos têm com o financiamento do déficit dos Tesouros estaduais. Vimos que o Plano Real exacerbou muito esses desequilíbrios, através de uma política monetária que elevou as taxas de juros, reduziu a liquidez do interbancário e tornou a colocação de títulos estaduais muito mais difícil e custosa.

Se, por um lado, os bancos estaduais foram vítimas desses desequilíbrios, a reestruturação do sistema apresenta-se, sem dúvida, uma janela de oportunidades. Primeiramente, parecem saudáveis a transformação dos bancos estaduais em bancos comerciais e a ruptura dos laços que os subordinavam aos Tesouros estaduais. Esse caminho pode

reforçar o caminho para uma política fiscal estadual mais austera e para bancos estaduais mais sólidos, o que é necessário para o cumprimento do seu papel no financiamento do desenvolvimento regional.

Em segundo lugar, circunscrever a atividade de fomento a uma única agência, independente do banco estadual, permite que essa atividade tenha autonomia em relação aos possíveis problemas de liquidez dos bancos estaduais. Mas, para que o objetivo da agência de fomento possa ser alcançado amplamente, ela precisa ter graus de liberdade nas suas operações passivas e ativas, no que tange à captação de fundos do mercado privado (especialmente de novos investidores institucionais) e à utilização de novos instrumentos financeiros.

Vimos que, nesse sentido, a Resolução nº 2.347 — que propõe a transformação do fomento a nível estadual em simples repasse de recursos — limita, significativamente, a possibilidade de as agências de desenvolvimento realizarem seu papel no desenvolvimento regional. Dadas as especificidades do desenvolvimento econômico, em especial do desenvolvimento regional, não é factível esperar-se que, ao menos no médio prazo, o setor financeiro privado seja capaz de suprir a lacuna que seria criada pela inexistência de agências de fomento bem estruturadas. Assim, parece-nos fundamental que haja uma revisão da Resolução nº 2.347, para que o financiamento do desenvolvimento regional possa explorar as oportunidades e os desafios, apontados na nossa análise, sobre as tendências dos sistemas financeiros internacional e doméstico.

## Bibliografia

- CARVALHO, J. Cardim de (1995). The independence of Central Bank. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.18, n.2, p.159-176, winter.
- CARVALHO, J. Cardim de (1997). Financial innovation and post keynesian approach to the process of capital formation. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.19, n.3, spring.
- FEENEY, P. W. (1994). **Securitization**: redefining the bank. New York : St. Martin's. (Gen.ed. Hohn R. Presley; The Money and Banking Series).
- FRANKLIN, R. E. (1993). Financial markets in transition - or the decline of commercial banking", In: SIMPÓSIO EM JACKSON HOLE, Wyoming,

- Anais; Changing Capital Markets:** implications for monetary policy. Wyoming : .. Federal Reserve Bank of Kansas.
- HELLEINER, E. (1994). **States and the reemergence of global finance:** from Bretton Woods to the 1990s. Ithaca / London : Cornell University.
- HERMMANN, J. (1997). **Financiamento de investimento no Brasil.** (mimeo).
- RECENT innovations in international banking (1986). **BIS:** Bank for International Settlements, Apr. (mimeo).
- STUDART, R. (1995-96) The efficiency of the financial system, liberalisation and economic development. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.18, n.2, p.265-289, winter.
- STUDART, R. (1997). Novos atores e agentes no financiamento do desenvolvimento. In: PROJETO RS-2010. Porto Alegre : SPC/RS. (mimeo).
- STUDART, R. (1995). **Investment finance in economic development.** London : Routledge.
- ZYSMAN, J. (1983). **Governments, markets and growth:** financial systems and the politics of industrial growth.. New York : Cornell University.