

A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança*

José Luís Oreiro**

Doutor em Economia pelo IE-UFRJ, Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPq.

Marcelo Passos

Aluno do Programa de Doutorado em Desenvolvimento Econômico da UFPR.

Resumo

Este artigo faz uma avaliação crítica da estrutura de governança da política monetária no Brasil, argumentando que a mesma é inadequada para a operação do regime de metas de inflação. Isto porque, na atual estrutura: (a) não existe uma clara separação entre a instituição responsável pela formulação das metas da política monetária e a instituição responsável pela obtenção das mesmas; (b) existe pouco espaço para a política monetária acomodar choques de oferta; e (c) as expectativas inflacionárias utilizadas no processo de determinação da taxa básica de juros não refletem as expectativas dos agentes que têm poder efetivo de formação de preços na economia. Nesse contexto, são sugeridas algumas mudanças na estrutura de governança da política monetária, com vistas a torná-la mais adequada ao funcionamento do atual regime de metas inflacionárias.

Palavras-chave

Política monetária; metas de inflação; autonomia do Banco Central.

* Os autores agradecem, pelos comentários, a Luiz Carlos Bresser Pereira (EAESP-FGV-SP), Luiz Fernando Rodrigues de Paula (FCE-UERJ), Rodrigo Rocha Loures (Presidência da FIEP), Marcelo Curado (UFPR) e Carlos Artur Kruger Passos (SENAI-PR). Eventuais falhas são, no entanto, de inteira responsabilidade dos autores.

** E-mail: joreiro@ufpr.br

Abstract

The objective of this article is to do a critical evaluation of the governance of monetary policy in Brazil, arguing that the actual governance structure of monetary policy is not adequate for the operation of the inflation targeting regime. This occurs because: (a) there is not a clear separation between the institution responsible for the definition of the targets of monetary policy and the one responsible for the achievement of these targets; (b) there is little, if any, flexibility of monetary policy to deal with supply shocks and (c) the inflationary expectations used in the process of interest rate determination do not reflect the expectations of those agents with real market power. In this setting, we suggest some changes in the governance structure of monetary policy in Brazil in order to make it more prone for the effective working of the inflation targeting regime.

Artigo recebido em 21 fev. 2005.

1 - Introdução

Neste artigo, discutimos a atual **estrutura de governança da política monetária brasileira**, argumentando que a mesma é inadequada para o funcionamento do sistema de **metas de inflação**. Isto porque, na atual estrutura de governança: (a) não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas; (b) as metas de inflação não refletem adequadamente as “preferências sociais” no que se refere ao “grau de aversão à inflação” e o “grau de aversão social” ao *trade-off* entre inflação e desemprego; e (c) a fixação da taxa de juros pelo Conselho de Política Monetária (Copom) é feita com base em **expectativas inflacionárias** de agentes que não têm poder efetivo de fixação de preços. Nesse contexto, apresentamos uma proposta de mudança da estrutura de governança da política monetária brasileira, a qual, sem comprometer a **autonomia operacional do Banco Central**, pode contribuir para eliminar o “problema dos juros” no Brasil.

Dados esses objetivos, o presente artigo está estruturado em quatro seções, incluindo a presente **Introdução**. Na seção 2, fazemos uma avaliação crítica da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil, indicando como

essa estrutura pode ser responsável pelo “problema dos juros”. Na seção 3, apresentamos uma proposta de mudança na estrutura de governança da política monetária e, na seção 4, as conclusões obtidas ao longo do artigo.

2 - Avaliação crítica da estrutura de governança da política monetária no Brasil

A mudança do regime cambial brasileiro em janeiro de 1999 e a adoção do regime de metas de inflação em meados desse mesmo ano mudaram o *modus operandi* da política monetária brasileira. Se, durante o sistema de **bandas cambiais**, o controle da inflação era feito por intermédio da **política cambial**, cabendo à política monetária a tarefa de manter a taxa de câmbio sob o controle das autoridades monetárias, a adoção do regime de **flutuação cambial** eliminou a possibilidade de se controlar a taxa de inflação por intermédio da administração da taxa de câmbio. A necessidade de uma **âncora nominal** para as expectativas de inflação por parte dos agentes econômicos levou à adoção do sistema de **metas de inflação**, no qual a principal tarefa da política monetária é controlar a taxa de inflação.

O controle da inflação nesse novo regime de política monetária dá-se fundamentalmente por intermédio da fixação do valor da taxa básica de juros — a Selic — num patamar que seja compatível com a **meta inflacionária** definida pelo **Conselho Monetário Nacional**. Nesse regime de política monetária, o crescimento dos agregados monetários — M1, M2 ou M3 — não é uma variável sobre a qual o Banco Central tente exercer algum tipo de controle. Isto porque a evolução da teoria e da prática da política monetária nos países desenvolvidos mostrou que a **instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda**, observada nesses países após a década de 70, tornava extremamente fraca a relação entre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do agregado monetário de referência (Blanchard, 2004, p. 536).

Esse fenômeno levou os economistas a desenvolverem uma “nova” concepção sobre a maneira pela qual a inflação pode ser mantida sob controle. Ao invés de controlar o crescimento da quantidade de moeda, o Banco Central deve focar sua atenção na relação entre a taxa de juros real efetiva e a taxa de juros real de equilíbrio¹ (Blinder, 1998, p. 29). Se a taxa de juros real efetiva,

¹ A taxa de juros real de equilíbrio é definida como o nível da taxa de juros real que, se obtido, faz com que a economia opere com plena utilização dos recursos produtivos disponíveis (Blinder, 1998, p. 32).

aproximadamente igual à diferença entre a taxa nominal de juros fixada pelo Banco Central e a taxa esperada de inflação, for maior do que a taxa de juros real de equilíbrio, então o nível de atividade econômica irá reduzir-se, fazendo com que a taxa de inflação também se reduza em função da existência do *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, expresso pela **Curva de Phillips**. Por outro lado, se a taxa de juros real efetiva for menor do que a taxa de juros de equilíbrio, então o nível de atividade econômica irá aumentar, o que induzirá um aumento da taxa de inflação.

Nesse contexto, para manter a inflação constante ao longo do tempo, o Banco Central deve manter o nível corrente da taxa de juros real em linha com o valor de equilíbrio da referida taxa, e o instrumento usado para esse fim é o controle da taxa nominal (básica) de juros. Isso significa que o Banco Central deve aumentar a taxa nominal de juros toda vez que houver um aumento das expectativas de inflação e deve reduzir a taxa nominal de juros sempre que houver uma redução da inflação esperada.

O adequado funcionamento do sistema de metas de inflação exige, portanto, que as autoridades monetárias respondam a três questões fundamentais, a saber:

- a) qual a taxa de inflação que o Banco Central deve perseguir como meta da política monetária? Será que o Banco Central deve perseguir uma meta de inflação zero no longo prazo? Se não, qual é a **taxa ótima de inflação**²? A responsabilidade pela fixação da meta de inflação deve caber ao Banco Central ou a alguma outra instituição, como, no caso brasileiro, o **Conselho Monetário Nacional**?
- b) qual o grau de autonomia que o Banco Central deve ter na tarefa de fixação da taxa de juros? As decisões tomadas pelo Banco Central nesse quesito devem ser irreversíveis, ou reversíveis apenas em condições excepcionais? Se assim for, como deve ser o arcabouço institucional para que o Banco Central tenha esse nível de autonomia?
- c) como as expectativas de inflação são obtidas? Essas expectativas refletem, de fato, a percepção dos agentes com efetivo **poder de formação de preços** a respeito da evolução futura da taxa de inflação, ou

² O debate acadêmico sobre a taxa ótima de inflação mostrou que a mesma não é igual a zero, mas, sim, um número positivo, situado no intervalo entre 2% e 4% ao ano para os países desenvolvidos e em um intervalo mais alto — possivelmente entre 6% e 10% ao ano — para os países em desenvolvimento. A otimalidade de uma taxa de inflação positiva advém do fato de que a mesma, desde que mantida em níveis baixos, gera alguns benefícios para a sociedade na forma de receita de senhoriação e de uma maior capacidade de enfrentamento de choques de demanda, em função da possibilidade de serem geradas taxas reais de juros negativas nos momentos de recessão (Blanchard, 2004, p. 533-534).

elas refletem apenas as opiniões vigentes entre os operadores do mercado financeiro?

A resposta a essas questões define a assim chamada **estrutura de governança da política monetária**, ou seja, o arcabouço institucional no qual a política monetária é realizada. Esse arcabouço engloba não só o conjunto de instituições subjacente à operação da política monetária, como também os tipos de agentes envolvidos na elaboração e na execução dessa política.³

Isso posto, acreditamos que a atual estrutura de **governança da política monetária brasileira não é a estrutura mais adequada para o funcionamento do sistema de metas de inflação**. Isto porque, na atual estrutura:

- a) não há uma clara separação entre a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias e a instituição responsável pela sua obtenção. Isso ocorre porque o Presidente do Banco Central do Brasil tem voz e voto no **Conselho Monetário Nacional**, que é a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias. Como, nas regras atuais, o **Conselho Monetário Nacional** é composto por apenas três membros — sendo os outros dois o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento —, segue-se que a capacidade do Banco Central de influenciar a fixação das metas inflacionárias é bastante elevada;
- b) o processo de fixação das metas inflacionárias no âmbito do **Conselho Monetário Nacional** não obedece ao requisito de **representatividade das preferências sociais por inflação e desemprego** que se espera da instituição responsável pela fixação das metas da política monetária. A teoria da política econômica, tal como elaborada pioneiramente por Tinbergen (1952), prevê que os objetivos da política econômica sejam fixados como resultado de uma ampla discussão entre os segmentos representativos da sociedade. No caso específico da política monetária, os objetivos desta devem refletir um equilíbrio obtido por consenso entre o “grau de aversão social” à inflação e o “grau de aversão social” às perdas de produção e de emprego decorrentes de toda a política de desinflação. Contudo, na estrutura atual, as metas inflacionárias não refletem um consenso social a respeito da “taxa ótima de

³ Estamos tomando emprestada a definição de **governança** usada na teoria dos custos de transação, onde se define uma estrutura de governança como sendo “(...) o arcabouço institucional no qual a transação é realizada, isto é, o conjunto de instituições e tipos de agentes diretamente envolvidos na realização da transação e na garantia da sua execução” (Fiani, 2002, p. 277).

- inflação” a ser obtida no longo prazo⁴ e, muito menos, a respeito da velocidade com a qual essa meta de longo prazo deve ser obtida;⁵
- c) existe pouco espaço para a autoridade monetária acomodar choques de oferta. Tal como ressaltado por Bernanke et al. (1999, p. 291), a condução da política monetária com base no sistema de metas de inflação não implica que as autoridades monetárias devam ignorar o objetivo tradicional da **estabilização do nível de produção e de emprego**. De fato, o regime de metas de inflação proporciona um “estabilizador automático” no caso de choques de demanda. Isto porque um aumento (redução) não previsto(a) da demanda agregada irá traduzir-se em pressões inflacionárias (deflacionárias) — devido ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego —, as quais levarão o Banco Central a aumentar (reduzir) a taxa básica de juros. Esse estabilizador automático está ausente, contudo, no caso da ocorrência de choques de oferta (Blanchard, 2004, p. 540-541). Para acomodar a ocorrência de choques de oferta, alguns Bancos Centrais de países que adotaram o regime de metas de inflação optaram por “expurgar”, do cálculo do índice de inflação de referência do sistema, a variação de preços dos bens e serviços mais diretamente afetados por esses choques. Esse é o caso, por exemplo, do Banco Central da Nova Zelândia (Blanchard, 2004, p. 290). No caso brasileiro, o Banco Central utiliza o “índice cheio” do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como referência para o sistema de metas de inflação. Dessa forma, toda ocorrência de choques de oferta gera uma pressão imediata para a elevação da taxa de juros por parte do Banco Central, quando a política recomendada, nesse caso, seria acomodar esses choques por intermédio de um aumento temporário da taxa de inflação⁶; e

⁴ O Banco Central do Brasil explicitamente persegue uma meta de inflação de longo prazo de 4% ao ano. Entretanto a fixação dessa meta de inflação de longo prazo não foi objeto de nenhum tipo de discussão fora do restrito âmbito do Copom ou do Conselho Monetário Nacional.

⁵ A velocidade de convergência à meta de inflação de longo prazo é de fundamental importância para determinar a **taxa de sacrifício** (ou seja, a razão entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego) da estratégia de desinflação. Quanto maior for a velocidade de convergência, maior tende a ser o aumento da taxa de desemprego resultante de uma política de desinflação. Sendo assim, a escolha da velocidade de convergência não pode ser uma questão a ser resolvida com base em argumentos puramente técnicos; ela envolve considerações de natureza política e, como tal, deve ser deliberada em círculos mais representativos da sociedade.

⁶ Deve-se ressaltar que a *rationale* do intervalo de tolerância de variação da taxa de inflação em torno da meta inflacionária não é a acomodação de choques de oferta, mas, sim, o

d) a decisão de fixação da taxa de juros é influenciada por expectativas de inflação que não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da inflação, mas, sim, as opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro sobre esse tema. Com efeito, como se observa no **Relatório de Inflação** (2004), do Banco Central do Brasil, as expectativas de mercado desempenham um papel importante na decisão do Copom a respeito do valor da taxa básica de juros. No entanto, essas expectativas de mercado nada mais são do que as expectativas dos departamentos de análise econômica dos bancos e dos agentes do sistema financeiro. Dessa maneira, cria-se um mecanismo perverso, no qual o sistema financeiro brasileiro pode influenciar a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois, se os bancos entrarem em acordo entre si, eles podem “forçar” um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação. Em função das fortes evidências de comportamento oligopolista por parte dos bancos brasileiros (Belaisch, 2003), a ocorrência de um “conluio” para forçar um aumento da taxa de juros não pode ser encarada como uma simples “curiosidade teórica”.⁷

Essas características da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil geram os seguintes problemas:

a) o Banco Central do Brasil tem, na atual estrutura, autonomia para fixar **os objetivos da política monetária e não apenas autonomia no uso dos instrumentos necessários à operacionalização dessa política**. Tal como afirma Blinder (1998, p.54), a decisão a respeito dos objetivos da política monetária deve caber aos representantes democraticamente eleitos pelo povo. Se o Banco Central tem poder para determinar ou influenciar a determinação da taxa de inflação que ele deve obter por intermédio do uso dos instrumentos da política monetária, então o princípio fundamental da democracia está sendo violado, qual seja: “Todo poder emana do povo e em seu nome deve ser exercido”;

reconhecimento de que o Banco Central tem um controle indireto e imperfeito sobre a taxa de inflação no curto prazo (Blanchard, 2004, p. 540). Nesse contexto, a fixação de uma meta pontual para a taxa de inflação — ao invés de um intervalo de variação, como é feito na maioria dos países que adotam o sistema de metas inflacionárias — comprometeria desnecessariamente a **credibilidade** do sistema face à inevitável sub ou sobreestimação dos índices efetivos de inflação.

⁷ A respeito da influência do sistema financeiro brasileiro nas decisões de política monetária do Banco Central do Brasil, ver Weber e Lício (2003).

- b) as metas de inflação tendem a ser fixadas em “patamares irrealistas”, ou seja, em níveis que não refletem adequadamente o grau de aversão social à inflação e o grau de aversão social ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. Esse fenômeno se observa nas freqüentes declarações dos representantes da indústria e dos sindicatos em favor de uma “política mais realista de combate à inflação”; e
- c) a taxa real de juros efetiva tende a permanecer num patamar “excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros países — de fato, o Brasil é o país com a mais alta taxa de juros real do mundo —, mas também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa. O “problema dos juros”⁸ decorre da fixação de metas declinantes de inflação⁹ — em função do objetivo de se obter uma taxa de inflação de 4,0% ao ano no longo prazo — em conjunto com a ausência de qualquer tipo de mecanismo de “expurgo” dos efeitos sobre a inflação da ocorrência de choques de oferta. Além disso, o setor financeiro brasileiro, por intermédio do “mecanismo das expectativas inflacionárias”, pode exercer uma forte pressão no sentido de impedir uma queda da taxa de juros real abaixo de um patamar considerado “razoável” para os integrantes desse setor. Uma análise mais cuidadosa das declarações públicas dos representantes do sistema financeiro brasileiro indica que o mesmo não está disposto a aceitar uma taxa real de juros abaixo de 9% ao ano. Nesse contexto, o “mecanismo das expectativas inflacionárias” pode ser um importante instrumento pelo qual o sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos.

⁸ Por “problema dos juros”, estamos nos referindo à manutenção da taxa de juros real no Brasil em patamares elevadíssimos do ponto de vista internacional. Conforme salientado por Bresser e Nakano (2002), a economia brasileira apresenta taxas de juros reais muito mais altas do que a de países que possuem o mesmo *rating* de risco, tal como elaborado pelas agências internacionais de risco.

⁹ Esse problema foi identificado por Oreiro (2004). O argumento é que, devido à **inércia inflacionária**, a obtenção de taxas declinantes de inflação ao longo de uma seqüência de períodos exige que a taxa de juros real seja mantida **acima** de seu valor de equilíbrio durante todo o intervalo de convergência com respeito à meta de inflação de longo prazo.

3 - Uma proposta de mudança da estrutura de governança da política monetária no Brasil

Tendo em vista o diagnóstico apresentado na seção anterior a respeito da estrutura de governança da política monetária brasileira, propomos o seguinte conjunto de mudanças nessa estrutura:

- a) **ampliação do número de membros do Conselho Monetário Nacional**, de forma a aumentar a representatividade do mesmo, principalmente no que se refere à fixação das metas inflacionárias. Nesse contexto, o setor produtivo indicaria dois representantes da assessoria econômica das Federações das Indústrias, os sindicatos indicariam dois representantes também oriundos de suas assessorias econômicas, e o meio acadêmico de economia elegeria outros dois representantes, com titulação mínima de Doutor em Economia em instituição reconhecida pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes). Essa eleição seria realizada no âmbito do Conselho Deliberativo da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (Anpec), o qual possui membros de quase todos os estados do País. O Presidente do Banco Central do Brasil teria voz, mas não teria direito a voto nas decisões tomadas pelo **Conselho Monetário Nacional**;
- b) **implementação do *core inflation***, ou seja, a remoção da fórmula de cálculo do IPCA dos componentes sujeitos a choques de oferta. O sistema de metas de inflação deve ser orientado para sua função original, ou seja, o **controle da inflação de demanda**¹⁰. Atualmente, em função da ausência de qualquer forma de expurgo, aumentos temporários de custos causam efeitos diretos na inflação e, por consequência, nas expectativas inflacionárias dos agentes, levando o Banco Central a elevar a taxa de juros, elevando os custos financeiros do setor produtivo, bem como o custo de rolagem da dívida mobiliária federal;
- c) **mudança da forma de apuração das expectativas inflacionárias**. Essas expectativas devem refletir a percepção dos agentes que efetivamente dispõem de poder de formação de preços a respeito da

¹⁰ Para uma crítica ao uso da taxa de juros como instrumento de combate à inflação, ver Sicsu e Oliveira (2003).

evolução futura da taxa de inflação. Dessa forma, o Banco Central deve levar em conta as expectativas de inflação de um conjunto mais amplo de agentes. Concretamente, deve apurar as expectativas de inflação de vários segmentos da indústria e do comércio. Para aumentar a confiabilidade das expectativas assim apuradas, o Banco Central pode ainda consultar os departamentos de pesquisa econômica de renomadas instituições de ensino superior a respeito de suas previsões sobre a inflação futura. Essas informações serviriam de base para o Banco Central montar as suas próprias expectativas inflacionárias, as quais são fundamentais para informar a decisão de fixação da taxa de juros pelos membros do Copom; e

- d) **concessão de plena autonomia operacional para o Banco Central do Brasil.** O funcionamento adequado do regime de metas de inflação exige que as autoridades monetárias tenham total controle sobre os instrumentos de política monetária. Isso ainda não ocorre no Brasil. A autonomia operacional do Banco Central é mais o resultado do comprometimento pessoal do Presidente da República do que da existência de um arcabouço institucional que formalize essa autonomia. Entendemos que a autonomia operacional — **que não deve ser jamais confundida com autonomia de formulação das metas da política monetária** — é essencial para a preservação da estabilidade da taxa de inflação no Brasil, na medida em que sinaliza para os agentes econômicos o compromisso do Governo brasileiro de não interferir no dia-a-dia da condução da política monetária.¹¹ A responsabilidade pela fixação das metas de inflação e da velocidade de convergência com relação à meta de inflação de longo prazo fica, no entanto, a cargo do Conselho Monetário Nacional, ampliado pela participação de representantes do setor produtivo, dos sindicatos e do meio acadêmico de economia.

4 - Conclusão

Ao longo do presente artigo, foram enumerados vários problemas da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil, os quais estão fortemente relacionados com o “problema dos juros”, ou seja, com a manutenção da

¹¹ O que elimina o assim chamado “problema da inconsistência dinâmica” da política monetária discricionária apontado por Kydland e Prescott (1977).

taxa de juros real em patamares elevadíssimos. Apresentamos uma proposta de mudança na governança da política monetária, cujos elementos principais são: o fortalecimento e a ampliação do **Conselho Monetário Nacional**, a adoção do *core inflation* e a mudança na forma de apuração das expectativas inflacionárias, as quais passariam a expressar as opiniões dos agentes econômicos com efetivo poder de fixação de preços. Feitas essas mudanças na estrutura de governança da política monetária, deveria ser concedida a autonomia operacional ao Banco Central, a qual passaria a ser encarada pelos agentes econômicos como a garantia institucional da estabilidade da taxa de inflação no Brasil.

Referências

- BELAISCH, A. **Does brazilian banks compete?** Washington, DC: IMF, 2003. (IMF Working Paper 03/113).
- BERNANKE, B. et al. **Inflation targeting: lessons from the international experience.** Princeton: Princeton University, 1999.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia.** 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- BLINDER, A. **Central Banking in theory and practice.** Cambridge, Mass.: MIT Press, 1998.
- BRESSER, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, ANPEC, v. 22, n. 3, p. 146-177, jul./set. 2002.
- FIANI, R. A teoria dos custos de transação. In: KUPFER, D; HASENCLEVER, L. **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil.** Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- OREIRO, J. L. Selic, inflação e crescimento. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 2 mar. 2004.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, Ill., University of Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-491, Jun 1977.
- RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: Banco Central do Brasil, v. 6, n. 3, set. 2004.

SICSU, J.; OLIVEIRA, S. C. Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSU, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (Org.) **Agenda Brasil**: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Monole, 2003.

TINBERGEN, J. **On the theory of economic policy**. Amsterdã: North Holland, 1952.

WEBER, L. A.; LIRIO, S. O BC e o Jogo de Espelhos. **Carta Capital**, São Paulo, Ed. Confiança, v. 10, n. 264, p. 24-28, 29 out. 2003.