

ANDERSON BERTON

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS É NECESSÁRIO PARA O
FINANCIAMENTO DO CRESCIMENTO ECONÔMICO? UMA ANÁLISE APLICADA
AO CASO BRASILEIRO**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: **Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro**

**CURITIBA
2005**

TERMO DE APROVAÇÃO

ANDERSON BERTON

O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS É NECESSÁRIO PARA O FINANCIAMENTO DO CRESCIMENTO ECONÔMICO? UMA ANÁLISE APLICADA AO CASO BRASILEIRO

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:



Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Fábio Dória Scatolin
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Maurício Aguiar Serra
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba
2005

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que, direta ou indiretamente, colaboraram na execução deste trabalho e, em especial:

Aos meus pais e irmã, gostaria de expressar minha eterna gratidão pela compreensão, apoio e carinho durante todos esses anos.

Aos meus amigos inesquecíveis da faculdade: Alexandra, Elisa, Flávio, Giovani, Giselly, André e Adriana.

Ao Prof. Dr. Jose Luis Oreiro, grande incentivador e guia em todo esse percurso.

RESUMO

Este trabalho adota a análise Keynesiana, onde se destaca a importância do sistema financeiro na determinação do nível de atividade e de investimento da economia. Na medida que viabiliza a criação de poder de compra dos agentes para o início do processo de investimento e transformação dos passivos de curto prazo das empresas em passivos de prazos mais compatíveis com as condições de pagamento de cada empresa. Demonstrando ainda, que o que é imprescindível ao investimento é o financiamento. O desenvolvimento das relações financeiras entre os agentes econômicos também irá permitir que aqueles que acumulam recursos, mas que não têm capacidade de empregá-los produtivamente, possam transferi-los para os que se dispõem a empreender, a inovar, alavancando assim, o desenvolvimento econômico. Contudo, o objetivo central deste trabalho é demonstrar que o mercado de capitais pode ser um dos arranjos institucionais para fortalecer o desenvolvimento econômico, mas não necessariamente o único meio. Os exemplos do Japão, Alemanha e Coreia do Sul reforçam a ideia de que políticas financeiras, se apropriadamente concebidas e executadas pelo estado, também podem representar um instrumento poderoso de promoção do crescimento sustentado. Embora o Brasil venha passando por profundas transformações, que criam uma oportunidade para o florescimento de um mercado de capitais nacional, o financiamento de investimentos ainda se baseia através do auto-financiamento, um modelo típico de países menos desenvolvidos. No entanto, medidas capazes de reduzir a taxa de curto prazo e medidas capazes de reduzir o prêmio de liquidez, já são discutidas no intento de criar políticas de estímulo ao financiamento de longo prazo no país.

Palavras chave: Sistema financeiro, investimento, financiamento, mercado de capitais, crescimento econômico.

SUMÁRIO

RESUMO	V
INTRODUÇÃO.....	08

CAPÍTULO 1 INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO NUMA ABORDAGEM KEYNESIANA

1.1 AS TEORIAS CLÁSSICA E NEOCLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS.....	10
1.2 A CRÍTICA DE KEYNES À “TEORIA CLÁSSICA” DO JURO.....	16
1.3 A TEORIA DA PREFERENCIA PELA LIQUIDEZ E A DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO.....	18
1.4 O DEBATE DE KEYNES COM OHLIN E O MOTIVO FINANÇAS DE DEMANDA POR MOEDA.....	23
1.5 O PROCESSO DE FORMAÇÃO DE CAPITAL: AS ETAPAS DE FINANCE E FUNDING DO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO.....	25
1.6 O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA- FUNDING.....	27
1.7 SISTEMA FINANCEIRO.....	29

CAPÍTULO 2 RELAÇÕES FINANCEIRAS

2.1 MERCADOS DE CRÉDITO E MERCADOS DE TÍTULOS.....	35
2.2 SISTEMAS FINANCEIROS BASEADOS EM MERCADO E SISTEMAS BASEADOS EM CRÉDITO.....	37
2.3 A QUESTÃO DA INFORMAÇÃO.....	39
2.4 FUNDING NO MERCADO DE CAPITAIS.....	42

CAPÍTULO 3 OS CASOS JAPONES, ALEMAO E COREANO

3.1 O CASO JAPONES.....	46
3.2 O CASO ALEMAO.....	50
3.3 O CASO COREANO.....	53

CAPÍTULO 4 O BRASIL

4.1 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO.....	56
4.2 POLÍTICAS DE ESTÍMULO AO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO.....	59
4.3 MERCADO DE CAPITAIS.....	63
4.4 RELACAO CUSTO-BENEFICIO DA ABERTURA DE CAPITAL.....	65
4.5 PRINCIPAIS OBSTÁCULOS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	69

CONCLUSÃO.....	73
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	76
ANEXOS.....	80

INTRODUÇÃO

Novas teorias e evidências empíricas têm fortalecido a percepção de que o desenvolvimento financeiro é fundamental para o crescimento econômico. Os argumentos baseiam-se no fato de que a disponibilidade de bons projetos de investimentos e poupança financeira abundante não são suficientes para garantir altas taxas de crescimento. Uma das características do sistema capitalista é a separação entre poupadores e empreendedores, e entre estes encontra-se o sistema financeiro. Uma condição essencial para maximizar o crescimento econômico é que o sistema financeiro funcione de modo a alocar os recursos aos projetos de maior produtividade. Isto, por sua vez, depende do grau de desenvolvimento e sofisticação do setor financeiro. Na teoria keynesiana o que é imprescindível ao investimento, e conseqüentemente ao crescimento econômico é o financiamento. Este trabalho se propõe a analisar o papel do sistema financeiro na sustentação do investimento através de suas operações de financiamento da formação de capital e funding dos passivos das empresas, com base no marco conceitual proposto por Keynes a partir de sua Teoria Geral, ou seja, a Teoria Monetária da Produção.

Esta monografia está dividida da seguinte forma: o capítulo primeiro apresenta uma discussão das principais idéias de John M. Keynes, no que se refere ao papel da intermediação financeira na sustentação do investimento, através de suas operações de financiamento e funding dos passivos das empresas. Já o capítulo segundo procura demonstrar um importante instrumento de viabilização do investimento, o desenvolvimento e o aprofundamento das relações financeiras entre os agentes econômicos. Nesta sessão analisamos as operações de finance-funding da economia, destacando os sistemas financeiros baseados em mercado e crédito. No capítulo terceiro apresentamos como se deu o processo de financiamento do investimento no Japão, Alemanha e Coréia do Sul. Encerramos este trabalho no capítulo quarto, retratando o sistema financeiro brasileiro, algumas políticas de estímulo ao financiamento de longo-prazo e as condições do mercado de capitais nacional.

CAPÍTULO 01 - INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO NUMA ABORDAGEM KEYNESIANA

Partindo fundamentalmente do plano conceitual da Teoria Monetária de John M. Keynes¹, nesta seção, analisamos os aspectos referentes à relação entre Financiamento, Investimento e Poupança, e o papel do sistema financeiro na determinação do nível de atividade e de investimento. Especialmente no que tange à criação de poder de compra dos agentes para o início do investimento e transformação dos passivos de curto prazo das empresas em ativos de longo prazo, o sistema financeiro atua com especial destaque no processo.

O marco conceitual da Teoria Geral de Keynes também demonstra que numa Economia Monetária, o investimento não só não depende da poupança prévia, como gera no final do processo multiplicador da renda, uma poupança equivalente a este investimento, contrariando o pensamento Clássico e Neoclássico. O que é imprescindível ao investimento, portanto, é o Financiamento, e este trabalho procura demonstrar de uma maneira simples e objetiva, a estrutura necessária para que tal processo se realize.

Contudo, para uma melhor compreensão do funcionamento e da dinâmica da intermediação financeira formulada por Keynes, acha-se importante e necessário entendermos como os clássicos e neoclássicos tratavam do assunto.

Dadas as limitações da teoria econômica Clássica, seja na interpretação do funcionamento das economias capitalistas ou na apresentação de soluções para as crises, Keynes cria um conceito alternativo: a Economia Monetária.

¹ KEYNES, John Maynard (1883-1946). O mais célebre economista da primeira metade do século XX, pioneiro da macroeconomia. Keynes estudou e foi professor em Cambridge. Discípulo de Alfred Marshall, foi nomeado redator do Economic Journal em 1911. Dois anos depois, tornou-se secretário e

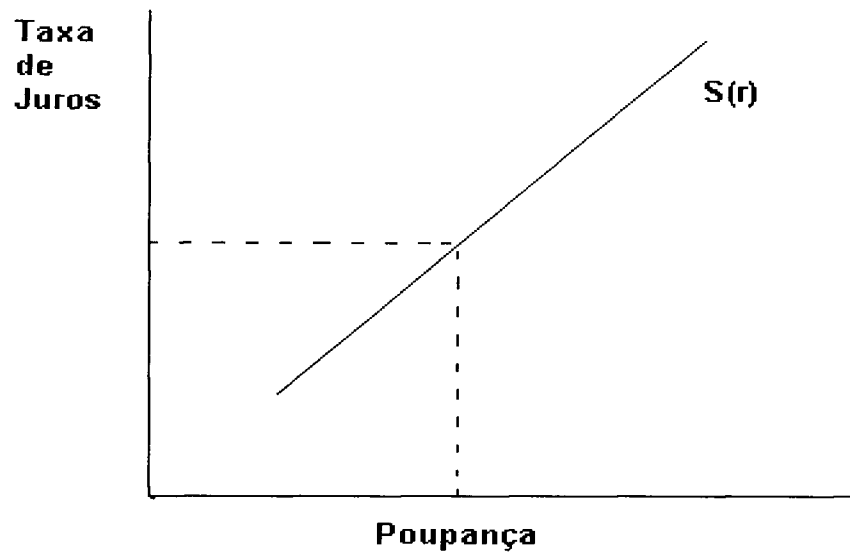
1.1 - AS TEORIAS CLÁSSICA E NEOCLÁSSICA DE DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS

A primeira delas é a visão clássica, segundo a qual para que haja investimento, é necessário que surja previamente a poupança correspondente. Investimento seria um dos dois destinos possíveis dados ao produto social (em uma economia considerada, por simplificação, sem relações externas e sem governo), concorrente ao consumo. Para que possa haver investimento, os agentes econômicos devem abster-se de consumir todo o produto social. O excedente da renda sobre o consumo seria a poupança. Neste sentido a decisão de investir teria de ter como contrapartida uma outra de poupar, sem a qual seria impossível a transferência de recursos necessários ao investimento.

A abstenção do consumo pode ser entendida nesta escola, como um sacrifício, existindo uma expectativa do consumidor em receber algo pelo ato de poupar. Esta recompensa seria a taxa de juros. Assim, se cria uma forte relação entre poupança e taxa de juros.

redator da Sociedade Real de Economia e, em 1915, ingressou no serviço público. Seria o representante financeiro do Tesouro britânico na Conferência de Paz, em 1919.

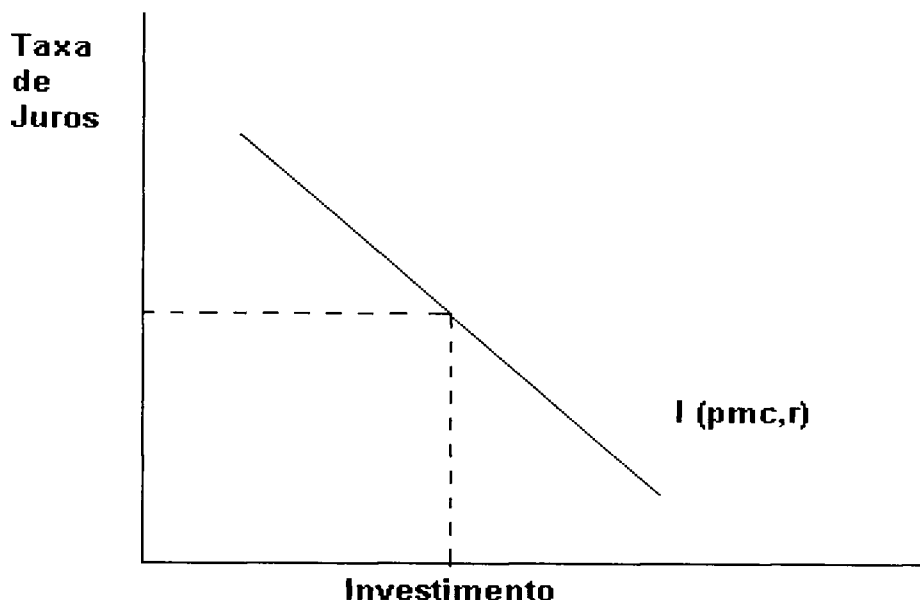
GRÁFICO 1 – POUPANÇA E TAXA DE JUROS



Fonte: BLANCHARD, O. (2001). Macroeconomia. Prentice-Hall. Londres.

Contudo, para que o poupador presente possa obter um consumo maior no futuro, é necessário investimento. No entanto, nem sempre poupadores e investidores estão em equilíbrio, e este equilíbrio somente se dará quando a taxa de juros que remunera os poupadores for compatível com o que os investidores aceitam pagar por esta quantia de recursos.

GRÁFICO 2 – INVESTIMENTO E TAXA DE JUROS



Fonte: CARVALHO, F.J.C de, et al. Economia Monetária e Financeira. Ed. Campus, 2000.

Portanto, na escola clássica podemos determinar três variáveis fundamentais: poupança, investimento e taxa de juros, sendo essa última o resultado da comparação entre duas cestas de bens. Aquela de cujo consumo se abre mão no presente e aquela que será obtida no futuro.

No entanto, dentro da escola clássica, não podemos deixar de ressaltar sua teoria de demanda por moeda, a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). A proposição central dessa teoria era que o nível de preços varia diretamente com a quantidade de moeda em circulação, considerando estáveis no longo prazo a velocidade de circulação da moeda e o volume de transações com bens e serviços. Sua identidade básica seria a existência de uma relação entre um fluxo de pagamentos em moeda e um fluxo de bens e serviços em que, em cada evento de compra e venda, a moeda e os bens trocados seriam equivalentes.

Assim, a oferta de moeda deveria crescer de modo suave ao longo do tempo para satisfazer as necessidades básicas da economia, representadas pelo crescimento da renda real. Um aumento maior no estoque de moeda do que aquele

determinado pelo crescimento da renda real acarretaria um aumento correspondente no nível de preços.

Entretanto, na Teoria Neoclássica, o mercado estilizado é composto por dois agentes representativos, ambos maximizadores: poupadores (ofertantes de capital) – com preferências intertemporais definidas – e investidores (demandantes de capital), com funções de produção e, portanto curvas de produtividade marginal do capital bem definidas. Contudo, a economia descrita até aqui, ainda não é uma economia monetária, nem muito menos uma economia em que a moeda é criada por agentes privados – os bancos comerciais. O “mercado de capitais” e as “instituições financeiras” são definidas aqui, respectivamente como lócus e agentes pelos quais a intermediação da poupança é realizada.

Porém, não se pode ignorar por um lado que economias modernas são essencialmente economias monetárias, e que nestas economias: - a existência e importância dos intermediários financeiros (especialmente bancos) é uma das características de uma economia de mercado. Dentre esses, os bancos são em especial, centrais em uma economia em que a maior parte dos meios de pagamento se constitui de moeda bancária, ou seja, depósitos à vista em bancos.

Knut Wicksell foi um autor neoclássico de especial importância no estudo do papel dos bancos no processo de financiamento e seus impactos sobre a dinâmica das economias de mercado. A partir de suas idéias desenvolveu-se o que ficou conhecido como Teoria dos Fundos Empréstáveis (TFE), que representa a aplicação e sofisticação da teoria neoclássica dos mercados de capitais para uma economia com sistemas bancários.

SANDRONI(2001, pg 640) sobre o processo acumulativo de KNUT WICKSELL(1851-1926):

“ Ao rejeitar a teoria clássica, que relacionava os preços apenas à quantidade de moeda em circulação, adotou a tese segundo a qual as variações de preços são determinadas pelas variações na demanda global, que, por sua vez, depende do montante dos rendimentos dos indivíduos. Sustentou que essa demanda varia segundo os investimentos. E que o investimento se desenvolve sempre que as taxas de lucros superam as taxas de juros. Uma baixa na taxa de juros geraria investimentos, que fariam crescer o montante dos rendimentos, provocando um aumento na demanda global e, em consequência, uma alta de preços. Essa alta estimularia novamente os investimentos, e foi isso que Wicksell chamou de processo acumulativo.”

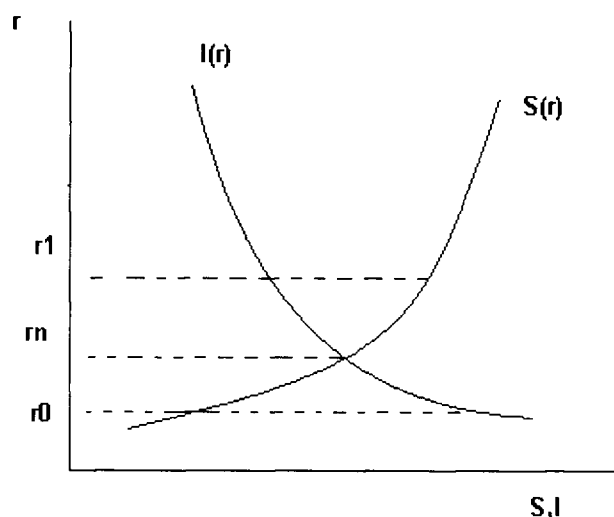
Na estilização do processo de intermediação de recursos, Wicksell constrói um “sistema de crédito puro”^{*} onde os fluxos financeiros são basicamente intermediados por bancos – uma hipótese que parece razoável em uma economia. Tomando-se os três principais agentes dessa economia, a estrutura contábil da TFE seria formada pelas Famílias, Bancos e Empresas.

Neste contexto as empresas financiariam seus investimentos em capital fixo basicamente através da venda de títulos (B) para as famílias e para os bancos. Os bancos por sua vez, financiariam a compra de títulos basicamente através da captação de depósitos(D) realizados pelas famílias. E as famílias manteriam sua riqueza (W) na forma de depósitos junto aos bancos e títulos adquiridos por empresas.

Assim, dadas as preferências intertemporais dos consumidores e a tecnologia de produção, só há uma taxa de juros que equilibra poupança e investimento planejados, ou seja, demanda por capital, que se reflete na demanda de títulos por parte das famílias (B^d) e oferta de títulos (B^s) pelas empresas. A essa taxa de juros, Wicksell chamou de taxa natural de juros (r_n). Essa taxa natural de juros vai derivar da intercepção entre as curvas de poupança e de investimento. Quando a taxa de juros de mercado for igual à taxa natural de juros a economia estará em equilíbrio monetário.

* Por tratar-se de um sistema de crédito puro, os meios de pagamento são exclusivamente depósitos bancários.

GRÁFICO 3 – TAXA NATURAL DE JUROS



Fonte: AMADEO, E. & FRANCO, G. Entre Keynes e Robertson: Finance, Poupança e Investimento, 1989.

Dentre os pontos fundamentais da TFE podemos destacar: - o avanço em relação à TQM – a transmissão da moeda aos preços indiretamente via taxa de juros e não mais diretamente via demanda de bens, - a taxa de juros é determinada agora no mercado de fundos, oferta e demanda de crédito. Comparando com a visão clássica, aqui, os bancos podem interferir na quantidade de fundos emprestáveis disponíveis para o investimento, na medida em que podem criar depósitos e comprar ofertas excedentes de títulos financeiros.

A teoria neoclássica acredita que o investimento pode ser financiado pela poupança e também pela variação da oferta de moeda em circulação. Baseado na TFE, também acredita na existência de uma taxa de juros de equilíbrio que ajusta os níveis de investimento e poupança no sentido clássico. Portanto, as duas supõem um nível dado de renda e a igualdade entre poupança e investimento através da opção dos agentes em consumir ou poupar. Podemos dizer então, que o papel do sistema de crédito e do financiamento nos modelos clássico e neoclássico se restringe à intermediação entre poupança e investimento.

1.2 - A CRÍTICA DE KEYNES À “TEORIA CLÁSSICA” DO JURO

Na economia monetária desenvolvida por Keynes, a poupança, ao invés de se constituir no pré-requisito do investimento seria, na verdade, seu resultado. Nestas economias, a decisão de investir depende não da disponibilidade de produto não-consumido, mas de financiamento, isto é, acesso a meios de pagamento. A produção de bens de investimento será efetuada em resposta a uma demanda por estes tipos de bens. Para isto, o que é necessário é que o sistema financeiro (e bancário, em particular) seja capaz de gerar e colocar nas mãos dos investidores os meios de compra necessários para que as encomendas possam ser feitas aos produtores de bens de investimento.

Uma vez que as firmas que produzem estes bens se deparem com a demanda dos investidores, elas contratarão os trabalhadores necessários para produzi-los e acionarão seu parque produtivo. Deste modo, até o limite do pleno emprego dos trabalhadores (e da plena ocupação de capacidade produtiva), na visão de Keynes o investimento poderá ser realizado sem qualquer necessidade de prévia existência de poupança. Ao contrário, a poupança será gerada como resultado do investimento, já que a forma que este toma é a do conjunto de bens cujo destino não pode ser, por sua própria natureza, o consumo.

Contudo, a visão keynesiana não trata apenas de criar meios de pagamento, este seria apenas o primeiro passo. Investir é comprar ativos, freqüentemente de duração média ou longa, o que significa que a amortização dos investimentos consumirá um certo número de períodos de produção.

Uma empresa, portanto, não poderá saldar os compromissos incorridos para a realização de investimentos em períodos curtos. O perfil do financiamento deve ser compatível com o perfil de amortização dos bens de investimentos. Assim, se em um primeiro momento, a demanda que se coloca ao sistema financeiro é a disponibilização de meios de compra, em um segundo coloca-se a necessidade de transformação dos créditos obtidos inicialmente, usualmente de curto prazo, em obrigações de duração equivalente à dos ativos. Segundo Keynes, também aqui não se trata de poupar ou não, mas de oferecer os canais de financiamento de longo

prazo adequados (na linguagem usual, de consolidar as dívidas de curto prazo em funding adequado).

Em suma, a visão keynesiana enfatiza restrições financeiras sobre a demanda por investimentos, em contraste com a visão clássica, que focaliza o comportamento dos poupadores como condição para a realização de investimentos.

Ao contrário das proposições da teoria quantitativa da moeda - não é possível definir posições de equilíbrio, seja no curto ou no longo prazo, sem se considerar o comportamento da moeda e da política monetária. Isto porque a moeda, nesta concepção, não é apenas um meio de troca, mas também uma reserva de valor, pelo seu atributo de transportar a riqueza no tempo. Portanto, ela é mais do que uma forma conveniente de estabelecer a ponte entre os fluxos de entrada e saída de recursos, como estabelecia a teoria clássica.

Segundo Keynes, a moeda desempenha um papel duplo de meio de pagamento e forma de riqueza. Seu retorno vem na forma de um prêmio de liquidez, já que possui o maior prêmio de liquidez entre os ativos. Numa economia monetária, a moeda torna-se um ativo, ainda que dotado de atributos que lhe são específicos, pois afeta os próprios motivos e decisões dos agentes.

Keynes, ao elaborar o que ficou conhecido como “teoria da preferência pela liquidez”, criticou a tradição clássica segundo a qual a taxa de juros é o “preço” que equilibra a demanda por recursos para investir (determinado pela produtividade potencial do investimento) e a propensão de abster-se do consumo imediato. Em outras palavras, a taxa de juros clássica seria o fator equilibrante que determina a igualdade entre a demanda de poupança, resultante do investimento novo que pode ser realizado a uma determinada taxa de juros e a oferta de poupança, estabelecida a partir da propensão da comunidade a poupar.

Em contraste, Keynes define a taxa de juros como uma recompensa por abrir-se mão da liquidez e, portanto, da riqueza na forma monetária, uma vez que a moeda é o ativo com o maior prêmio de liquidez dentre todos os ativos. Em outras palavras, seria o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. A taxa de juros, portanto, ao invés de ser a recompensa pela “espera”, pelo adiamento do consumo é, segundo ele, a recompensa por não entesourar. A taxa de juros é o que se ganha

não porque se poupa, mas porque se aplica esta poupança em outros ativos (como por exemplo, ativos financeiros) que não a moeda. Neste sentido, a determinação da taxa de juros é tomada como um fenômeno monetário – determinado pela preferência pela liquidez dos agentes e pela política das autoridades monetárias – ao invés de ser explicada por fatores reais (tais como as preferências intertemporais dos agentes e a produtividade do capital), como estabelecia a teoria clássica.

A teoria da preferência pela liquidez, portanto, determina a quantidade de moeda que o público desejará reter quando a taxa de juros for dada. A condição necessária para a existência de preferência pela liquidez por parte dos agentes é a existência da incerteza quanto ao futuro da própria taxa de juros. Mudanças na preferência pela liquidez, devido por exemplo, a uma alteração nas informações disponíveis que ocasionem uma revisão nas expectativas dos agentes, são freqüentemente descontínuas, causando conseqüentemente, mudanças também descontínuas na taxa de juros. Assim, a cada conjunto de circunstâncias e de expectativas corresponderá uma taxa de juros apropriada.

Em síntese, a moeda para Keynes é uma forma de riqueza, e a taxa de juros o preço que guia a escolha entre as formas líquida e ilíquida de riqueza, ao invés da escolha entre consumo presente e consumo futuro, concebida pela teoria clássica. Dado que a taxa de juros – a qual, como vimos, é o que se recebe quando se adquire títulos financeiros ao invés de acumular moeda – nunca será negativa, “Porque alguém preferiria guardar sua riqueza de forma que renda pouco, ou nenhum juro, ao invés de conservá-la de outra forma que renda algo?” (TG, p 138).

1.3 - A TEORIA DA PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ E A DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO.

No seu livro Tratado sobre a Moeda, publicado em 1930, Keynes começou a desenvolver sua teoria monetária alternativa à TQM, dando os primeiros passos para a superação da teoria clássica. No tratado sobre a moeda, Keynes distinguiu dois circuitos de circulação monetária:

a) Circulação Industrial: refere-se à quantidade de moeda necessária para dar suporte ao giro de bens e serviços produzidos na economia. A circulação industrial

incorpora uma visão de moeda e suas funções muito próximas às da TQM, ao destacar a necessidade da existência de meios de circulação na economia para permitir que as transações com bens e serviços ocorram.

b) Circulação Financeira: inclui operações com ativos financeiros, isto é, cobre as necessidades de moeda para a realização de compras de ações, títulos de dívida, etc, não relacionadas ao giro da renda corrente. Neste circuito, porém, ao contrário do anterior, a moeda não é apenas um meio de circulação, podendo tornar-se ela própria objeto de retenção, como um ativo.

O circuito financeiro não tem lugar na TQM, uma vez que a abordagem clássica ignorava a possibilidade de entesouramento ou retenção de saldos inativos* por duração indefinida, sendo a moeda vista somente como uma forma temporária de riqueza, mas não como um ativo. O reconhecimento de que reter moeda é uma alternativa em relação à retenção de outros ativos é a base da teoria monetária que Keynes iria desenvolver em sua obra A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, publicado em 1936, segundo o qual a moeda não é neutra, mesmo no longo prazo.

- **MOTIVOS PARA DEMANDAR MOEDA**

Já na Teoria Geral (TG), Keynes deixou de lado a dicotomia entre a circulação industrial e circulação financeira em favor de uma abordagem mais geral, em que procurou enfatizar os motivos pelos quais o público demanda moeda. No novo enfoque, a circulação industrial dá lugar à demanda transacional por moeda, como demanda por saldos ativos**, enquanto que a circulação financeira é transformada nas demandas precaucionária e especulativa por moeda, próximas à noção de saldos inativos.

* Saldos Monetários Inativos – Retidos em antecipação de compras futuras possíveis, mas ainda não decididas.

** Saldos Monetários Ativos – Retidos em antecipação da realização de uma transação futura já definida.

- **MOTIVO TRANSAÇÃO**

Relacionado ao intervalo entre recebimentos e despesas de renda (pagamentos contratuais, como pagamentos de salários pelas empresas, os juros e aluguéis ou despesas relacionadas à aquisição de bens ou serviços). O motivo transação refere-se à retenção de moeda para realização de um ato definido de compra numa data especificada. Em termos agregados, estas despesas podem ser aproximadas pelo nível de renda corrente. Por isso, o motivo transação tal como na circulação industrial, incorpora uma visão de moeda e de suas funções muito próximo da TQM, ou seja, de que a moeda é necessária para que se façam compras e vendas de bens e serviços, sendo a demanda por moeda para tais fins uma fração da renda.

- **MOTIVO PRECAUÇÃO**

Os agentes podem reter moeda por precaução para atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas na realização de negócios vantajosos. A demanda precaucionária relaciona-se ao grau de ignorância sobre o futuro, com a moeda sendo o ativo que permite aos agentes refazerem rapidamente suas estratégias, caso julguem necessário. A quantidade de moeda demandada para o motivo transação depende da renda nominal, enquanto o motivo precaução depende das incertezas em relação ao futuro.

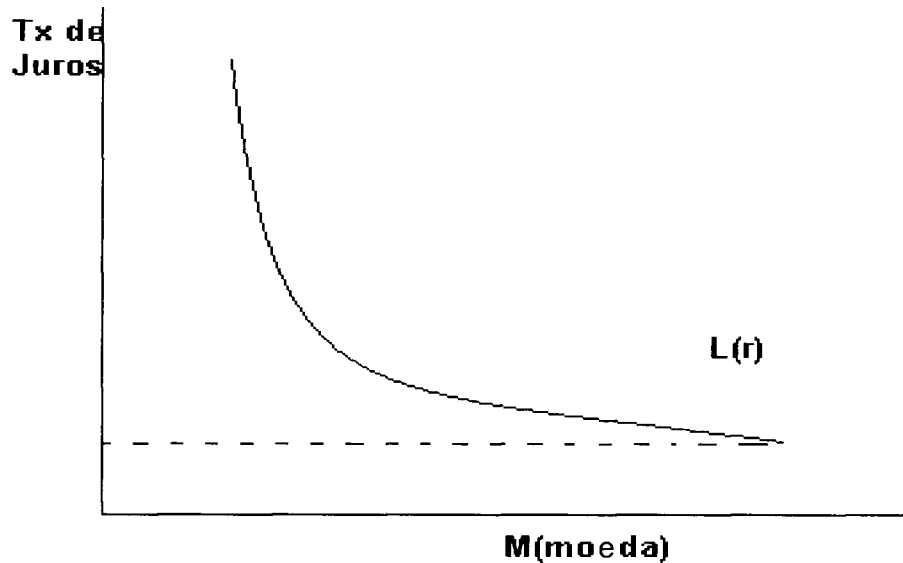
- **MOTIVO ESPECULAÇÃO**

Este motivo está relacionado à incerteza quanto ao comportamento futuro da taxa de juros. Deste modo, a demanda por moeda para satisfazer o motivo especulação varia de modo mais ou menos contínuo sob o efeito de alterações graduais na taxa de juros de mercado.

Tracemos no gráfico 4 uma curva relacionando as variações na demanda por moeda para satisfazer o motivo especulação com aquelas que ocorrem na taxa de juros, devido às variações no preço dos títulos e nas dívidas de vencimentos

diversos. A curva de preferência pela liquidez mostra que a demanda por moeda aumenta à medida que a taxa de juros se reduz.

GRÁFICO 4 – A FUNÇÃO DEMANDA POR MOEDA MOTIVO ESPECULAÇÃO



Fonte: CARVALHO, F.J.C. de, et al. Economia Monetária e Financeira. Ed. Campus, 2000.

A incerteza quanto às variações futuras na taxa de juros é o fator determinante que explica a demanda especulativa por moeda e, conseqüentemente, justifica a conservação de recursos líquidos. Para Keynes, o que importa não é o nível absoluto da taxa de juros, mas o seu grau de divergência quanto ao que se considera um nível razoavelmente seguro dos juros.

- **DETERMINAÇÃO DO INVESTIMENTO**

O investimento na teoria clássica é uma função da produtividade marginal do capital e da taxa de juros. Já para Keynes o investimento é uma função inversa da taxa de juros (dadas as expectativas de longo-prazo dos empresários).

O determinante aqui é o abandono da idéia de que a economia gira em torno de um único ponto de equilíbrio, o pleno emprego. É o abandono da idéia de que a taxa de juros representa a variável de ajuste entre poupança e investimento.

Em sua obra, Keynes começa definindo a renda do capitalista microeconomicamente, depois o consumo agregado e por fim a poupança como parcela da renda não destinada ao consumo. Define o investimento como a adição corrente ao valor do equipamento de capital que resultou da atividade produtiva. Corresponde ao investimento bruto menos o custo do uso desse equipamento e suas variáveis determinantes. Assim, em conjunto, o excedente da renda sobre o consumo, que podemos chamar de poupança, não pode ser diferente da adição a equipamento de capital, que chamamos de investimento.

A igualdade entre poupança e investimento não decorre da igualdade dos fluxos de empréstimos e demanda por investimentos, intermediada pelas variações da taxa de juros, como postulavam os clássicos. Mas sim, corresponde a uma relação bilateral entre a venda e compra de um bem. O que permite que a decisão de investimento seja concretizada, independente da existência anterior de poupança por parte do capitalista é a existência de financiamento, que em Keynes se liga à expansão da liquidez através do sistema de crédito.

Na economia monetária de Keynes a criação de crédito faz com que os empresários comandem recursos, não sendo necessário a decisão de aumentar a poupança. A renda vai depender do investimento e do consumo agora, sendo as decisões de gasto dos capitalistas tomadas antes da criação dessa renda. É o financiamento a variável que vai permitir a decisão de investimento sem a existência de uma poupança pré-estabelecida. Esse financiamento está intimamente ligado à liquidez do mercado de crédito. Portanto, o financiamento nesse modelo é regido essencialmente pelo crédito criado pelos bancos comerciais.

Podemos dizer então, que a decisão de investir não obriga uma poupança prévia, já que é possível a criação de poder de compra através do sistema financeiro. É a decisão de investir que irá gerar um montante necessariamente equivalente de poupança, resultado da renda criada não consumida.

1.4 - O DEBATE DE KEYNES COM OHLIN E O MOTIVO FINANÇAS DE DEMANDA POR MOEDA

Após a publicação de A Teoria Geral surgiu um debate entre Keynes, Ohlin, Robertson e outros, sobre os determinantes da taxa de juros. Neste debate, teóricos dos fundos emprestáveis apresentaram suas teorias sobre juros em contraste com a teoria da preferência pela liquidez de Keynes.

Os primeiros afirmavam que a taxa de juros era determinada pela demanda e oferta de crédito, e que esta, por sua vez, dependia do desejo dos investidores de poupar ou investir. Esta escola acreditava que o mercado de crédito operado pelas intermediações financeiras funcionava como os bancos, onde poderiam reduzir os limites de oferta e demanda de capital.

Keynes, em contrapartida, defendia a idéia de que a taxa de juros não era o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível.

Contudo, alguns importantes pontos foram propostos por Keynes, em particular, um novo motivo para demandar dinheiro, o motivo finanças (finance motive). E uma importante distinção foi esclarecida, entre o conceito de finance e funding, que esclarece a razão e o papel da poupança na acumulação de capital e nos problemas do crescimento econômico. Mas a parte principal da sua crítica vem da teoria dos fundos de empréstimos relacionada com o crédito e a questão dos problemas de dívidas.

Para os autores da TFE, ofertar crédito significava transferir poder de compra para os tomadores de empréstimos que estavam limitados pelo poder de compra real daqueles que escolhiam não gastar. Keynes defendia sua posição e definiu de que maneira bancos, intermediação financeira, dinheiro e poupança deveriam interagir. Na TG, Keynes omitiu a discussão sobre o processo de formação de capital. Para complementar essa discussão ele publicou artigos no *The Economic Journal*, introduzindo seu conceito sobre os fundos disponíveis para investimento, o financiamento.

Embora concordasse com Keynes que a taxa de juros não deveria ser determinada pela relação entre investir e poupar, Ohlin, que era seu principal crítico, rejeitava a teoria da preferência pela liquidez como explicação da taxa de juros. Na sua visão era muito mais natural ver a taxa de juros como o preço pago pelos devedores para obter crédito do que aceitar que a maioria da demanda por crédito viria de pessoas com planos de investir.

Para reafirmar seus argumentos Keynes primeiro introduziu o conceito do motivo finanças para demandar dinheiro, que era definido como a demanda por dinheiro para cobrir o período entre o momento em que a decisão de investir é tomada e o momento em que o investimento realmente ocorre. Apontava que o finance motive era parte de sua teoria monetária do juro e que a poupança não teria nada a ver com esse motivo.

Em fim, o ponto central do debate entre Keynes e Ohlin era a oposição quanto à natureza e o papel do sistema bancário numa economia monetária e o papel que a poupança desempenha no financiamento do investimento e na determinação da taxa de juros. Keynes enfatiza que os bancos têm a exclusiva função de criar dinheiro entre as instituições financeiras, enquanto Ohlin defendia que os bancos seriam intermediações financeiras como qualquer outra, com a habilidade de aumentar o limite de crédito pelos poupadores. Para Ohlin, bancos ofertam crédito e o preço é a taxa de juros. Mas para Keynes a taxa de juros é a recompensa por parte da liquidez que caracteriza o dinheiro, e dinheiro é o que os bancos produzem.

Este motivo financeiro foi introduzido por Keynes após a publicação da TG*, em resposta a uma crítica feita por Bertil Ohlin³ à TG, ambos publicados na revista *The Economic Journal* em 1937. O motivo financeiro (*Finance Motive*) refere-se mais precisamente à demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto deste tipo mais vultoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital. Neste caso, saldos monetários são mantidos em antecipação à compra de bens de investimento. Esta demanda pode ser satisfeita pela venda de

* Principal livro de Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (*A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*), publicado em 1936.

³ OHLIN, Bertil G. (1899-1979). Economista e político sueco, representante da corrente marginalista especializada em comércio internacional e ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1977.

bens e serviços ou de ativos líquidos por parte do empresário ou com dinheiro tomado emprestado junto aos bancos. O pressuposto é que o investimento planejado (ex ante) pode precisar garantir sua provisão financeira antes que ocorra o investimento, gerando uma demanda temporária e antecipada de moeda para uma despesa excepcional. Conseqüentemente, a demanda por moeda pelo motivo financeiro resulta-se ao nível agregado da taxa de investimento.

1.5 - O PROCESSO DE FORMAÇÃO DE CAPITAL: AS ETAPAS DE FINANCE E FUNDING DO FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO

Contudo, na etapa do finance, como vimos na sessão anterior, esta retenção de fundos por parte das empresas é provisória, uma vez que o dinheiro retorna à circulação monetária logo que as máquinas ou equipamentos são comprados, voltando parte dele aos bancos, formando um fundo rotativo, onde, em sua maior parte, o fluxo de novos recursos requeridos para o investimento ex ante é suprido pelo financiamento liberado pelo investimento ex post (não planejado). Caso o investimento esteja se processando a uma taxa constante, o financiamento pode ser provido por um fundo rotativo de quantidade mais ou menos constante, com o empresário tendo o seu financiamento restabelecido para fins de um investimento projetado, enquanto que um outro empresário está pagando pelo investimento que completou. Contudo, se as decisões de investimento estiverem crescendo, o financiamento adicional envolvido constituirá uma nova demanda por moeda.

O motivo financeiro tem um elemento de demanda transacional – uma vez que, tal como esta, relaciona-se a um gasto planejado, um plano definido de gastos – mas com um comportamento diferente, dada a natureza não-rotineira das despesas. É nesse sentido que Keynes afirmou que a demanda financeira fica a meio caminho entre os saldos ativos, tal como a demanda transacional por moeda, e os saldos inativos, tais como as demandas precaucional e especulativa. A demanda financeira por moeda cresce quando os gastos discricionários prospectivos (como bens de capital) aumentam, e não a renda corrente, como no caso da demanda transacional.

Entretanto, na inexistência de títulos de longo prazo (colocados pelas empresas em mercados especializados ou vendidos por bancos universais), o financiamento do investimento implica que ou os investidores ou os intermediários financeiros são obrigados a aumentar sua vulnerabilidade financeira. Quanto menos desenvolvidos os mercados ou a demanda por ativos de mais longo prazo, maior será o problema do descasamento de ativos e mais difícil que agentes privados assumam o financiamento do investimento.

Os mercados de títulos de longo prazo provêm aos aplicadores individuais a liquidez requerida (através de negociações em mercados secundários), tornando atrativos títulos que, para a comunidade como um todo, são por definição ilíquidos. Tais mercados são, portanto os principais mecanismos de mercado pelo qual o investidor produtivo e/ou os bancos universais podem alongar o prazo de seus passivos, diminuindo o descasamento de ativos. A este processo de alongamento é que Keynes chamou de *funding*.

Keynes insistiu em diversas passagens na sua TG e em artigos posteriores a ela que o investimento era a causa *causans* – ou seja, a causa última – na determinação da renda e da poupança, uma reversão de causalidade em relação à visão convencional.

Esta reversão, por sua vez, indica uma hierarquia de agentes dentro dos mecanismos de financiamento da formação de capital em economias de mercado bastante diferentes da apresentada no modelo neoclássico. Dentre os principais pontos a serem destacados nesta hierarquia, temos: (a) bancos, e não os poupadores, são fundamentais na determinação da oferta agregada de fontes de financiamento do investimento e, portanto, na transição entre um escala mais baixa e uma mais alta de atividade; (b) a poupança é um resultado do processo de investimento, e não um pré-requisito para o investimento; (c) a alocação das poupanças geradas no processo de multiplicação da renda é importante no processo de administração dos problemas resultantes do crescente descasamento de vencimentos ao longo do crescimento econômico; e (d) é a preferência pela liquidez dos bancos e dos aplicadores em títulos, não a preferência intertemporal dos consumidores, que determina o volume e os prazos do financiamento do investimento.

O que Keynes quer priorizar é o papel fundamental do sistema bancário na criação de crédito no montante requerido pelos investidores. É esse o diferencial da sua teoria, contornando o problema da falta de liquidez para a imediata implementação de um projeto de investimento.

No entanto, estas diferenças da abordagem de Keynes em relação à visão convencional não são semânticas: o modelo keynesiano possui uma “estilização” própria, com dimensões micro e macroeconômicas, e institucionais do processo de financiamento do investimento – estilização esta que passou a ser conhecido como o Circuito Financiamento-Investimento-Poupança-Funding. Como veremos, esta abordagem tem conseqüências importantes na análise da intermediação financeira e do financiamento em economias de mercado, colocando novas questões sobre a institucionalidade dos sistemas financeiros e sobre o papel, o funcionamento e a eficiência dos sistemas financeiros em uma economia de mercado.

1.6 - O CIRCUITO FINANCIAMENTO-INVESTIMENTO-POUPANÇA-FUNDING

A poupança gerada é importante no modelo de Keynes, na medida em que sua alocação será a fonte de consolidação financeira das obrigações de curto prazo das empresas. No estágio do Finance os investidores adquirem ativos de longo prazo de maturação com endividamento de curto prazo. O empresário precisa estar seguro que acabará substituindo suas obrigações de curto prazo por uma emissão de longo prazo. Essa emissão pode ser em forma de títulos de longo prazo, ações, debêntures, etc. É aí que entra o papel da alocação da poupança gerada no período. O circuito Financiamento – Investimento – Poupança – Funding e seu mecanismo institucional não se dá de maneira objetiva no pensamento de Keynes. Portanto, tomaremos uso da interpretação de Davidson (1986) para uma melhor análise dessa relação.

Davidson⁴ destaca esse processo didaticamente através das seguintes etapas: - O financiamento inicial do investimento é realizado através do crédito bancário de curto prazo. – O financiamento implicará na compra dos bens de

⁴ Professor Paul Davidson é o editor do The Journal of Post Keynesian Economics. Teve importante destaque nos debates entre Keynesianos, Monetaristas e Pós Keynesianos. Também discutiu qual dessas teorias seria mais relevante para enfrentar os problemas econômicos do século passado.

investimento necessários ao processo de produção. Na economia monetária de Keynes esse investimento resultará em saldos adicionais de renda que ao fim do processo multiplicador, formará uma poupança igual ao investimento inicial financiado. O próximo passo é a necessidade de Funding.

A empresa irá negociar junto ao seu banco de investimento ou outro intermediário financeiro, a colocação de títulos de dívida de longo prazo no mercado, para permitir a consolidação de seu passivo de curto prazo. Isso se deve pelo fato de que o investimento possui um longo prazo de maturação e os fluxos de caixa dos períodos subseqüentes ao investimento serem insuficientes para arcar com os compromissos assumidos para o financiamento. O Funding pode ser realizado de duas formas: pela venda direta de títulos de longo prazo (primários ou secundários) ou pela compra de títulos de longo prazo por parte dos intermediários financeiros.

Contudo, para que o processo de funding seja possível, faz-se necessário a existência de instituições financeiras (bancos de investimento, mercado de capitais, etc.) que possibilitem tais tipos de transações e que os agentes estejam dispostos a adquirir títulos de longo prazo, que vai depender de diversas variáveis, como grau de desenvolvimento de mercados secundários, taxas de inflação, incertezas na economia e outros.

Portanto, no que se refere ao financiamento do investimento, esta função do sistema financeiro pode ser dividida em dois tipos de operações: - O financiamento (finance), que em geral cabe ao sistema bancário e corresponde à criação de crédito de curto e médio prazo que possibilite o início do processo de investimento e – O Funding, que corresponde à consolidação financeira dos passivos de curto prazo das empresas.

1.7 - SISTEMA FINANCEIRO

De acordo com o que vimos até aqui, podemos determinar duas funções básicas do sistema financeiro no que se refere ao processo de investimento. A criação de poder de compra necessário ao financiamento inicial (finance); e a transformação financeira dos passivos de curto prazo das empresas em obrigações de longo prazo (funding).

O sistema financeiro, de uma forma mais abrangente, constitui-se do conjunto de mercados e instituições especializadas na intermediação de recursos. Para uma maior compreensão da funcionalidade do sistema financeiro, podemos analisar a relação entre desenvolvimento econômico e financeiro. Para isso vamos utilizar o conceito teórico proposto por dois economistas de origem neoclássica John Gurley e Edward Shaw.

Esses dois autores procuram desenvolver a correspondência entre a acumulação de débito e crédito, que caracteriza o papel do sistema financeiro como incentivador, ou por vezes, empecilho ao crescimento econômico. Objetivando desenvolver um modelo de maior clareza entre o papel das relações financeiras no âmbito do crescimento, buscam uma classificação dos agentes econômicos de acordo com sua participação na estrutura financeira. Essa classificação foi possível através de equações de usos e fundos básicos que vamos ver a seguir.

(1.7.1) $E - R = D - FA$, onde R representa as receitas obtidas pelos agentes, E as despesas correntes no período, D o acréscimo no passivo (endividamento) e FA o acúmulo de ativos financeiros.

Dentre os agentes, as unidades com orçamento equilibrado (UOE) são aquelas cujas despesas são totalmente financiadas pelas suas receitas, ou seja, seu investimento financeiro líquido (FA-D) é zero. Também caracterizamos as Unidades Deficitárias como aquelas em que suas receitas são inferiores às suas despesas. Portanto podem financiar seu déficit através da diminuição de seus ativos ou aumento do endividamento, de modo que seu investimento financeiro líquido seja negativo. Para finalizar, de maneira contrária, as Unidades Superavitárias são aquelas cujas receitas superam seus gastos, acarretando num investimento financeiro líquido superior a zero.

A partir da classificação dos agentes econômicos acima, podemos chegar no nosso objetivo, definir as técnicas de financiamento possíveis. Dentre elas destacamos: I Auto-Financiamento – se referem à forma de financiamento das UOE, que utilizam recursos próprios para realização dos gastos correntes. II Financiamento Externo – corresponde ao financiamento dos déficits das Unidades Orçamentárias Deficitárias, que se subdivide em: Financiamento Direto e Indireto. O financiamento direto se dá através da venda de títulos de dívida das UOD diretamente às UOS. No Financiamento Indireto há a intermediação das instituições financeiras, que compram títulos primários das UOD e vendem como títulos secundários às UOS.

O financiamento para Gurley e Shaw então, corresponde ao aumento do passivo das unidades deficitárias, através da emissão de títulos de dívida e a aquisição destes mesmos títulos por parte das unidades superavitárias. Acarretando assim, que o aumento do endividamento líquido da economia, será determinado pela intersecção entre as curvas de oferta e demanda desses títulos. Ou seja, o papel essencial do sistema financeiro é o de adquirir títulos primários emitidos pelas unidades deficitárias, captando os recursos necessários através da emissão de títulos secundários juntos aos agentes superavitários, conciliando os prazos e a liquidez requerida pelos agentes.

A teoria financeira tradicional apresenta ainda o sistema financeiro como sendo dividido em duas categorias básicas de instituições. As que constituem o sistema bancário (monetário) e as que compõem os sistemas não monetários, compostos pelos demais intermediários financeiros.

Esse sistema financeiro, portanto, compõe-se de instituições especializadas que competem entre si pela captação dos saldos ociosos dos agentes. Na medida em que estes saldos são transformados em saldos ativos, através de seus empréstimos, todos os intermediários financeiros criam crédito. No entanto, para cumprirem o papel de criadores de crédito, essas instituições dependem sem exceção, da disposição do público em absorver seus títulos de dívida secundários, que serão a fonte de captação dos recursos necessários para a realização dos seus empréstimos e do seu devido financiamento.

Essa criação de crédito através da relação das unidades deficitárias e superavitárias proporciona um aumento do nível de renda, e do endividamento da economia, acarretando na crescente importância do sistema financeiro. O modelo de Gurley e Shaw nos permite então, visualizar a importância do desenvolvimento do sistema financeiro para o crescimento econômico.

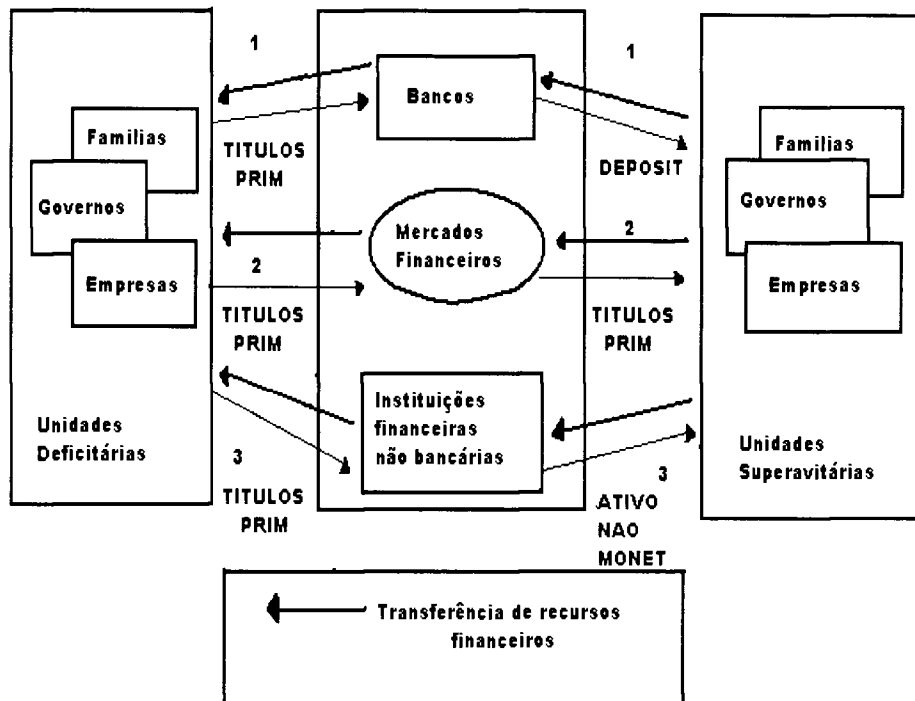


FIGURA 1 – MODELO DE GURLEY E SHAW

Colocando os instrumentos de Gurley e Shaw em contato com o arcabouço de Keynes podemos identificar que, ao criar crédito, o sistema financeiro gera as receitas adicionais das unidades superavitárias, da mesma forma que o

financiamento precede a criação de poupança. Deste modo o papel do sistema financeiro no investimento é essencial, pois: cria poder de compra adicional necessário à captação de recursos para realização do investimento e também permite a transformação dos passivos de curto prazo (funding) em passivos de prazos mais compatíveis com as condições de pagamento de cada empresa.

O objetivo central deste capítulo foi apresentar uma discussão das principais idéias de Keynes sobre o funcionamento da dinâmica do papel da intermediação financeira no financiamento do investimento.

Contudo, a visão Keynesiana sobre o processo de financiamento se diferencia de forma fundamental daquela convencional. Nesta visão, a restrição financeira primordial ao investimento é a oferta de financiamento, ou seja, oferta de crédito bancário financiado a partir da criação de moeda (depósitos) dos bancos. O volume de poupança seria determinado pelo investimento, e sua importância estaria ligada mais à forma como ela é alocada ao longo do processo multiplicador de renda.

Portanto, a forma como a poupança é alocada determina o grau de fragilização financeira da economia no crescimento. Esta alocação, por sua vez, depende em grande medida da existência de instituições especializadas em administração de risco e mercados especializados em títulos financeiros com distintos prazos. Neste sentido, a análise Keynesiana ressalta a importância do contorno institucional através do qual o circuito financiamento-poupança-funding se realiza, e o fato de que o subdesenvolvimento de mecanismos de financiamento adequados pode gerar níveis de investimento e, conseqüentemente, poupança baixos, e um crescimento econômico financeiramente frágil.

Dentre o plano fundamentalmente conceitual e teórico utilizado, a abordagem keynesiana nos permite concluir que o sistema financeiro possui papel significativo na alavancagem da acumulação, no que se refere a: - Criar poder de compra necessário para o financiamento corrente e início do processo de investimento; e - Possibilitar a transformação dos passivos de curto prazo das empresas em passivos com prazos e condições compatíveis com seus ativos de longo prazo.

Keynes, portanto, na Teoria Geral, demonstra que numa economia monetária, o investimento não só independe de poupança prévia, como gera no final do processo multiplicador da renda, uma poupança equivalente a este investimento. O que é imprescindível ao investimento é o Financiamento, e neste sentido, o papel do sistema financeiro é criar poder de compra para que o capitalista mobilize os recursos necessários ao projeto de investimento.

CAPÍTULO 02 – RELAÇÕES FINANCEIRAS

Nesta seção passa-se à discussão de mercados financeiros, em que se distingue mercados de crédito dos mercados de capitais, onde cada tipo de mercado está definido em termos do canal de transferência de recursos utilizado.

A maior parte do investimento, numa economia de mercado, não resulta da decisão de não consumir o produto disponível para reutilizá-lo na produção. Ao contrário, o investimento resulta da decisão de produzir máquinas e equipamentos, de construir edificações, de instalar infra-estruturas, de preparar capital humano especificamente para fins de acumulação de riqueza. O investimento é o resultado de uma decisão prévia de se produzir os bens que servem para produzir outros bens.

No entanto, é necessário que o investidor tenha dinheiro para comprar estes bens e poder concretizar suas decisões. Esse dinheiro pode ser obtido, grosso modo, de duas formas. O investidor pode possuí-lo previamente, isto é, ele pode ter economizado parte de suas rendas passadas ou ter recebido uma herança, ter ganho na loteria etc. Neste caso, investir se resume a transformar esse dinheiro em bens de investimento. Mas é possível que o investidor potencial não tenha recursos para comprar os bens requeridos. Nesse caso, as economias capitalistas modernas descobriram um instrumento poderoso de viabilização do investimento: o desenvolvimento e o aprofundamento das relações financeiras entre os agentes econômicos.

Relações financeiras são estabelecidas sempre que um agente econômico é capaz de transferir o comando sobre recursos para terceiros, contra o reconhecimento de uma obrigação (e de seu serviço) por parte do beneficiário. Ela serve, assim, para viabilizar a separação entre quem possui comando sobre a renda social e quem vai utilizá-la efetivamente. A mais simples e fundamental forma de relação financeira é o crédito.

Segundo CARVALHO (2001, pg 236):

“Uma relação de crédito se estabelece, genericamente, quando um agente empresta recursos a outro por um prazo determinado e é remunerado por isto, através do pagamento de juros. Já disse Schumpeter que a característica mais distintiva do capitalismo moderno reside exatamente no desenvolvimento de sistemas de crédito. Keynes também escreveu que a construção de um sistema de contratos em moeda, pelos quais se transfere recursos de um agente para outro e se definem as obrigações de cada parte, é o que separa a civilização moderna de formas mais primitivas e menos eficientes do ponto de vista produtivo de organização social.”

Sistemas financeiros constituem-se de instituições e mercados voltados para a viabilização de transações com promessas de pagamento a ser realizado no futuro, feitas por agentes, que se tornam assim devedores; e aceitas por outros agentes, como direitos a serem exercidos na mesma data, tornando-os com isto credores dos primeiros. Sistemas financeiros mais sofisticados permitirão também a negociação de títulos de propriedade em que se transacionam expectativas de pagamento, solidarizando-se todas as partes como co-proprietárias de um dado empreendimento. Aqui são comprados e vendidos, portanto, direitos de propriedade, chamados de ações de uma empresa.

Sistemas financeiros, por tanto, permitem que aqueles que acumulam ou herdaram recursos, mas que não têm capacidade ou desejo de empregá-los produtivamente, possam transferi-los para os que se dispõem a empreender, a inovar, a contribuir para o desenvolvimento das atividades produtivas. Relações financeiras servem assim para alavancar o desenvolvimento econômico.

Contudo, os mercados financeiros englobam todas as transações que são feitas com obrigações emitidas por agentes deficitários⁵ ou por intermediários financeiros que busquem canalizar recursos para eles. Esses mercados são regulados por instituições e práticas de funcionamento que são, em parte, fixados pelos próprios participantes nessas transações, e, em outra parte, por instituições do Estado. Mercados específicos tomam a forma que for necessária à viabilização das transações,

⁵ Aqueles que pretendem gastar correntemente mais do que sua renda. Para que isso seja possível, é preciso que alguém financie estes gastos excedentes, isto é, esteja disposto a transferir parte de sua renda para estas unidades deficitárias para lhes permitir cobrir aquele dispêndio. Estes agentes, portanto, emitirão obrigações, isto é, um passivo, a serem saldadas no futuro.

dependendo das classes de ativos negociadas em cada um. Os ativos por sua vez, distinguem-se pelos riscos que envolvem, pelo perfil de retornos que oferecem, pela complexidade das disposições que regulam o cumprimento das obrigações e pelas garantias que cercam o seu serviço.

Também é imprescindível para se definir como se organizam os mercados, saber se todos esses elementos são compreendidos pelo público em geral ou se são acessíveis apenas a indivíduos especialmente preparados para lidar com tais informações. Por esta razão, quando temos que analisar a operação dos mercados financeiros existentes, na realidade, temos que reconhecer que há vários tipos de mercados a serem considerados, e que tipos diferentes serão mais adequados a classes de ativos específicas. Podemos reconhecer essas diferenças, grosso modo, de várias maneiras. Se distinguirmos os mercados pela natureza da transação financeira e do contrato resultante, encontraremos mercados de crédito, por um lado, e mercados de títulos por outro, dentre outros.

2.1 – MERCADOS DE CRÉDITO E MERCADOS DE TÍTULOS

No mercado de crédito, identificam-se as duas partes que realizam o empréstimo. Da operação resultam obrigações que são, em princípio, intransferíveis ou não-negociáveis. Isto porque os contratos tendem a ser desenhados de modo a satisfazer as demandas específicas dos tomadores e dos emprestadores em termos de taxas de juros, prazos, garantias e outras disposições relevantes para as partes. Já nos mercados de títulos, ao contrário, despreza-se as diferenças de cada parte interessada. Os contratos resultantes podem não ser negociáveis, mas obedecem de qualquer forma a regras de padronização que tornam os títulos de natureza semelhante substitutos entre si. Quando podem ser negociados, isto é, revendidos em mercados secundários, esses títulos ganham liquidez, ou seja, aumentam sua capacidade de conversão em dinheiro.

No entanto, ambos englobam diversos segmentos que obedecem a regras e motivações diferentes. Assim, o mercado de crédito se desdobra em dois segmentos

muito importantes, o de crédito de longo prazo e o de crédito de curto prazo. Ao mesmo tempo, nos mercados de títulos se transacionam não apenas papéis diferenciados de acordo com a duração do contrato, como também papéis que correspondem a compromissos de natureza econômica e jurídica diferentes. Deste modo, podemos identificar mercados de papéis de curta duração, com até três meses de maturidade (este segmento é chamado de mercado monetário) opondo-se aos papéis de maturidade maior. A característica mais relevante para essa determinação é que papéis de curta duração não estão sujeitos ao risco de capital, ou seja, risco de haver variação de valor entre a compra e a venda do papel. O possuidor de papéis de maturidade mais longa pode querer convertê-los em dinheiro antes de sua data de redenção, vendendo-os nos mercados secundários. Esses papéis correm o risco de capital porque seu preço, quando da sua colocação à venda, pode não ser o mesmo da sua compra. Se a maturidade do contrato é pequena, porém, seu valor é resgatado pelo valor de face, ao invés de ser vendido em mercados secundários e recebe-se como principal exatamente o que foi emprestado.

De acordo com CARVALHO (2001, pg 241):

“Mercados primários referem-se à colocação inicial de um título, isto é, à sua primeira operação de compra. Mercados secundários, por sua vez, são aqueles criados para permitir a negociação contínua de papéis emitidos no passado, isto é, para operações de compra e venda posteriores à primeira colocação. Como fonte de financiamento para o gasto das unidades deficitárias, são os mercados primários que contam mais diretamente, porque é aqui que são canalizados recursos para essa classe de agentes. Já mercados secundários são importantes para dar liquidez aos papéis existentes. Sua existência significa que, para os que possuem títulos de uma determinada classe, existe uma demanda de reserva disposta a absorvê-los, ainda que a preços que podem ser variáveis. Assim, a mera possibilidade de colocação do ativo em um mercado secundário contribui para acalmar os temores dos investidores, permitindo aos emissores do papel pagar uma remuneração menor ao comprador. Deste modo, mercados secundários líquidos e organizados contribuem indiretamente para o financiamento da atividade de investimento.”

Já entre os papéis de maturidade maior, podemos distinguir dois tipos de contratos: os títulos de propriedade, como ações de empresas de capital aberto e os títulos de dívida, como bônus, notas promissórias, debêntures etc. No caso dos títulos

de propriedade, o agente superavitário⁶ se torna na verdade sócio do agente deficitário, como resultado do processo de financiamento. Como sócio, o agente superavitário não tem o direito de cobrar de volta os recursos que cede, mas ganha, em troca, a possibilidade de compartilhar os lucros do empreendimento em pé de igualdade com o empreendedor a quem financiou. Já com os títulos de dívida, o repasse de recursos se dá por um prazo determinado e é remunerado não por uma participação nos lucros, mas por uma taxa de juros. Contudo, os papéis de maturidade mais longa, sujeitos a variações de valor de mercado em relação a seu valor de face, são transacionados no mercado de capitais, que, por sua vez, se desdobra nos mercados de dívidas e de ações.

2.2 – SISTEMAS FINANCEIROS BASEADOS EM MERCADO E SISTEMAS BASEADOS EM CRÉDITO

Como já vimos, sistemas financeiros são definidos pelo conjunto de mercados financeiros existentes numa dada economia, pelas instituições financeiras participantes e suas inter-relações e pelas regras de participação e intervenção do poder público nesta atividade.

O modo mais adequado para darmos uma classificação aos sistemas financeiros seria através da relação que predomina entre quem toma emprestado e quem cede os recursos, além é claro, do perfil das instituições que promovem a circulação dos recursos entre eles. Definindo-se qual o contrato existente entre quem aplica e toma emprestado o dinheiro na economia podemos definir se o sistema financeiro é baseado em crédito ou baseado em mercado de capitais. Ao mesmo tempo, se soubermos com exatidão as funções exercidas por cada instituição financeira na formulação desses contratos, poderemos identificar se essas instituições podem operar de forma diversificada ou restritas a segmentos da economia.

⁶ Consiste dos agentes cujos planos de dispêndio corrente são inferiores à sua renda esperada para o mesmo período. Assim, o excedente da renda sobre seu dispêndio corresponderá à sua demanda por ativos financeiros, que são direitos sobre a renda futura de outros agentes.

Fundamentalmente, ao tentar se definir qual o contrato existente entre as partes, busca-se distinguir entre sistemas onde predomina a captação de recursos através da intermediação financeira ou através da desintermediação financeira. Quando definimos a função de cada instituição chegamos à classificação dos tipos de instituições financeiras que operam em uma dada economia. As funções exercidas por instituições financeiras, por sua vez, (banco comercial, banco de investimento, companhias financeiras, etc.) podem ser exercidas por instituições especializadas ou por instituições dedicadas a múltiplos propósitos, dependendo do interesse das empresas que operam no mercado financeiro e das regulações que regem suas atuações.

Nas palavras de CARVALHO (2001, pg 242) :

“Relações financeiras intermediadas são aquelas em que uma instituição financeira interpõe suas próprias obrigações no processo de canalização de recursos do prestador último ao tomador último. Tipicamente, os bancos aqui, operam captando depósitos, isto é, assumindo obrigações junto aos depositantes, usando os recursos assim obtidos para comprar ativos sob a forma da dívida dos tomadores. O depositante, por tanto, empresta ao banco, não ao tomador último. O mercado de crédito, é neste sentido, intermediado. Em contraste, relações desintermediadas são aquelas em que o prestador último retém consigo diretamente obrigações do tomador final, como, por exemplo, na colocação de commercial papers junto a fundos de mercado monetário, ou de bônus emitidos por empresas ou governos junto a fundos de pensão, ou de ações de empresas junto a famílias ou fundos de investimento. Nesse tipo de relação financeira o papel da instituição financeira é diverso do anterior, limitando-se à promoção da colocação de papéis, isto é, à corretagem de valores, portanto, mercado de capitais referem-se, assim, a operações desintermediadas.”

No entanto, a avaliação sobre quais formas organizativas são mais eficientes divergirá de país a país. Diferentes países adotarão regras diferentes com relação a como os mercados podem operar e como as instituições financeiras podem exercer as funções que os mercados demandam. Também contarão muito as preferências políticas e culturais de cada nação. Alguns preferirão constituir instituições financeiras grandes e sólidas. Outras julgarão mais eficientes as instituições pequenas e ágeis. Alguns irão definir um amplo papel para o Estado na regulação e supervisão de operação dos mercados financeiros. Já outros preferirão deixar a responsabilidade pela operação desses mercados aos agentes privados, e assim por diante. Não há critérios objetivos que possam definir, abstratamente, qual arranjo é superior, criando um modelo

cientificamente mais eficaz a ser implementado por todos. Embora se possa, por um lado, dizer que certas formas de organização são, se não melhores para a sociedade, pelo menos mais competitivas que outras.

2.3 – A QUESTÃO DA INFORMAÇÃO

Além dos custos do financiamento, outra importante questão é afetada pelo modo como os mercados são organizados e operam. A segurança do sistema financeiro também depende de como estes mercados são estruturados. Espera-se que mercados de crédito se mostrem mais seguros do que mercados de títulos, porque nos primeiros os transacionadores se conhecem melhor do que nos segundos. Em mercados de crédito estabelecem-se com freqüência relacionamentos de longo prazo entre as partes, o que não ocorre nos mercados de títulos, onde as transações são normalmente anônimas, especialmente se têm lugar em mercados públicos⁷, como bolsas.

Em grande medida, as distinções apresentadas nada mais são do que diferentes formas de se afirmar a importância da informação na operação dos mercados financeiros. Mercados públicos, por exemplo, são aqueles em que a informação relevante à celebração de um contrato financeiro está ao alcance de qualquer um. Já em mercados privados⁸, de balcão, a informação é um privilégio de poucos, que procuram mantê-la restrita, fora do alcance de outros interessados. A natureza e a disponibilidade da informação é fundamental também para distinguir mercados primários e secundários, ou melhor, para que se estabeleça a possibilidade de existência de mercados secundários.

A questão da informação é, porém, mais do que importante, ela é decisiva para a oposição entre relações financeiras intermediadas e desintermediadas.

⁷ Mercados públicos são aqueles cujas condições de operação permitem a qualquer participante potencial usufruir, em princípio, das mesmas vantagens que qualquer outro participante. Os termos dos contratos são conhecidos e acessíveis a todos. Esses mercados são competitivos e neles vale a “lei do preço único”, isto é, as taxas de juros tendem a um valor único para contratos de mesma natureza.

⁸ Os mercados privados não são acessíveis a todos os participantes. Nestes, as transações são feitas à margem dos mercados públicos em condições que são acordadas de forma bilateral. Nos mercados financeiros essas operações são comumente referidas como operações de balcão.

Tradicionalmente, a escolha entre um e outro tipo de relação financeira depende fundamentalmente das características do negócio de que se trate. Quando se trata de operações em que as informações necessárias para a contratação de recursos não são públicas, tendo sua disponibilidade dependente de investimentos na constituição de cadastros e outros meios desta natureza, e em que o acompanhamento da utilização dos recursos exija aparatos especializados, relações intermediadas tendem a ser mais eficientes. Bancos estabelecem relações de longo prazo com clientes, desenvolvem meios de avaliação de projetos, entre outros procedimentos, para obter a informação necessária à decisão de aplicação de recursos. Já operações desintermediadas são mais adequadas para as operações em que as informações estão disponíveis de forma mais aberta a todos os interessados, dispensando habilidades específicas para sua avaliação. Assim, entender como o sistema financeiro de um país lida com o problema da informação é a chave para entender seu desenvolvimento.

Mais recentemente tem sido apontada como razão para a definição de normas regulatórias, também a possível assimetria de informações entre as partes de contratos financeiros. A livre operação dos mercados é usualmente considerada eficiente quando várias condições são cumpridas, especialmente no referente à transparência das operações, isto é, da livre disponibilidade das informações relevantes a todas as partes envolvidas na transação. Em contraste, quando a informação é distribuída de forma assimétrica, temos uma situação semelhante à de um monopólio, em que uma das partes é capaz de extrair vantagens da outra, ao contrário do mútuo benefício que se espera resultar da operação de mercados perfeitamente competitivos.

Informações privilegiadas podem ser acessíveis, naturalmente, a ambos os lados de uma transação. Clientes de uma instituição financeira podem não revelar suas reais intenções quando completam uma operação de empréstimo, por exemplo. Há óbvios incentivos à ocultação dos riscos que cercam alguma utilização de recursos que poderiam encarecer a tomada de crédito necessária para sua viabilização. Considera-se, contudo, normalmente, que as instituições financeiras têm vantagens na coleta e processamento de informações que não são acessíveis a grande parte dos clientes potenciais, especialmente aqueles de menor renda, nível de educação, etc. Por outro

lado, a defesa das instituições já é praticada com base, por exemplo, em leis de falência, etc. Por isso, considera-se que a assimetria de informações é algo que prejudica principalmente o cliente de instituições financeiras, e, mais especificamente, os pequenos clientes, aqueles que não têm muitas escolhas, nem recebem maior atenção dos funcionários das instituições onde fazem seus investimentos ou obtêm seus empréstimos. Com a percepção de que os riscos cresceram definiu-se a necessidade de criação de normas regulatórias de proteção ao consumidor de serviços financeiros. Tais normas podem variar desde a exigência de tornar certas informações estratégicas disponíveis para os interessados, isto é, a busca de transparência, até a imposição de limites às formas de operação de instituições financeiras, semelhantes àquelas que já se impunham ao setor bancário.

Especialmente no que tange a países emergentes, há uma visão amplamente compartilhada de que os sistemas de administração das instituições financeiras domésticas são especialmente ineficientes. Embora essa fraqueza também se possa manifestar em instituições financeiras que operam em países mais desenvolvidos, nos países em desenvolvimento a ineficiência, especialmente na gestão de riscos, é considerada endêmica, exigindo critérios mais duros por parte dos reguladores e atenção redobrada dos supervisores.

Contudo, no caso de economias em crescimento, em que o financiamento se baseia em crédito bancário, o racionamento de crédito não se dá somente porque existe assimetria de informações, mas também por três outros motivos:

- ou porque os níveis de alavancagem bancária alcançam os limites máximos aceitos pelos bancos, na medida em que estes acomodam as demandas crescentes por créditos;
- ou porque os dados necessários para a análise de crédito não estão disponíveis aos bancos – como é o caso de novos clientes;
- ou porque os dados são inexistentes e/ou os disponíveis não podem ser utilizados como guia de avaliação precisa dos riscos dos clientes potenciais.

Assim, no contexto de crescimento, o racionamento de crédito mais relevante se deve a uma seleção mais criteriosa dos crescentes riscos percebidos de crédito de

empréstimos. Este racionamento tende a favorecer empresas já consolidadas com garantias reais de valor mais elevado. Isto, por sua vez, pode implicar a exclusão de empresas novas e/ou pequenas e/ou projetos de investimento com retornos excessivamente longe e/ou incertos.

No entanto, identificar as estratégias de regulação financeira não é o foco principal deste trabalho, mas sim ressaltar a importância de normas, de controle e de um sistema de informações amplo e diversificado nos sistemas financeiros de mercado e de crédito, onde as operações de financiamento possam se realizar plenamente. A complexa operação dos sistemas financeiros baseados em mercado exige uma ampla rede de intermediações financeiras bancárias e não-bancárias com um forte controle e regulação permanentes. Demonstrando que na maioria dos países emergentes, onde este complexo financeiro não é extremamente desenvolvido, as operações de financiamento geralmente se darão através do sistema de crédito bancário.

2.4 – FUNDING NO MERCADO DE CAPITAIS

Como vimos, o modelo de funding através de mercado de capitais exige uma institucionalidade complexa: além de um arcabouço jurídico e regulatório (que garanta os direitos e mitigue as possibilidades de fraudes), tais mercados são constituídos de agentes com diversos perfis de aplicação: investidores institucionais, como fundos de pensão, em geral têm perfis de mais longo prazo; especuladores compram e vendem tais títulos com prazos menores; e, tipicamente, empresas e governos são ofertantes.

Um dos grandes problemas do desenvolvimento dos mercados de capitais se relaciona aos custos implícitos em mantê-los. Para que a escala seja significativa, o número e o tamanho das empresas emissoras, o valor dos recursos a serem captados e o número e expressividade de demandantes de títulos de longo prazo são fundamentais. O mercado norte-americano, por exemplo, desenvolveu-se na virada do século em função basicamente dos gigantescos projetos ferroviários envolvidos na corrida para o interior na expansão americana. Além do fato de serem grandes empresas as emittentes iniciais, a economia norte-americana do séc XIX possuía uma

distribuição de renda melhor do que a maioria das economias em desenvolvimento contemporâneas. Some-se a isto o crescimento relativamente acelerado da economia, e temos um crescimento significativo e sustentado da demanda por ativos emitidos nestes mercados de capitais.

Entretanto, o financiamento do crescimento com base em crédito bancário também pode gerar fragilidade financeira e racionamento de crédito, ambos representando riscos à continuidade do crescimento: no primeiro caso, porque um processo de instabilidade financeira tende a ter conseqüências depressivas na economia; no segundo caso, porque o crescimento pode ser contido por falta de mecanismos de financiamento do investimento. Uma economia sem sistemas de funding adequados é uma economia com pouco fôlego financeiro para o crescimento econômico.

Assim, o tema mais complexo no financiamento do crescimento é o funding, cujo desenvolvimento institucional envolve, além de um aparato regulatório e de supervisão condizentes, pelo menos quatro questões. No caso dos sistemas com base em mercado de capitais, essas questões se ligam primordialmente e de forma inter-relacionada:

- ao tamanho e profundidade dos mercados de títulos corporativos de longo-prazo; e
- ao tamanho e perfil de aplicação dos investidores institucionais.

No caso dos sistemas de bancos universais as questões se referem:

- ao perfil de aplicação dos investidores financeiros (famílias e investidores institucionais) em ativos desses bancos; e
- ao perfil e potencial papel dos bancos no financiamento de longo-prazo.

CARVALHO (2001, pg 301) explica:

“ Em paralelo à distinção entre sistemas fundamentalmente de mercado (como o dos EUA e os de crédito (como os restantes), há uma segunda diferenciação relevante a se estabelecer, qual seja, entre sistemas financeiros segmentados e os de banco universal. Sistemas financeiros segmentados são aqueles em que diferentes segmentos do mercado financeiro são operados por instituições específicas. O banco universal é um tipo de instituição que, em princípio, é autorizada a operar em qualquer segmento de mercado. O banco universal pode captar e fazer empréstimos tanto de curto como de longo prazos, e, ao contrário do banco norte-americano,

pode tanto trabalhar com depósitos e empréstimos quanto subscrever e colocar ações e bônus privados no mercado.”

A existência de investidores institucionais não só facilita a existência de mercado de capitais robustos, como também estimula o aumento da profundidade e eficiência dos mercados de capitais. Primeiramente, deve-se ter clareza que a expansão dos investidores institucionais (por exemplo, fundos de pensão) não induz por si só a um crescimento da oferta de fundos de empréstimos para o financiamento do investimento. Este crescimento continua atrelado especialmente à renda e à capacidade de poupar das famílias e das empresas.

Contudo, o crescimento e desenvolvimento de investidores institucionais facilitam o casamento entre aplicações financeiras e os prazos normalmente requeridos no processo de investimento produtivo. Isto porque algumas dentre essas instituições – por exemplo, fundos de pensão e seguradoras – possuem passivos de longo prazo, o que lhes permite fazer aplicações de longo prazo, por exemplo em ações e bônus.

Assim, a existência de mercados organizados de títulos de longo prazo (mercados de capitais, por exemplo) e investidores institucionais com perfil de aplicação de longo prazo poderia mitigar tal problema de descasamento de ativos. Isto porque as empresas investidoras, após a realização do investimento, poderiam ter acesso à colocação de títulos com vencimentos mais compatíveis com os prazos de vencimento dos seus investimentos, e assim repagar os créditos de curto prazo obtidos junto a bancos comerciais.

Não é por razão distinta que na maioria das economias onde os mercados de capitais são pequenos, o financiamento do investimento se dá através de instituições bancárias universais capazes de captar recursos de longo prazo (o caso dos bancos universais alemães, por exemplo) ou de bancos públicos que utilizam funding com recursos fiscais (no caso da maioria das economias em desenvolvimento). Estas são formas alternativas de evitar os problemas de descasamento de vencimentos que podem restringir a expansão dos financiamentos de longo prazo no crescimento econômico.

Os requisitos para o desenvolvimento de um mercado de títulos bancários de longo prazo esbarram, entretanto, em alguns problemas semelhantes ao

desenvolvimento de um mercado de títulos corporativos: a escala. Na Alemanha, por exemplo, observamos no pós-guerra um grande crescimento da demanda de ativos bancários de longo prazo, fruto:

- da concentração de investimentos no processo de reconstrução e reequipamento industrial;
- pela peculiar atuação dos bancos universais no financiamento direto do processo de acumulação.
- do crescimento econômico associado com uma distribuição de renda bastante eqüitativa;
- da preferência dos poupadores alemães por ativos emitidos por bancos universais, dado o ínfimo tamanho inicial dos mercados de capitais.

Devido ao crescimento da demanda de títulos bancários, seguros e instrumentos de poupança de longo prazo, os bancos universais tiveram a possibilidade de captar recursos com prazos de vencimento distintos, variando de depósitos à vista, até depósitos de mais largo prazo. O resultado é que o processo de administração de descasamentos de vencimentos, base do processo de funding, é feito dentro da própria estrutura patrimonial dessas instituições.

O desenvolvimento de instituições apropriadas para o financiamento e funding da acumulação parece ser um requisito do crescimento econômico financeiramente sólido. Porém, mesmo que suponhamos mercados plenamente desenvolvidos ou existência de bancos com as características dos bancos universais alemães, existiriam ainda problemas gerados por falhas na distribuição de informações e incertezas no processo de intermediação financeira que descrevemos como funding. A problemática do financiamento do desenvolvimento somente será concluída se todos esses aspectos informacionais forem devidamente esclarecidos.

CAPÍTULO 03 – OS CASOS JAPONÊS, ALEMAO E COREANO.

3.1 – O CASO JAPONÊS

Diversos fatores atuaram para que antes do período de crescimento acelerado (pós 1953), o capitalismo japonês tivesse no financiamento indireto o instrumento básico de alavancagem de recursos para o investimento manufatureiro. Primeiramente, cabe observar que durante a guerra, principalmente em seu último ano, a indústria japonesa se encontrava extremamente endividada junto aos bancos comerciais. Posteriormente, as medidas postas em prática pelo governo de ocupação agravaram ainda mais esta situação. As empresas manufatureiras foram impedidas de reavaliar seus ativos – ficando assim sujeitas à tributação de lucro inflacionário – e, além disso, muitas foram obrigadas a quitar suas dívidas de guerra, ficando descapitalizadas. Enquanto isso, os bancos eram tratados pelos americanos de forma diferente, quase privilegiada, diante do que se passava com o setor manufatureiro.

Assim, em decorrência da guerra da Coréia, as indústrias imediatamente pressionaram o setor bancário por mais recursos de curto e de longo prazo. O volume de crédito demandado foi de tal ordem que as instituições financeiras tiveram de recorrer pesadamente aos empréstimos de liquidez do banco central. O Banco do Japão, por sua vez, com o intuito de estimular a retomada da economia, aceitou que esta situação de *overloan*⁹ se prolongasse, sancionando assim o crescimento da liquidez real do sistema financeiro. Desta forma, o crédito pôde se ampliar na frente da produção e, na medida em que esta última se expandia, permitia a liquidação e a renovação ampliada da dívida de curto prazo.

O medo de que a situação de *overloan* viesse a se agravar levou o governo japonês a promover já em 1952 a reforma do sistema financeiro. O objetivo desta

⁹ *Overloan* é um termo inglês incorporado ao Japonês, que é utilizado para descrever uma situação permanente de endividamento excessivo do sistema bancário frente ao Banco Central, permitindo aos primeiros realizar um volume de empréstimos muito maior do que sua própria disponibilidade de recursos

iniciativa era alterar a estrutura institucional do sistema, de forma a criar uma base mais ampla e sólida de captações de recursos, principalmente os de longo prazo.

As mudanças introduzidas foram baseadas no princípio dos bancos comerciais, de acordo com o qual o sistema financeiro deve ser composto por instituições especializadas no crédito de curto e no de longo prazo, além daquelas voltadas para setores específicos como agricultura, pequenas e médias empresas, pesca, etc.

Como decorrência da reforma de 1952, foram criados três bancos de crédito de longo prazo que passaram a deter, com exclusividade, o direito de emissão de debêntures bancários. Surgiram também sete trust banks que com o tempo, passaram a ser, basicamente, instituições financiadoras da aquisição de máquinas e equipamentos a grandes empresas, através da captação de recursos por meio de loan trusts, ou seja, certificados de depósitos de médio prazo. Os bancos municipais (city banks) e regionais (local banks), por sua vez, tiveram suas atividades limitadas à captação de empréstimos de recursos de curto prazo. Os city banks formavam, apesar do nome, um conjunto de treze grandes bancos de caráter nacional que, como veremos adiante, passaram a desenvolver relações muito especiais com os grandes conglomerados japoneses. Os bancos de suas agências e de suas regionais por sua vez eram instituições menores que concentravam a maior parte operações em único distrito. Além destes bancos, o sistema financeiro japonês passou a ser composto por diversos tipos de instituições de caráter mútuo. É o caso dos bancos de poupança e empréstimos mútuos, das associações de crédito, das cooperativas de crédito, das associações sindicais de crédito e das instituições financeiras para agricultura, reflorestamento e pesca.

Apesar da multiplicidade de instituições financeiras existentes no Japão, a estrutura do sistema financeiro tanto no que diz respeito à captação de recursos quanto com relação aos empréstimos se manteve relativamente estável entre 1955 e 1968. Ao longo deste período, a participação dos bancos propriamente dito, apresentou tendência decrescente mas sempre se mantendo entre 60% e 50% do total de recursos movimentados pelo sistema. A maior perda de participação relativa coube aos city banks que, no entanto, sempre se mantiveram como o mais importante grupo de

instituições financeiras. A pequena participação dos bancos de crédito de longo prazo, entre 4,8% e 6% da captação de recursos no período, aparentemente, pareceria, de acordo com os princípios da reforma de 1952, indicar um baixíssimo desenvolvimento da atividade de intermediação de longo prazo. Entretanto, à luz do desenvolvimento japonês do pós-guerra, seria mais razoável esperar-se que o processo de financiamento da acumulação de capital criasse as relações de intermediação que lhe fossem mais funcionais, não se preocupando em respeitar os limites jurídicos de institucionalidade existente.

A distribuição de estrutura temporal dos depósitos de curto e longo prazo inter e intra-grupos bancários revela o importante papel desempenhado pelas instituições comerciais, principalmente os city banks, na captação de recursos de longo prazo, o que aparentemente representa uma enorme distorção com relação aos objetivos das reformas de 1952. Diante deste cenário, caberia agora analisar a estrutura temporal dos empréstimos entre os principais grupos de instituições financeiras. Os bancos comerciais japoneses concentraram no período 1955-68 mais de 90% das suas operações ativas em créditos de curto prazo. Os bancos de crédito de longo prazo, por sua vez, mantiveram cerca de 80% de suas aplicações em operações de mais de 5 anos. Foram estes mesmos bancos juntamente com os trust banks, os que concentravam cerca da metade de todas as operações de longo prazo.

Uma observação apressada poderia concluir por uma importante disfunção dentro do sistema financeiro japonês com os city banks captando grandes volumes de recursos a longo prazo para repassá-los a curto prazo, o que seria no mínimo, um desperdício. Este aparente desajuste é, no entanto, resultado basicamente de uma distorção estatística, pois os city banks, através de operações interbancárias, absorveram a maior parte das debêntures emitidas pelos bancos de crédito de longo prazo. Assim, entre 1955 e 1965, mais da metade do saldo das debêntures bancárias em circulação foram adquiridas pelos bancos municipais e regionais. Além disso, muitas das debêntures e ações emitidas pelas grandes empresas também foram absorvidas pelos city banks associados aos grandes conglomerados.

Dessa forma, pode-se concluir que os bancos comerciais japoneses, principalmente os city banks, cumpriram um papel extremamente importante na mobilização e na intermediação dos recursos financeiros de longo prazo necessários à materialização das decisões de investimento das empresas industriais. Sem dúvida, a agilidade e a flexibilidade destas instituições constituiu um dos fatores importantes para explicar a opção japonesa por um padrão de financiamento indireto.

O nível de endividamento das empresas japonesas vis-a-vis aos países ocidentais era excessivamente alto. Enquanto nos Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha Ocidental durante o pós-guerra possuíam a maior parte do financiamento de fontes internas, no Japão, os fundos externos principalmente do sistema bancário, representavam 2/3 do total de recursos mobilizados.

Neste aspecto observa-se que empresas não-financeiras tinham, a grosso modo, três maneiras de reunir fundos para realizar investimentos. Primeiro poderiam auto-financiar-se no todo ou em parte, através da retenção de lucros ou de reservas de depreciação. Segundo, financiamento diretos de terceiros, através da emissão de ações ou debêntures, ou terceiro, pelo financiamento indireto junto a uma instituição financeira. A opção por uma determinada composição de fundos de financiamento reflete, além dos riscos inerentes ao próprio projeto de investimento em si, as disponibilidades de recursos da firma ou de seu grupo controlador bem como, sua capacidade de acesso aos mercados de valores e financeiro.

Ao nível agregado, no entanto, os determinantes das decisões de financiamento de longo prazo são de outra natureza. O padrão macroeconômico de financiamento se prende menos aos aspectos particulares de cada firma e mais à estrutura institucional dos grandes grupos e do mercado financeiro, às políticas econômicas de curto e longo prazos do governo e ao ritmo de crescimento da economia. Neste sentido, para se compreender o padrão japonês de financiamento indireto faz-se necessário abordar o assunto a partir de três ângulos distintos: como evoluiu o sistema financeiro do país, como se estruturaram as relações entre os bancos e a indústria e qual o papel desempenhado pelo governo neste processo.

3.2 – O CASO ALEMÃO

No que se refere à Alemanha podemos destacar que as operações de financiamento ao comércio internacional e à indústria se restringem aos bancos privados. Esses bancos não se envolvem na captação de depósitos do público, voltando-se mais para a colocação e negociação com títulos, controlando o financiamento das empresas pela operação como banco de investimento. Cabe aos bancos de poupança operar com depósitos públicos e com aplicações em empréstimos pessoais. Entre essas instituições estão as *Länderbanken*, bancos estaduais estatais que operam o sistema de pagamentos e colocam seus excedentes de recursos nos mercados monetários e de capitais. Esses bancos, em grande parte, desenvolveram-se tornando-se universais.

O banco universal é um tipo de instituição que, em princípio, é autorizada a operar em qualquer segmento do mercado. O banco universal, ao contrário do banco japonês, pode captar e fazer empréstimos tanto de curto como de longo prazos, e, ao contrário do banco norte-americano, pode tanto trabalhar com depósitos e empréstimos quanto subscrever e colocar ações e bônus privados no mercado. Em alguns casos, mas não em todos, pode ainda operar no mercado de seguros. Em especial o banco universal alemão é definido como uma instituição de crédito engajada em: aceitar depósitos, fazer empréstimos, descontar notas, prover corretagem de títulos, serviços de custódia, operar fundos de investimento, prover garantias financeiras, prover giro de fundos etc. A legislação bancária alemã permite a existência tanto de organizações universais quanto especializadas, voltadas para nichos específicos de mercado.

Contudo, constituir-se em banco universal significa apenas estar autorizado a oferecer todos os serviços mencionados, não garantindo que o banco operará efetivamente com aquele grau de diversificação. A sofisticação dos mercados financeiros alemães é, na realidade, pequena. Os poupadores alemães exibem, ainda hoje, no geral, uma marcada preferência por depósitos bancários ou pela aplicação em papéis emitidos por bancos, que, por sua vez, se valem desses recursos para fazer

empréstimos. Mesmo se tomarmos como bancos universais aqueles capazes de operar na provisão das várias maturidades e modalidades de crédito, apenas algumas das instituições incorporadas como universais realmente o são. O sistema financeiro alemão pode ser dividido em quatro ramos: 1. os bancos universais privados, dominados por quatro grandes instituições; 2. os bancos públicos de poupança; 3. as cooperativas de crédito; e 4. instituições com funções especiais.

No entanto, a centralização de operações, definidora do banco universal não significa que fundos obtidos de todas as formas sejam canalizados a projetos apenas de acordo com sua rentabilidade esperada. Na verdade, o grau em que esse sistema realiza a transformação de maturidades¹⁰ é relativamente pequena. Exatamente pelos riscos que a operação integrada do banco universal representa para a solvência e a liquidez da instituição bancária, regulações prudenciais são bastante estritas com relação ao uso de recursos. A solvência dos bancos é garantida, antes de mais nada, pela aplicação do “princípio da liquidez”: empréstimos de longo prazo não podem exceder os fundos obtidos por canais de longo prazo. Deste modo, a disponibilidade de fundos de longo prazo está restrita pela estrutura de obrigações passivas dos bancos. Assim, empréstimos de longo prazo estão subordinados à captação de depósitos de poupança ou à colocação de certificados de poupança e títulos do próprio banco.

Dessa forma, os bancos universais alemães podem operar tanto no tradicional mercado de crédito quanto no mercado de capitais. O sistema financeiro alemão, contudo, durante a maior parte do pós-guerra foi um sistema relativamente primitivo, dominado por depósitos bancários, do lado da captação, e pela realização de empréstimos pelo lado da aplicação. Mercado de capitais eram pouco relevantes. Empresas não abriam seu capital e tinham seus títulos de dívida absorvidos pelos bancos. O setor público, com orçamento equilibrado até os anos 70, não contribuiu para a formação de um mercado de capitais através da negociação de dívida pública. Operações de mercado aberto como instrumento de política monetária não eram utilizadas. O predomínio da intermediação bancária se sustentou não apenas pela relativa falta de sofisticação de tomadores e aplicadores, que se contentavam com as

¹⁰ Se refere à absorção de recursos através da criação de passivos com uma certa duração para repassá-los a tomadores pela criação de ativos com uma duração diferente.

formas frágeis de ativos e obrigações disponíveis, mas também pela regulação bancária voltada mais para a preservação do poder da autoridade monetária, do que para o desenvolvimento do mercado. O mercado de capitais alemão é, nessas condições, singularmente atrofiado. As empresas são bastante dependentes de crédito, praticamente inexistindo canais diretos de financiamento. O desenvolvimento de mercados de capitais também foi prejudicado pela inexistência de títulos públicos, dada a prolongada posição fiscal superavitária do governo alemão. Apenas na década de 70 é que o governo federal adotou políticas de demanda agregada que envolveram a geração dos déficits públicos a serem financiados pela emissão de títulos. Em consequência, ainda hoje a política monetária alemã opera através da disponibilidade de crédito, pela manipulação dos mecanismos de redesconto, em contraste com a experiência de outros países desenvolvidos, baseados no uso do mercado aberto.

3.3 – O CASO COREANO

O padrão de financiamento das empresas reflete, evidentemente, a estrutura do sistema financeiro de um país. No caso coreano, a estratégia desenvolvimentista dos anos 60 e 70 assentou-se amplamente, na garantia de suprimento do crédito bancário racionado às indústrias selecionadas com preços preferenciais administrados pelo estado, incentivo este cuja contribuição foi decisiva para o engajamento das empresas nos ambiciosos projetos de investimento e que redundou em elevados níveis de endividamento das empresas junto ao setor bancário e do país junto ao sistema financeiro internacional.

Examinando mais detalhadamente as especificidades da estrutura financeira das empresas da Coreia entre a ascensão dos militares ao poder e a flexibilização financeira dos anos 80 podemos destacar três traços distintos: a alta alavancagem financeira do setor manufatureiro, a preponderância do financiamento indireto e a contribuição dos empréstimos externos. Entre as causas da prevalência das fontes indiretas na estrutura de financiamento das firmas destacamos: a escala dos investimentos, a política de crédito preferencial e as limitações dos mercados de capitais .

A julgar pela competitividade internacional das empresas coreanas, parece ter sido satisfatório o arranjo de financiamento assentado predominantemente no crédito bancário com alocação e termos regulamentados pelo governo. A especificidade das condições que haviam tornado funcional este arranjo só seria desvelada, entretanto, com a recessão internacional e doméstica nos primeiros anos da década de 80. Estes acontecimentos explicitariam a vulnerabilidade deste arranjo ao arrefecimento econômico.

A experiência coreana dá razão também às análises que, reconhecendo a importância das imperfeições dos mercados no mundo real (como concorrência imperfeita, assimetria de informações nos mercados financeiros, economias de escala, ausência de mercados futuros e de risco para determinados tipos de transação etc.)

vislumbram a potencialidade para interferências governamentais que melhorem a alocação do crédito e promovam a elevação do bem-estar econômico.

As restrições nos mercados financeiros impostas pelas dificuldades e custo do acesso à informação presentes nas economias avançadas e, nos países em desenvolvimento (onde são ainda maiores) foram enfrentadas com relativo sucesso na Coreia graças à especificidade institucional que organizou a economia, em grande parte concebida e constituída mediante a interferência do estado. Esta organização criou um viés para horizontes temporais longos e atenuou as restrições ao financiamento das inovações, dos projetos de investimentos de grande envergadura, em capacitação tecnológica e, crescentemente nos anos 80, em pesquisas e desenvolvimento. Com isto, promoveu-se a expansão constante da produtividade e da produção, culminando com a conquista de competitividade internacional em produtos intensivos em conhecimento e capital.

No que se refere ao formato mais adequado do sistema financeiro para fomentar o desenvolvimento econômico, a experiência coreana expõe a superioridade de um padrão de financiamento assentado no crédito bancário. O sucesso da industrialização retardatária coreana, pautada por uma estratégia coordenada pelo estado, dependeu da formulação de políticas setoriais para cuja implementação o manejo seletivo e discricionário pelo governo do crédito bancário foi uma componente crítica.

Provavelmente, o viés para o financiamento do desenvolvimento na Coreia resultou mais do arranjo institucional que combinava mecanismos de incentivos (garantias implícitas ou explícitas, redesconto preferencial etc.) e compulsórios para que os bancos emprestassem às indústrias julgadas prioritárias pelos planos, do que propriamente do controle patrimonial da maior parte da intermediação financeira pelo estado (mantida até o início dos anos 80). O fato de o governo constituir um “parceiro silencioso” dos projetos privados de investimentos em certas indústrias induzia os bancos a concentrar sua carteira de empréstimos nestas indústrias, movidos pela expectativa de que em caso de *default* haveria o socorro financeiro do governo.

Somente nos anos 80, com a estabilização macroeconômica – rebaixando a inflação a patamares de um dígito – e com a desregulamentação progressiva do sistema financeiro (constituição de um mercado livre de commercial paper e diversificação na oferta de ativos financeiros com remuneração atraente), a desintermediação recuaria fortemente. No entanto, a denúncia de fraudes e manipulação em 1982 contribuíram também para a contração dos mercados informais. Estima-se que desde 1986 estes mercados deixaram de ser relevantes tanto no suprimento como na captação de fundos.

Em fim, a análise da estratégia coreana de industrialização e da ampla literatura acerca das mediações entre financiamento e desenvolvimento sugere que políticas financeiras, se apropriadamente concebidas e executadas pelo estado, representam um instrumento poderoso de promoção do crescimento sustentado. Dadas as profundas imperfeições nos mercados financeiros dos países em desenvolvimento, a garantia pelo estado de suprimento de fundos a custo baixo para indústrias e atividades reconhecidas como estratégicas para o upgrading industrial, pode ser fundamental para viabilizar a inovação na produção e para a assimilação permanente de ganhos de produtividade.

CAPÍTULO 04 - O BRASIL

4.1 - SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

A carência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo é uma antiga e conhecida limitação do sistema financeiro brasileiro, que, acaba impondo limites ao crescimento econômico do país. O problema resiste, inclusive, a algumas tentativas governamentais de solução, entre elas, a ampla reforma financeira de 1964 a 1967 e a reforma bancária de 1988.

A reforma de 1964 a 1967 tentou implementar no Brasil um modelo de sistema financeiro segmentado, a exemplo daquele que sustentou a industrialização norte-americana. Nesse, o financiamento de longo prazo apóia-se, predominantemente, no mercado de capitais e, em menor escala, no crédito bancário, cabendo aos bancos de investimento o papel de organizar a colocação de ações e títulos de dívida no mercado. E aos bancos comerciais, cabe apenas o segmento de crédito de curto prazo.

Já a reforma bancária de 1988 marcou um rompimento radical com o modelo idealizado nos anos 60. Nesse, o financiamento de longo prazo apóia-se no crédito bancário privado, a cargo de bancos universais, aqui denominados de bancos múltiplos. No entanto, as reformas fracassaram no sentido de promover o desenvolvimento de um sistema privado de financiamento de longo prazo: - o mercado de capitais não se tornou uma fonte importante de financiamento para as firmas – os bancos de investimento e também os bancos múltiplos não se tornaram ofertantes ou intermediários de fundos de longo prazo, mas sim de capital de giro, atuando de forma semelhante a simples bancos comerciais.

Diante dessa situação, o financiamento de investimentos no Brasil ainda se apóia no tripé “auto-financiamento, crédito público e crédito externo”, um modelo típico de países menos desenvolvidos. As limitações que tal modelo impõe ao crescimento econômico são bastante conhecidas: o auto-financiamento tende a aumentar o mark up das firmas, que precisam acumular excedentes para sustentar seus investimentos, pressionando a inflação. E os crédito públicos e externos têm sido sistematicamente

restringidos nos países em desenvolvimento. Assim, as limitações do sistema financeiro brasileiro convergem a dois conjuntos de condições: - a insuficiência de poupança doméstica e a uma infra-estrutura jurídica e regulatória inadequada.

Dessa forma podemos ressaltar algumas premissas básicas no sentido de formular alternativas de interpretação do problema do financiamento no Brasil:

- o volume de poupança agregada, doméstica ou externa, não é um indicador adequado da disponibilidade potencial de recursos para financiar investimentos: o que importa são as formas de alocação da poupança; - o financiamento de investimentos requer a vigência de condições macroeconômicas e financeiras que tornem os ativos de longo prazo atraentes para os detentores de riqueza; - o modelo de gestão da dívida pública no Brasil, tem atuado como um entrave ao desenvolvimento de um mercado de títulos privados de longo prazo; - taxas de juros reais elevadas e garantias legais não são mecanismos eficientes para gerar condições favoráveis aos títulos privados.

A visão convencional aponta limites macro e microeconômicos à expansão das operações financeiras de longo prazo no Brasil. No plano macroeconômico, a observação de que a estabilização e a recuperação do crédito externo no Brasil pós-1994 foram seguidas de déficits crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos tem realimentado o velho conhecido argumento da insuficiência de poupança doméstica como causa última da insuficiência de crédito para financiar investimentos.

Como subproduto do enfoque da liberalização financeira desenvolveu-se uma versão fiscal desse argumento. Nesta, o desequilíbrio fiscal, onde ele é observado, como no Brasil, é apontado como principal causa da insuficiência de poupança doméstica. Nessa visão, a solução para a carência de mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil possui uma dimensão macroeconômica que vai além da simples estabilização monetária da economia: é necessário ainda mudar a composição da renda nacional em favor da poupança doméstica e em detrimento do consumo privado ou público.

No plano microeconômico por sua vez, o foco da discussão tem sido a relação entre disponibilidade de poupança agregada, entendida como a fonte segura de oferta

de crédito, e o nível das taxas de juros. No que tange a macroeconômica, por apontar a insuficiência de poupança agregada como principal limite à capacidade de financiamento de investimentos, e no plano micro, por priorizar o aumento das taxas de retorno de longo prazo, negligenciando o papel das taxas de curto prazo na formação de uma estrutura de financiamento de curto-prazo, como a encontrada no Brasil.

Contudo, o que se requer, para expandir a oferta total de crédito na economia é que, pelo menos parte dos detentores de riqueza reduzam seu grau de preferência por liquidez. Na ausência de um movimento endógeno nesse sentido, o banco central pode tentar induzir um aumento da demanda por ativos financeiros de médio e longo prazo criando liquidez adicional na economia, via expansão das reservas bancárias, por meio dos instrumentos de política monetária. No entanto, o efeito prático dessa medida sobre a capacidade de financiamento dependerá, em última instância, do grau de preferência por liquidez daqueles que, primeiro, têm acesso aos novos recursos, ou seja, os bancos comerciais. Essa análise evidencia a assimetria que caracteriza o poder da política monetária sobre a capacidade de financiamento da economia.

O que pode, de fato, restringir o crescimento econômico, é a insuficiência de moeda ou, equivalentemente, o excesso relativo de preferência por liquidez dos bancos e investidores institucionais privados, não compensados pela oferta de crédito público. O problema do financiamento de longo prazo, portanto, não se resolve com políticas de incentivo ao aumento da poupança e menos ainda se tal incentivo apoiar-se, como recomenda a visão convencional, numa combinação de política monetária de juros altos com política fiscal restritiva. Ao contrário, os efeitos restritivos dessa política sobre o consumo agregado e, conseqüentemente, sobre as vendas e os lucros empresariais, tendem a desestimular novos investimentos, limitando, em vez de expandir, a capacidade de crescimento da economia.

4.2 – POLÍTICAS DE ESTÍMULO AO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL

A preocupação com o risco de instabilidade cambial e de retorno da inflação após a flexibilização do câmbio no Brasil motivou a adoção do Modelo de Metas de Inflação no país, a partir de junho de 1999. Neste, a política monetária passa a ser orientada por um único objetivo: o cumprimento da meta de inflação anunciada pelo Banco Central.

Assim, a partir de 1999, a taxa de câmbio foi substituída pela credibilidade antiinflacionária do governo, refletida na política de juros como âncora dos preços. Mais especificamente, no modelo de metas de inflação utilizado pelo banco central do Brasil, a taxa de juros é a variável que absorve os choques capazes de causar pressões inflacionárias, entre eles: choques de oferta, de demanda e de preços internacionais, choques cambiais, aumento do risco-país e as expectativas de desvalorização cambial e de inflação. Estas últimas foram as principais motivações da política de juros altos a partir de 1999.

No entanto, para o nosso propósito, é suficiente ressaltar dois indicadores do flagrante insucesso desse modelo quanto a seus objetivos declarados: em relação a manutenção de juros nominais e reais elevados, a inflação ultrapassou o teto estabelecido e no campo fiscal, a relação dívida/PIB tende a aumentar.

Esses indicadores sugerem que o modelo vigente pode não ser o mais eficaz para enfrentar os desequilíbrios externos e internos da economia brasileira. Mais que isso, a teoria financeira recente sugere que a política de juros que compõe o modelo de política econômica em curso está na raiz de seu insucesso. É do conhecimento de todos que uma política prolongada de juros altos tende, a partir de certo tempo, a atuar de forma perversa, aumentando o risco percebido pelos investidores devido à possibilidade de inadimplência dos novos devedores e às dificuldades de refinanciamento por parte dos antigos. Diante disso, não há conflito entre a necessidade de uma eventual política financeira no Brasil, visando o financiamento do crescimento, e a necessidade da política de estabilização interna-externa de curto

prazo. A redução da taxa básica de juros pode contribuir, simultaneamente, para os dois objetivos.

O prêmio de liquidez embutido nas taxas de juros dos ativos de longo prazo reflete três conjuntos de fatores: o ambiente macroeconômico em geral e o mercado financeiro, em particular, que definem um certo grau de preferência por liquidez dos agentes; o grau de concentração do mercado e as condições institucionais que afetam os custos das operações com títulos privados de longo prazo. A redução do prêmio de liquidez requer, antes de mais nada, medidas capazes de reduzir a preferência por liquidez dominante no mercado. Em segundo lugar, é importante atuar, na medida do possível, isto é, sem descaracterizar a regulamentação financeira, sobre as condições de concorrência e sobre os custos institucionais das operações longas, de modo a trazer a taxa de juros de longo prazo para níveis compatíveis com as possibilidades de lucros das empresas não-financeiras.

A expansão do mercado secundário de reservas bancárias e títulos públicos e a criação de aplicações financeiras de curtíssimo prazo desviaram a preferência por liquidez do mercado monetário para certos segmentos do mercado de títulos. Como a preferência por liquidez reflete uma demanda por segurança para a riqueza, os títulos capazes de cumprir adequadamente essa função são aqueles que, na prática, mais se assemelham à moeda. Quando a preferência por liquidez passa a ser satisfeita pela retenção de títulos públicos ou mesmo de títulos privados de curto prazo, a taxa básica de juros e a taxa de curto prazo, que a acompanha, deixam de ser um custo dessa escolha, representando, em lugar disso, parte de seu benefício. Nesse contexto, a redução da preferência por liquidez não pode mais ser obtida pelo aumento das taxas de juros em geral. É necessário que a taxa de longo prazo se eleve relativamente à de curto prazo. Em outros termos, é necessário que se crie vantagens comparativas para títulos de longo prazo frente aos de curto prazos, mas de modo que a taxa de juros de longo prazo se mantenha viável para os tomadores de crédito.

Há, portanto, duas barreiras a serem vencidas pelos títulos privados de longo prazo no Brasil: a decorrente da valorização da liquidez pelos detentores de riqueza e a decorrente das condições extremamente vantajosas oferecidas para os títulos públicos

federais. Esta última requer, além da redução da taxa básica de juros, uma mudança no perfil da dívida pública brasileira.

Quanto aos dois outros fatores que tendem a influenciar o prêmio de liquidez no Brasil – os custos institucionais e a concentração do mercado – parece haver, também algum espaço para atuação do governo. No que tange aos custos, o debate atual tem enfatizado a necessidade de mudanças na Lei de Falências, visando agilizar os procedimentos legais para a execução das garantias patrimoniais de devedores inadimplentes. Ainda no campo das condições institucionais, outro caminho possível para incentivar o alongamento dos portfólios¹¹ das instituições financeiras no Brasil é a diferenciação das condições tributárias e regulatórias para títulos de curto e longo prazos. Por exemplo, as alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que incidem sobre o valor total da operação, e do Imposto de Renda (IR), que incide sobre os ganhos de capital, poderiam ser diferenciadas de acordo com o prazo da operação, com vantagens para as operações mais longas.

Finalmente, no que tange às condições de concorrência do mercado, a capacidade de atuação do governo, por meio de medidas de política financeira, parece ser mais limitada que nas outras áreas. A política de abertura do setor bancário à entrada de bancos estrangeiros não rendeu os resultados esperados. Seja por conta de suas estratégias de ocupação de nichos de mercado, seja por dificuldades de competição com os grandes bancos nacionais de varejo, o fato é que a entrada dos estrangeiros não significou, na prática, uma pressão competitiva para os bancos nacionais.

Nesse aspecto, enfim, talvez o mais eficaz instrumento de atuação do governo sobre a taxa de juros de longo prazo seja o poder de mercado e a concorrência dos próprios bancos públicos. Os bancos públicos poderiam assumir o papel que se esperava dos bancos estrangeiros: induzir os bancos nacionais a reduzirem seus spreads¹² para evitar a perda de market share¹³. Tal política, no entanto, só será eficaz

¹¹ Carteira de Títulos. Conjunto de ativos financeiros (títulos, ações, debêntures, etc.) pertencentes a uma empresa, classificados por prazo de maturação, devedor, taxas de juros, de remuneração esperada etc.

¹² Taxa adicional de risco cobrada sobretudo no mercado financeiro internacional. É variável conforme a liquidez, as garantias do tomador do empréstimo e o prazo de resgate.

se os bancos públicos demonstrarem capacidade de manter, de forma duradoura, a nova fatia de mercado, o que requer alguma ampliação da escala de operação desses bancos.

A criação ou expansão de qualquer mercado requer políticas capazes de incentivar tanto a oferta, quanto a demanda de forma duradoura. No caso do mercado de crédito de longo prazo no Brasil, embora exista uma ampla demanda reprimida, falta demanda efetiva por fundos de longo prazo, devido aos níveis elevados da taxa de juros para as poucas operações longas existentes. O auto-financiamento é, ainda, uma das principais fontes de sustentação de investimentos privados no Brasil.

Assim, procura-se demonstrar alguns argumentos contrários à visão dominante aplicada no país, entre eles destacamos – a redução da taxa básica de juros, de forma cautelosa e sustentável, ao criar um ambiente macroeconômico mais estável, podendo contribuir de forma decisiva para atenuar o peso de um importante entrave ao financiamento de longo prazo no Brasil – a elevada preferência por liquidez característica do mercado brasileiro, onde o meio ideal de criação de vantagens comparativas dos ativos de longo prazo frente aos de curto prazo seria a imposição de custos à essa preferência por liquidez.

Contudo, a peça central de qualquer política que vise promover o alongamento das aplicações financeiras privadas no país é a mudança da política de gestão da dívida pública no Brasil, na direção do seu alongamento e, principalmente, da redução drástica de seu grau de indexação às variáveis mais voláteis do mercado. Em outras palavras, enquanto os títulos públicos forem um “porto seguro” e rentável para os detentores de riqueza, nenhuma política de apoio ou incentivo ao alongamento das operações financeiras no Brasil poderá prosperar.

¹³ Expressão em inglês que significa, literalmente, “participação no mercado”, isto é, a fração do mercado controlada por uma empresa ou participação no mercado nas vendas de um determinado produto.

4.3 – MERCADO DE CAPITALIS

Os mercados de capitais afetam o crescimento econômico por meio da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem volumes expressivos de recursos a longos prazos. No entanto, os investidores geralmente são refratários a comprometer recursos por longos períodos. Os mercados de capitais tornam estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, a liquidez propiciada pelos mercados de capitais pode melhorar a alocação de recursos da economia à medida que redireciona recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação.

A experiência internacional demonstra que o crescimento do mercado de capitais tem sido acompanhado da ampliação do leque de alternativas para o financiamento dos investimentos, da produção e do consumo, com forte redução do custo de capital, em resposta ao aumento da concorrência no sistema financeiro promovida pela redução de custos e spreads.

Fazendo uma comparação com o mercado de crédito bancário podemos ressaltar algumas vantagens do mercado de capitais: os custos de capital obtidos com a colocação de títulos de capital ou de dívida respondem rapidamente à redução da taxa básica de juros e configuram spreads muito menores que os observados no crédito bancário, inclusive porque seus preços são formados em mercados organizados e transparentes, sofrem menor incidência tributária, não são sujeitos a depósitos e aplicações compulsórias, além de possuir menor incidência de custos administrativos.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, os bancos oficiais, e especialmente o BNDES, poderão ter sua atuação e importância ampliadas, o BNDES poderá utilizar sua reconhecida competência de avaliação de projetos para atrair a participação do setor privado para o financiamento de projetos. Essa atuação poderá contribuir para reduzir a assimetria de informações, aumentar a eficiência alocativa do mercado e oferecer ao setor privado brasileiro recursos em condições mais próximas às disponíveis para nossos concorrentes internacionais.

Pode-se dizer então, que os instrumentos e mecanismos do mercado de capitais podem ser um dos arranjos institucionais para a retomada e sustentação do crescimento, permitindo mobilizar recursos para o financiamento de longo prazo de investimentos, inclusive nas áreas de infra-estrutura, habitação e empresas emergentes. Além de promover maior concorrência e especialização no sistema financeiro, fazendo com que o mercado de capitais e bancos atuem nos segmentos e produtos em que apresentem maior competitividade, o desenvolvimento desse mercado permite alavancar a atuação do BNDES em operações casados com o setor privado. A experiência dos últimos anos fornece razões para acreditar que a existência de um sistema financeiro moderno e diversificado promove o crescimento e permite minimizar os efeitos e reduzir a duração de crises que venham a afetar um ou outro segmento do sistema.

Dentre as razões pelas quais um sistema financeiro eficiente, combinando a atuação do mercado de capitais com o sistema bancário, acelera o crescimento econômico podemos destacar:

- Cria condições para aumentar a produtividade dos investimentos
- Melhora a qualidade das informações e otimiza a alocação de recursos dirigindo-os para os investimentos mais produtivos;
- Viabiliza a adoção de escalas e tecnologias ótimas, ao liberar as empresas da estrita dependência do volume de seus recursos próprios;
- Propicia a geração de instrumentos e produtos financeiros eficazes para promover a oferta de recursos para financiamento de empresas emergentes e de inovação tecnológica, principal componente do aumento da produtividade;
- Reforça mecanismos de monitoração e transparência na gestão das empresas, elevando consideravelmente a qualidade dos padrões e práticas de governança corporativa.

Também reduz os custos operacionais e spreads mediante a criação de instrumentos, contratos e mecanismos padronizados, com redução da assimetria de informações e dos custos de transação. Contudo, esse aumento da produtividade

intensifica a concorrência nos mercados financeiros, de crédito e de capitais, além de reduzir o custo de capital.

O mercado de capitais no **Brasil** passou por um ciclo de expansão nos anos 90. Em grande parte este movimento foi resultante de uma entrada expressiva de capitais estrangeiros. Já no final da década, houve uma forte contração. Mais freqüentemente este declínio é atribuído a dois fatores: 1) instituição e posterior aumento da CPMF que encareceu exageradamente o custo de transação; e 2) persistência de altas taxas de juros que tornam os investimentos de renda variável menos atrativos *vis-à-vis* ativos de renda fixa. Este trabalho de monografia procura sustentar a conclusão de que muito embora fatores conjunturais e de natureza macroeconômica constituam obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais, sua remoção não é suficiente para garantir que tais mercados se desenvolvam. É necessário que também se considerem os entraves institucionais, tais como governanças corporativas (proteção a investidores minoritários), eficiência do sistema judiciário, etc. A solução destes problemas estruturais é fundamental, pois somente sua remoção pode promover um crescimento equilibrado e sustentado do mercado de capitais.

4.4 – RELAÇÃO CUSTO-BENEFÍCIO DA ABERTURA DE CAPITAL

A abertura de capital pelas empresas envolve custos, alguns deles permanentes. Entre esses custos, encontram-se a subprecificação das ações quando da oferta pública, as despesas administrativas e a perda de confidencialidade.

Segundo ROCCA (2000, pg 127) :

“A subprecificação é um prêmio exigido pelos investidores na forma de um deságio sobre o preço de mercado da ação, para compensá-los pelo risco da desinformação. É um fenômeno comum no mercado de ações, mas há evidências de que, no Brasil, é mais elevado do que a média”.

A perda de confidencialidade decorre do nível de transparência de informações exigido das empresas abertas, conferindo às empresas concorrentes fechadas uma vantagem. As empresas abertas também vêm reduzindo o seu espaço para planejamento tributário, o que constitui uma desvantagem competitiva importante em vista do nível da carga tributária no País.

Esses custos constituem um obstáculo tanto maior à abertura de capital quanto menores os benefícios associados à condição de companhia aberta. Um desses benefícios é a liquidez oferecida às participações minoritárias, que proporciona preços maiores para as ações e conseqüentemente, menor custo de capital para a empresa. A excessiva concentração da bolsa de valores brasileira, contudo, restringe esta liquidez aos papéis de algumas poucas empresas. Nos últimos anos, as dez ações mais negociadas na Bovespa responderam por mais de 50% do total dos negócios. Ou seja, embora todas incorram nos custos, poucas empresas auferem plenamente os benefícios associados à abertura de capital. Abaixo apresentamos alguns indicadores do nível de concentração e sua evolução.

O primeiro indicador que consideramos é o índice de concentração da FIBV¹⁴, que mede a porcentagem do valor transacionado e que corresponde a 5% das maiores empresas listadas (Tabela 1). Este índice mostra que a BOVESPA foi a 6ª bolsa mais concentrada no período 1996-98. Contudo, observamos que esta concentração se reduziu de uma média de 83,4% no período 1991-93 para 75,7% no período 1996-1998. Isto parece indicar uma importante desconcentração, principalmente quando se considera que, para a grande maioria das bolsas, o índice de concentração de valor transacionado aumentou significativamente entre os dois períodos. Observando agora o comportamento do índice de concentração do FIBV para a BOVESPA durante os anos 90 (Tabela 2) de fato observamos uma tendência à queda. O grande problema do índice de concentração do FIBV, contudo, é ater-se a apenas 5% das empresas.

¹⁴ Federação Internacional de Bolsas de Valores

Tabela 1 – Concentração do Mercado – Valor Transacionado (%)* -Índice FIBV

Bolsa	1991-1993(média)		1996-1998(média)	
	Concentração	Rank	concentração	Rank
Bolsa Alemã	84,5	1	85,8	1
Madri	66,8	6	85,1	2
Austrália	80,5	3	79,5	3
Buenos Aires	50,2	16	78,1	4
Nasdaq	59,1	9	76,9	5
São Paulo	83,4	2	75,7	6
Lima			75,2	7
Nova Zelândia	68,1	4	71,3	8
Paris	67,7	5	70,4	9
Copenhague	50,3	15	66,7	10
Londres	37,8	25	66,3	11
Itália	56,2	10	65,3	12
Suíça			64,9	13
Amsterdã	51,3	13	64,2	14
Hong Kong	51,7	12	63,8	15
Estocolmo	51,3	14	63,6	16
Santiago	61,5	8	63,2	17
Telavive	38,3	24	63,1	18
Lisboa			60,5	19
México	37,6	26	56,7	20
Irlanda			55,6	21
Joanesburgo			53,0	22
Liubliana			52,7	23
Toronto	61,6	7	51,7	24
NYSE			50,4	25
Jacarta			49,5	26
Tóquio	41,6	20	49,3	27
Bruxelas	41,2	21	48,1	28
Luxemburgo	23,0	27	48,1	29
Viena	44,5	19	47,7	30
Atenas			47,4	31
Tailândia	48,0	18	45,3	32
Helsinque	55,1	11	44,0	33
Oslo	48,8	17	42,2	34
Kuala Lumpur	20,4	29	38,0	35
Filipinas			37,6	36
Istambul	39,9	22	37,2	37
Coréia	39,8	23	34,9	38
Cingapura	10,0	30	33,5	39
Taiwan	22,7	28	33,3	40
Varsóvia		41	22,9	41

*Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV

Tabela 2 – Concentração do Mercado – BOVESPA: 1990-99(%) – Índice FIBV

Período	Concentração da Capitalização Bursátil*	Concentração do Volume de Transações**	Número de Empresas
1990	52	49	27
1991	64	86	27
1992	62	84	27
1993	72	81	28
1994	65	75	27
1995	66	82	27
1996	70	77	28
1997	74	76	27
1998	61	73	26

*Capitalização bursátil das 5% maiores companhias dividido pela capitalização total de mercado.

**Volume de transação das 5% maiores empresas dividido pelo volume total de negociações.

Fonte: FIBV

A hiperinflação até meados da década de 90 e as taxas de juros altas e voláteis também contribuíram e muito para aumentar o risco e reduzir a atratividade dos investimentos no mercado de capitais. Nesse ambiente, a transparência e previsibilidade, consideradas essenciais ao pleno desenvolvimento do mercado, ficam prejudicadas. A instabilidade macroeconômica também se reflete na instabilidade de leis, agravando a insegurança jurídica e o risco de quebra de contratos. A alteração da Lei das S A realizado em 1996 para facilitar as privatizações é um exemplo desta instabilidade.

No entanto, os benefícios da abertura de capital parecem ser muito maiores do que os custos incorridos no processo. Dentre eles destacamos:

- Maior facilidade para obtenção de fundos: uma das principais vantagens da abertura de capital é o acesso a fontes de fundos que não bancos. Empresas necessitando de grandes volumes de fundos podem estar sujeitas a altas taxas de juros ou restrições de crédito. A emissão de ações pode aliviar tais restrições.

- Liquidez: ações de empresas abertas podem ser negociadas em bolsas, o que é barato para pequenos acionistas que desejam fazer transações em curtos períodos. Liquidez para acionistas a baixo custo proporciona maiores preços para as ações da empresa e conseqüentemente menor custo de capital.

- Aumento do poder de barganha com bancos: um outro problema que as empresas enfrentam junto a bancos é que estes podem obter vantagens (altas taxas de

juros) devido à informação privilegiada que possuem acerca da qualidade creditícia de seus clientes. Através da disseminação da informação para o mercado em geral, as empresas atraem competição para seus credores, assegurando menor custo de capital e maior volume de recursos.

- Troca de controle: abrir o capital pode ser um primeiro passo dentro de uma estratégia ótima de venda de uma empresa. A venda de uma parcela inicial das ações de uma empresa pode aumentar o valor de venda do bloco restante de ações.

Os benefícios acima dependem, no entanto, largamente da liquidez das ações das empresas, da atenção de analistas que geram e disseminam informações sobre as empresas, entre outros. A Alta liquidez irá proporcionar maior facilidade para a obtenção de fundos (via emissão de títulos e ações).

4.5 - PRINCIPAIS OBSTÁCULOS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Nesta seção objetivamos simplesmente destacar os principais entraves para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, entre eles estão:

- Taxas de juros elevadas;
- Proteção insuficiente ao investidor, enquanto acionista ou credor;
- Distorções do sistema tributário, especialmente o impacto da CPMF sobre o custo de transação, a incidência de imposto de renda na fase de acumulação dos planos de previdência, não discriminação de aplicações de curto e longo prazos;
- Carga tributária potencial elevada discrimina empresas abertas e incentiva economia informal. A magnitude da economia informal é um obstáculo ao financiamento da economia brasileira, na medida que compromete a avaliação de risco de crédito bancário, com elevação de riscos e spreads, e limita o uso de instrumentos do mercado de capitais, onde transparência é condição básica de eficiência;
- Organização de mercado e instrumentos deficientes, especialmente quanto à formação de preços e liquidez do mercado secundário de renda fixa;

- Obstáculos culturais: experiência histórica negativa, cultura de empresa familiar, controle concentrado e tradição de renda fixa liderada por títulos públicos.

Contudo, é a questão tributária que ganha maior destaque na análise do mercado de capitais brasileiro. A carga tributária elevada onera as empresas em geral, mais em particular as empresas de capital aberto, que são obrigadas a assegurar transparência às suas demonstrações contábeis. O patamar atual da carga tributária é, portanto, um fator de desestímulo à abertura de capital, contribuindo para a estreiteza do mercado de capitais nacional. Segundo Rocca (1999), metade das empresas abertas no Brasil possui carga tributária sobre o valor adicionado superior a 49%.

No entanto, nos últimos anos, o ambiente regulatório do mercado de capitais evoluiu consideravelmente e vários daqueles obstáculos foram superados ou tiveram seu impacto reduzido. Essa evolução é o resultado de uma ampla mobilização do setor privado em torno do Plano Diretor do Mercado de Capitais (integra no site do IBMEC – www.ibmec.org.br) e do alto nível de cooperação e dinamismo dos órgãos reguladores, notadamente a CVM¹⁵, CMN¹⁶, Banco Central, SPC¹⁷ e SUSEP¹⁸.

São significativos também os resultados das iniciativas de auto-regulação com a criação ou aperfeiçoamento de mercados e mecanismos de negociação visando maior transparência, maior segurança e baixos custos de transação, indispensáveis para a correta formação de preços e liquidez para os ativos de renda fixa, renda variável etc. Destacam-se nesse esforço as iniciativas da BOVESPA, ANBID¹⁹, ANDIMA²⁰ e BM&F²¹.

O Brasil vem passando por profundas transformações que, pela primeira vez impõem a necessidade e, portanto, criam uma oportunidade para o florescimento de um mercado de capitais no país. Avança uma nova forma de organizar a produção, elevam-se a produtividade e a competição e, com isto, mudam as condições da oferta e demanda de produtos financeiros.

¹⁵ Comissão de Valores Mobiliários

¹⁶ Conselho Monetário Nacional

¹⁷ Secretaria da Previdência Complementar

¹⁸ Superintendência de Seguros Privados

¹⁹ Associação Nacional dos Bancos de Investimentos

²⁰ Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto

²¹ Bolsa de Mercadorias e de Futuros

Do lado das empresas o novo paradigma produtivo impõe a necessidade de elevação de suas bases de capital. A abertura as expõe a um mundo muito mais competitivo, no qual as necessidades de investimento são muito maiores e recorrentes. Além das necessidades de investimento impostas pelo novo paradigma, a estabilização e a retomada do crescimento da economia em geral também contribuem para a expansão das empresas que, sem os velhos mecanismos de financiamento, ficam mais receptíveis à abertura de capital. Com o fim da inflação, menores margens e o fim do crédito público subsidiado, as empresas brasileiras são obrigadas a procurar novas formas de obtenção de financiamento.

Dependentes de um mercado que até a pouco desprezavam, algumas empresas começam a alterar sua mentalidade e postura. Já começam a surgir bons exemplos de empresas que com sucesso modificaram o tratamento dispensado ao mercado (governança) e tiveram retorno.

Reforçando este movimento, no novo paradigma surge um novo tipo de empresa, sem os vícios das tradicionais, que já nasce olhando para o mercado de capitais como alternativa de financiamento e, conseqüentemente, se relacionando com este mercado de forma radicalmente diferente.

Do lado da demanda por papéis, vários processos indicam que não haverá obstáculos ao desenvolvimento do mercado, muito pelo contrário: 1) a inflação baixa permite maior transparência nos demonstrativos e facilita projeções; 2) a redução da demanda de recursos pelo governo sinaliza uma queda das taxas de juros e, portanto, viabilizando a competitividade de aplicações no mercado de capitais; 3) a queda nas taxas de juros e a possibilidade da retomada do crescimento sustentado permitem a troca de parte das posições em renda fixa para variável, antecipando a inevitável alta no preço dos ativos reais que acompanha o processo de crescimento; 4) institucionalização da previdência complementar que, sem dúvida, significará uma grande ampliação do mercado de ativos financeiros; e 5) o processo de globalização e a abertura externa mudam radicalmente a dinâmica do mercado na medida em que grandes investidores demonstram crescente interesse em investir no Brasil.

Como citado anteriormente, a redução da carga tributária é o ponto central do desenvolvimento do mercado de capitais. Nesse campo, houve avanços e retrocessos. Um avanço foi a isenção da CPMF para as operações do mercado de capitais. Por outro lado, o aumento do imposto de renda sobre aplicações na bolsa e a tributação dos rendimentos das aplicações dos fundos de pensão foram retrocessos que deveriam ser reconsiderados diante da necessidade de desenvolver o mercado de capitais.

Estimular a adoção das melhores práticas de governança corporativa merece importante destaque. A melhoria no tratamento dispensado pelas empresas aos investidores é considerada um ponto-chave para o desenvolvimento do mercado de capitais. A lei deve assegurar a observação de um conjunto mínimo de regras, e a ênfase das ações neste campo deve estar colocada em mecanismos de estímulo à adesão voluntária pelas empresas. Uma lei excessivamente rigorosa poderia ter como resultado o desestímulo à abertura de capital e à emissão de valores mobiliários, com efeitos sobre o mercado opostos aos pretendidos.

Uma série de trabalhos²² demonstram que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas; 4) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; 5) a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Podemos dizer então, que um dos principais instrumentos de promoção do mercado de capitais poderá ser a governança corporativa²³ que, de um lado, é, entre outras coisas, quem dará a segurança necessária ao investidor e, de outro, valorizará as empresas que, assim, poderão ter um custo de captação menor. Este processo possibilitará que o benefício da abertura de capital se estenda sobre um número maior de empresas, pois tanto do lado dos investidores quanto do lado das empresas alguns bons casos de sucesso vão projetar e atrair outros.

²² Por exemplo, La Porta et al. (1997,1998)

²³ Para uma discussão do que é governança corporativa ver Anexo 3

CONCLUSÃO

Na análise Keynesiana adotada neste trabalho foi possível demonstrar a importância do sistema financeiro na determinação do nível de atividade e de investimento da economia. Na medida que viabiliza a criação de poder de compra dos agentes para o início do processo de investimento e transformação dos passivos de curto prazo das empresas em passivos de prazos mais compatíveis com as condições de pagamento de cada empresa. Demonstrando ainda, que o que é imprescindível ao investimento é o financiamento, e não uma poupança pré-estabelecida como acreditavam alguns pensadores.

As economias capitalistas modernas descobriram um instrumento poderoso de viabilização do investimento: o desenvolvimento e o aprofundamento das relações financeiras entre os agentes econômicos. Estas, por sua vez, irão permitir que aqueles que acumulam recursos, mas que não têm capacidade de empregá-los produtivamente, possam transferi-los para os que se dispõem a empreender, a inovar, a contribuir para o desenvolvimento das atividades produtivas. Servindo assim, para alavancar o desenvolvimento econômico.

Posteriormente, na análise sobre quais formas organizativas são mais eficientes, sistemas financeiros baseados em mercado ou sistemas baseados em crédito, somos obrigados a considerar as divergências de país a país. No entanto, podemos dizer que certas formas de organização são, se não melhores para a sociedade, pelo menos mais competitivas que outras. Historicamente, sociedades economicamente mais avançadas têm tendido a exibir estruturas financeiras onde o mercado de capitais cresce continuamente em importância como canal de circulação de recursos em relação ao mercado de crédito. Essa relação é reforçada ainda, pela constatação de que o processo de desenvolvimento financeiro das principais economias capitalistas tem como característica a rápida expansão dos mercados de títulos. Contudo, a percepção de qual seria a mais adequada para as operações de financiamento da economia ainda é muito discutida.

Dentre algumas sociedades economicamente mais avançadas podemos citar o caso Japonês, o Alemão e mais recentemente o da Coréia do Sul. Nesses países o

mercado de capitais não é considerado essencial como canal de circulação de recursos, pelo contrário, estas sociedades desenvolveram-se basicamente através do financiamento indireto, através da agilidade e flexibilidade de suas instituições financeiras no domínio da intermediação bancária. Estes são exemplos significativos que, a garantia pelo estado de suprimento de fundos a custos baixos para a indústria e atividades estratégicas, também pode ser fundamental para a inovação produtiva e para o permanente ganho de produtividade.

Já o financiamento de investimentos no Brasil ainda se apóia no tripé “auto-financiamento, crédito público e crédito externo”, um modelo típico de países menos desenvolvidos, acarretando no aumento do mark up das firmas, que precisam acumular excedentes para sustentar seus investimentos, pressionando a inflação. Contudo, uma política financeira de estímulo ao financiamento de longo prazo no país deve envolver duas linhas de ação simultaneamente: medidas capazes de reduzir a taxa de curto prazo e medidas capazes de reduzir o prêmio de liquidez.

Podemos ressaltar algumas premissas básicas no sentido de formular alternativas de interpretação do problema do financiamento no Brasil: o indicador mais adequado da disponibilidade de recursos são as formas de alocação da poupança, e não o volume de poupança; - o modelo de gestão da dívida pública tem atuado como um entrave ao desenvolvimento de um mercado de títulos privados de longo-prazo; e – taxas de juros reais elevadas não são mecanismos eficientes para gerar condições favoráveis aos títulos privados.

As dificuldades de financiamento de longo-prazo no Brasil refletem um conjunto de variáveis que envolvem, de um lado, as características gerais do mercado de ativos e, de outro, aspectos muito específicos do mercado financeiro brasileiro.

Dessa forma, somente a redução da taxa básica de juros, a imposição de custos à preferência por liquidez, e a mudança da política de gestão da dívida pública, na direção do seu alongamento, e principalmente, da redução de seu grau de indexação às variáveis mais voláteis do mercado pode promover o alongamento das aplicações financeiras privadas no país.

Analisando especificamente o mercado de capitais brasileiro podemos ressaltar que há ainda graves entraves ao seu desenvolvimento, como: - taxas de juros elevadas – proteção insuficiente ao investidor – distorções do sistema tributário – carga tributária elevada, incentivando a economia informal – organização de mercado e instrumentos deficientes – obstáculos culturais etc. Contudo, é a questão tributária que ganha maior destaque na análise do mercado nacional.

No entanto, o Brasil vem passando por profundas transformações, que criam uma oportunidade para o florescimento de um mercado de capitais no país. Um novo paradigma produtivo impõe às empresas a necessidade de elevação de suas bases de capital, na qual os investimentos são muito maiores e recorrentes. Além disso, a estabilização e a retomada do crescimento da economia em geral contribuem para a expansão das empresas. Com o fim da inflação, menores margens e o fim do crédito público subsidiado, as empresas brasileiras são obrigadas a procurar novas formas de obtenção de financiamento, é nesse ponto que emerge o mercado de capitais.

Em fim, todos estes movimentos conformam um processo muito mais amplo. O tradicional preconceito em relação ao mercado de capitais no Brasil vem sendo substituído por uma visão mais moderna que valoriza sua importância como fonte de financiamento da economia e, conseqüentemente, vê no seu desenvolvimento condição para a retomada do crescimento sustentado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, D.M. **Financiamento e Desenvolvimento Econômico: Teorias e a Experiência Coreana.** IPE/USP, 1997.

AMADEO, E. **JOHN M. KEYNES: 50 anos da Teoria Geral,** INPES/IPEA, Rio de Janeiro, 1989.

AMADEO, E. & FRANCO, G. **Entre Keynes e Robertson: Finance, Poupança e Investimento,** Rio de Janeiro, agosto - 1989.

ANDIMA. **O novo perfil do sistema financeiro.** Rio de Janeiro, 2001.

BNDES. **Relatório Anual.** Rio de Janeiro, 2000.

CARVALHO, F.J.C de. **Financial Innovation and the Post Keynesian approach to “The Process of Capital Formation”**, Texto para discussão nº 380, UFRJ, Rio de Janeiro, outubro -1996.

CARVALHO, F. J. C de, et al. **Economia Monetária e Financeira,** Ed. Campus, Rio de Janeiro, 2000.

CARVALHO, F.J.C de. **Sorting out the Issues: the two debates (1936/37;1983/86) on Keynes’ finance motive revisited,** Rio de Janeiro, Jul/Set – 1996.

CARVALHO, F.J.C de. **Keyne’s Concept of Finance and Funding, and The Structure of The Financial System,** Texto para discussão nº 344, UFRJ, Rio de Janeiro, setembro – 1995.

CAVALCANTI, F.; YOSHIO, J.M. **Mercado de capitais,** Ed Campus, Rio de Janeiro – 2002.

CHICK, V. **Macroeconomics After Keynes**, University of London, 1983.

DAVIDSON, P. **Keynes's finance motive**. Oxford Economic Papers, Março – 1965.

DAVIDSON, P. **Finance, funding, saving and investment**. Journal of Post Keynesian Economics, Fali – 1986.

FIBV. **Annual Report**.1997,2000,2001.

GURLEY, J.G. and SHAW, E. S., **Financial Aspects of Economic Development**, American Economic Review, vol XLV, nº 4, 1955.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**, Ed. Nova Cultural, São Paulo, 1985.(Os economistas).

LA PORTA, R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHELEIFER E R. VISHNY, **Legal Determinants of External Finance**, Journal of Finance,1997.

LA PORTA, R., F. LOPEZ –DE-SILANES, E A. SHLEIFER, **Corporate Ownership Around the World**, Journal of Finance, 1998.

LEVINE, R., **Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda**, Journal of Economic Literature, Junho – 1996.

LIMA SOBRINHO, **Barbosa. Japão: o capital se faz em casa**. Ed. Paz e Terra, 1990.

OREIRO, J. **O Debate entre Keynes e os Clássicos sobre os determinantes da taxa de juros: Uma grande perda de tempo?** Revista de Economia Política, v. 20, nº02, p.95-118, abril/junho – 2000.

Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, Ed.7 letras, Rio de Janeiro, nº 12, junho – 2003.

ROCCA, C. A. E A. G. CARVALHO, **Mercado de Capitais e o Financiamento das Empresas Abertas**, FIPE/ABRASCA – 1999.

ROCCA, C. A. **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, 2000. Relatório final Projeto IBMEC.

ROCCA, C. A. **Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**, Estudos IBMEC, José Olympio Editora, Rio de Janeiro – 2001.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**, Ed. Best Seller, São Paulo, 2001.

SITE DO BANCO CENTRAL DO BRASIL : Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br>>

SITE DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA: Disponível em:
<<http://www.bovespa.com.br>>

SITE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS : Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br>>

STUDART, R. **The Efficiency of the Financial System**, Texto para discussão nº 321, UFRJ/IE, Rio de Janeiro, agosto – 1994.

STUDART, R. **Financial Policies, Growth and Distribution: Theory and Lessons from Latin América and some Asian Economies**, Texto para discussão nº 379, UFRJ, Rio de Janeiro, outubro – 1996.

STIGLITZ, J.; JARAMILLO-VALLEJO, J. and PARK CHAL, Y. **The Role of the State in Financial Markets**. World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement (1993).

STIGLITZ, J. & GREENWALD, B. **Towards a New Paradigm in Monetary Economics**, The Raffaele Mattioli Lecture Series, Cambridge University Press, 2003.

The World Bank Economic Review, vol 10, nº 02, USA, maio – 1996.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **O mito do sucesso: uma análise da economia Japonesa no pós-guerra**. Rio de Janeiro. UFRJ, 1983.

WORLD BANK, **World Development Indicators**, CD-Rom, The World Bank, Washington DC, 1999.

ANEXO 1 – PROPOSTAS DE ATUAÇÃO PARA A BOVESPA

- Forte atuação junto ao público em geral para, através de campanhas institucionais, prestar esclarecimento quanto ao papel de uma bolsa de valores no financiamento da economia.

A atração de pessoas físicas para este mercado depende de maior divulgação e esclarecimento quanto ao seu papel. Este é um trabalho que deve ser desenvolvido juntamente com as corretoras e outras instituições.

- Maior agressividade nas alianças nacionais; regionais e internacionais.

O tamanho atual do mercado brasileiro e a concorrência de bolsas internacionais não justificam a existência de mais de uma bolsa no Brasil, pelo contrário. Os esforços, como os realizados para a incorporação da Bolsa do Rio de Janeiro, devem ser ampliados e as parcerias realizadas o mais rapidamente possível.

- Atuação para a redução dos custos de transação. Como os principais benefícios da abertura de capital estão ligados à liquidez, custos de transação elevados desincentivam as transações prejudicando a liquidez.

- Maior agressividade na relação com as empresas através de um trabalho ativo de prospecção e assistência às empresas interessadas em abrir capital.

- A BOVESPA deve ter uma atuação conjunta com os Bancos de Investimento, não só prospectando empresas como cobrando um maior compromisso com o que eles avalizam;

- Trabalhar a possibilidade de desenvolver produtos alternativos com a negociação de commercial papers e debêntures e avançar na normatização, padronização e rating dos papéis;

- Apoio aos administradores independentes que são fundamentais para viabilizar maior cobrança de governança;

- Apoiar a opção por câmaras arbitrais, alternativas mais rápida e eficiente para diminuir eventuais conflitos dada a morosidade da justiça atual e a impossibilidade atual de se criar uma justiça especializada.

ANEXO 2 – O PAPEL DO GOVERNO

É fundamental que o governo, em todas suas instâncias, realize e introjete a percepção de que o desenvolvimento do mercado de capitais pode ser muito importante para a retomada do crescimento sustentado brasileiro.

Apesar do avanço desta percepção em várias áreas governamentais, com o próprio Presidente discursando sobre a matéria, é preciso um comprometimento mais amplo com o assunto, de tal forma que decisões de diferentes áreas governamentais não entrem em conflito, minando a possibilidade de aproveitarmos a oportunidade que hora aparece.

Além da reforma tributária que sabemos, que é uma mudança difícil e de mais longo prazo, existe uma série de medidas, absolutamente factíveis de serem implementadas rapidamente pelas autoridades governamentais.

Entre outras medidas passíveis de serem tomadas destacam-se:

- A introdução da obrigatoriedade de publicação de balanço à partir de um certo tamanho de empresa daria uma maior isonomia entre as empresas abertas e fechadas, retirando uma “vantagem espúria” das últimas;

- Fim da obrigatoriedade de publicação dos balanços na imprensa oficial a custos elevadíssimos retiraria uma desvantagem das empresas abertas. Os balanços poderiam passar a ser publicados em um site aberto e gratuito;

- Mudança na apresentação dos demonstrativos que passariam a seguir as normas contábeis internacionais;

- Alteração nas regras de liquidação de operação de compra e venda dos investidores estrangeiros de forma a evitar a incidência da CPMF e eliminar uma vantagem indevida dos mercados internacionais que drenaram negócios para fora do Brasil, afetando a liquidez do valor das companhias.

ANEXO 3 – GOVERNANÇA EMPRESARIAL

Governança empresarial se refere às maneiras pelas quais os fornecedores de capital de uma empresa (investidores) protegem os seus interesses, garantindo assim algum retorno para seus investimentos. Como, sob certo ângulo, após a cessão de fundos, os investidores (acionistas minoritários e credores) são desnecessários para o funcionamento de uma empresa, os administradores das empresas (acionistas controladores ou administradores profissionais) podem manipular os resultados da empresa de modo a reduzir a remuneração devida aos investidores (expropriação).

A expropriação pode ocorrer de várias formas: 1) venda de ativos da empresa a baixo valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador; 2) emprego de familiares não qualificados; 3) implementação de projetos ineficientes, mas que atendem a interesses particulares dos administradores; 4) salários excessivamente altos para diretores; 5) contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores; 6) simples roubo, etc. A expropriação desenfreada enfraquece severamente a capacidade do sistema financeiro na medida em que investidores potenciais passam a se recusar a financiar empresas, tornando difícil ou até mesmo impossível, que empresários consigam financiar seus projetos, mesmo que estes sejam altamente lucrativos.

Governança empresarial constitui um conjunto de mecanismos que investidores não controladores têm à sua disposição para limitar a expropriação. A qualidade da governança empresarial depende de 3 elementos: 1) disponibilidade e publicação de informações relevantes (*disclosure*); 2) mecanismos e regras de conduta para a empresa; e 3) arranjos que garantam a observância das regras (*enforcement*).

Dentre os mecanismos de governança empresarial destacamos:

- Conselho de Administração: cuja atribuição é nomear, monitorar, ou até mesmo demitir diretores, definir estratégias de negócios, etc. Os membros do conselho de administração são eleitos pelos acionistas das empresas. Assim sendo, a eficácia do conselho como mecanismo de governança depende da independência dos conselheiros em relação aos diretores;

- Conselho Fiscal: também nomeado pelos acionistas, cuja função é avaliar a gestão fiscal da empresa.

- Monitoração exercida por grandes investidores não controladores – bancos de investimento, fundos de pensão, fundos de investimentos, etc – que contrariamente a pequenos acionistas possuem maiores incentivos e poderes para disciplinar os administradores das empresas.

- Mercado para Controle das empresas: que permite a troca de controle da empresa em caso de performance insatisfatória.

No entanto, nenhum dos mecanismos acima é perfeito, assim sendo, a qualidade da governança depende de como que eles são desenhados.

Outro elemento essencial para garantir proteção a quaisquer direitos é o acesso à informações que permitam ao titular dos direitos saber quando estes estão sendo violados.

O último, mas não menos importante elemento necessário à proteção de investidores minoritários é o *enforcement*, os mecanismos aos quais investidores minoritários podem recorrer quando seus direitos são violados.