

de Carvalho, Fernando J. Cardim

Working Paper

Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento

Texto para Discussão, No. 1532

Provided in Cooperation with:

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

Suggested Citation: de Carvalho, Fernando J. Cardim (2010) : Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento, Texto para Discussão, No. 1532, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/90999>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO CEPAL • IPEA

LC/BRS/R.231

14

Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento

Fernando J. Cardim de Carvalho



NACIONES UNIDAS

CEPAL

ipea

© Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe – CEPAL, 2010

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA, 2010

Tiragem: 250 exemplares

Carvalho, Fernando J. Cardim

Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento / Fernando J. Cardim de Carvalho. Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 14).

30p.

ISSN: 2179-5495

1. Sistema financeiro 2. Financiamento do desenvolvimento-Brasil I. Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe. CEPAL II. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. IPEA III. Título IV. Série

CDD: 332.46

Este trabalho foi realizado no âmbito do Acordo CEPAL – IPEA.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da CEPAL e do IPEA.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte.

A presente publicação encontra-se disponível para *download* em <http://www.cepal.org/brasil>

Sumário

APRESENTAÇÃO	
INTRODUÇÃO	7
1 FUNÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO	9
1.1 FINANCIAMENTO DO PROCESSO PRODUTIVO E DO INVESTIMENTO	9
1.2 OFERTA DE ATIVOS FINANCEIROS PARA ACUMULAÇÃO DE RIQUEZA	12
1.3 PAPEL DA REGULAÇÃO FINANCEIRA	14
2 DESEMPENHO E CARACTERÍSTICAS DO SETOR FINANCEIRO NO BRASIL PÓS-REAL	16
3 REFORMANDO O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO PARA TORNÁ-LO FUNCIONAL	
AO DESENVOLVIMENTO	21
3.1 MELHORAR AS CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO	22
3.2 CRIANDO PRODUTOS PARA A ACUMULAÇÃO DE RIQUEZA FINANCEIRA	24
3.3 REDISTRIBUINDO RIQUEZA FINANCEIRA	26
CONCLUSÃO	28
REFERÊNCIA	29





APRESENTAÇÃO

A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) e o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) mantêm atividades conjuntas desde 1971, abrangendo vários aspectos do estudo do desenvolvimento econômico e social do Brasil, da América Latina e do Caribe. A partir de 2010, os Textos para Discussão Cepal-Ipea passaram a constituir instrumento de divulgação dos trabalhos realizados entre as duas instituições.

Os textos divulgados por meio desta série são parte do Programa de Trabalho acordado anualmente entre a Cepal e o Ipea. Foram publicados aqui os trabalhos considerados, após análise pelas diretorias de ambas as instituições, de maior relevância e qualidade, cujos resultados merecem divulgação mais ampla.

O Escritório da Cepal no Brasil e o Ipea acreditam que, ao difundir os resultados de suas atividades conjuntas, estão contribuindo para socializar o conhecimento nas diversas áreas cobertas por seus respectivos mandatos. Os textos publicados foram produzidos por técnicos das instituições, autores convidados e consultores externos, cujas recomendações de política não refletem necessariamente as posições institucionais da Cepal ou do Ipea.



REFORMAS FINANCEIRAS PARA APOIAR O DESENVOLVIMENTO

Fernando J. Cardim de Carvalho

INTRODUÇÃO

São poucas as possibilidades de que uma eventual retomada do crescimento econômico brasileiro, condição para que um processo sustentado de desenvolvimento tenha lugar, se dê em linhas semelhantes às do passado. O processo de substituição de importações que precedeu o longo período de estagnação do qual a economia brasileira parece começar a sair baseou-se principalmente no *setor público* – por meio tanto do investimento público tradicional quanto das formas subsidiadas de financiamento do investimento e da criação ou da expansão de empresas estatais – e no *capital estrangeiro*. No presente, a recriação em ampla escala de empresas estatais parece politicamente impossível, mesmo se isso fosse desejável. No entanto, a experiência recente de relativa folga no balanço de pagamentos dificilmente autorizaria estratégias em que o crescimento econômico se apoiasse no aumento do passivo externo, em quaisquer de suas formas. O fantasma do estrangulamento externo está longe de ter sido exorcizado.

Nessas condições, uma eventual retomada de um ciclo sustentado de crescimento terá necessariamente de se basear no capital privado doméstico. Isto, naturalmente, não significa um papel de menor importância para o setor público, nem mesmo para o capital estrangeiro. O setor público, porém, tenderá a operar mais como suporte do investimento privado, especialmente o mercado financeiro, e ao capital estrangeiro caberá provavelmente uma posição subsidiária no processo, para não causar problemas de solvência externa.

Uma condição essencial para que o potencial de crescimento da economia brasileira, sob liderança do capital doméstico, contudo, seja efetivamente concretizado é a transformação do modo como operou o sistema financeiro brasileiro até o presente. A reunião e a disponibilização eficazes da poupança financeira do público para as empresas são essenciais, dado que a base de capital própria das empresas dificilmente seria suficiente

para acelerar o crescimento na medida necessária, nem isso seria desejável. No entanto, não se trata apenas de mobilizar capital no *volume* suficiente, mas é igualmente essencial que esse capital esteja disponível em *termos* compatíveis com o perfil de fluxos de caixa – e de riscos – suportados pelas empresas produtivas.

O sistema financeiro brasileiro é o resultado do padrão de desenvolvimento exibido pela economia brasileira nos últimos decênios. No período de crescimento correspondente ao processo de substituição de importações, como já observado, o sistema financeiro teve papel menor, já que tanto o setor público quanto o capital estrangeiro se apoiaram de forma reduzida na poupança voluntária doméstica. O Estado teve ao seu alcance alternativas como a tributação, inclusive por meio do imposto inflacionário. O capital estrangeiro apoiou-se principalmente nos recursos obtidos na matriz. A “autarquia” financeira não deve ser, naturalmente, uma meta em si mesma. Algumas empresas nacionais poderão, naturalmente, recorrer ao mercado financeiro internacional, mas essa possibilidade não apenas é restrita, como também deve ser acompanhada com certo cuidado, pelos seus possíveis impactos deletérios sobre o balanço de pagamentos. Assim, os recursos que complementarão o capital próprio das empresas terão de ser encontrados, direta ou indiretamente, junto ao público. Com isso, será exigido do setor financeiro brasileiro um grau de eficácia na coleta e na realocação de recursos financeiros bastante elevado, alterando as prioridades e os métodos de operação das instituições financeiras.

Parte da adaptação às novas demandas já está em curso, tanto espontaneamente pela resposta às demandas colocadas por tomadores privados nos últimos anos, quanto sob o estímulo de medidas de governo. No entanto, serão necessárias mudanças mais profundas para que a oferta de recursos financeiros venha a se dar na escala e na forma compatíveis com um processo de crescimento acelerado liderado pelo capital nacional. As mudanças julgadas mais essenciais serão discutidas nesse texto.

O trabalho está estruturado da seguinte forma. Na seção 1, discutiremos as funções de um sistema financeiro “ideal”. Naturalmente, a identificação das funções mais importantes de um sistema financeiro depende do ponto de partida teórico do autor. Aqui será adotada a perspectiva keynesiana, cujas características centrais serão explicitadas nessa mesma seção. A segunda seção será dedicada à descrição das principais características do sistema financeiro brasileiro das últimas duas ou três décadas. Em seguida, discutiremos meios pelos quais se poderia tentar garantir que as funções não cumpridas no presente pudessem ser estimuladas para tornar o sistema financeiro nacional funcional no apoio ao desenvolvimento econômico liderado pelo capital doméstico. A última seção conclui o texto.

1

FUNÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO

Um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento econômico tem de cumprir duas funções essenciais: disponibilizar recursos financeiros para a sustentação do processo produtivo e da realização de investimentos que permitam ampliar e modernizar a capacidade produtiva existente na economia no volume e nos termos apropriados; e criar ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza. Um terceiro quesito seria que a provisão de financiamento à produção e ao investimento e a oferta de ativos para o público devem ser feitas sem que se comprometa a segurança sistêmica da economia, mas cumprir essa condição não seria propriamente papel do sistema financeiro, mas do aparato, que lhe é complementar, de regulação e supervisão financeiras.

1.1

FINANCIAMENTO DO PROCESSO PRODUTIVO E DO INVESTIMENTO

Em economias modernas de mercado, as atividades produtivas e a realização de investimentos são responsabilidades de empresas. Como sugerido por Keynes, empresas não são meros agrupamentos de indivíduos envolvidos em uma atividade cooperativa em busca de maior bem-estar. Empresas são “agentes” no sentido econômico substantivo, isto é, são caracterizadas pela autonomia de seus objetivos em comparação com outros grupos de agentes relacionados, como notavelmente os que compartilham a sua propriedade (CARVALHO, 1992, cap. 3). *Acionistas* são indivíduos provavelmente motivados pela satisfação que o consumo aumentado, resultado da obtenção de rendas de propriedade, pode propiciar. *Empresas*, porém, em uma economia empresarial, não têm por meta maximizar a satisfação de acionistas. A distribuição de lucros a acionistas é normalmente mantida no nível mínimo para que se mantenha o seu interesse em continuar associado à empresa. Acionistas não se diferenciam, para as empresas, essencialmente de outros grupos de credores: os lucros que compartilharão com eles sob a forma de dividendos tendem a se manter próximos aos juros recebidos por investidores de capitais equivalentes sob a forma de dívida, ressalvadas, naturalmente, as diferenças de risco envolvido em cada tipo de contrato.

Parte-se aqui da premissa de que empresas são movidas pelo que se poderia genericamente chamar de maximização de lucros, não porque isso maximiza a satisfação de seus proprietários – que, pelo menos no caso

das grandes corporações, raramente detêm o controle da firma –, mas porque a acumulação de capital é o próprio objetivo de existência, seu objetivo específico, da empresa (EICHNER, 1976).

A meta de maximização de lucros implica que a firma não tem razões para se limitar ao uso de seus próprios recursos na decisão de investimento. Se houver a possibilidade de acesso a recursos de terceiros, a aquisição de ativos de capital se dará, idealmente,¹ até o ponto em que os seus retornos esperados sejam iguais ao custo de obtenção de capitais junto a terceiros. Investimentos em economias modernas não são necessariamente limitados pelos recursos próprios das empresas investidoras. O capitalismo moderno desenvolveu formas de contrato voltadas para permitir precisamente a captação de recursos externos às firmas, quebrando o elo entre a escala de investimentos e a posse prévia de recursos. Essa possibilidade, segundo Schumpeter, é a mais importante diferença a separar o capitalismo moderno das formas passadas de organização da atividade econômica e tem implicações profundas para a determinação da dinâmica dessas economias, tanto para o bem (possibilidade de extensão praticamente indefinida da atividade), quanto para o mal (criação de fatores de fragilização da economia que, recorrentemente, levam a crises sistêmicas de maior ou menor gravidade).²

A decisão de investir em economias empresariais se defronta com incertezas incontornáveis. Ativos de capital costumam ter vida útil relativamente longa, mas consumidores não tem qualquer compromisso com planos de consumo que envolvam mais que o presente imediato. No entanto, a vida útil mais longa dos bens de capital os expõe ao risco de obsolescência precoce, em função das mudanças nas preferências dos consumidores ou, mais frequentemente, das inovações de natureza técnica. Esses riscos, por sua vez, não atingem os investimentos das empresas de forma homogênea, variando sua relevância e dimensão conforme o setor de que se trate.

Não é apenas do lado dos riscos que os investimentos se distinguem, contudo. Mesmo que esses riscos pudessem ser calculados de forma objetiva, o que raramente é verdadeiro, a forma de considerá-los no processo de tomada de decisões como um todo tende a variar com o estado de confiança ou o grau de aversão ao risco exibido por investidores específicos em cada contexto determinado.

A característica central de todo esse processo é a de que, em economias empresariais modernas, embora exista uma profusão de modos de socialização das perdas acarretadas por decisões que, ao final do processo, se mostrem equivocadas, a responsabilidade maior por perdas deve recair sobre o agente privado que as tomou – do mesmo modo que a apropriação das recompensas também deve se dar essencialmente de forma privada.

1 Isto é, na ausência de fatores que impliquem formas de racionamento de crédito.

2 Vale notar que, nesse aspecto, como em vários outros, Schumpeter e Keynes são certamente heréticos. Por décadas, a visão prevalecente em economia foi a da irrelevância do sistema financeiro para afetar o nível de produção e de investimento real da economia mesmo entre correntes heterodoxas. Entre ortodoxos, de fato, ainda prevalece a visão de autores como Eugene Fama e Robert Lucas em favor da “neutralidade” de fatores financeiros. Um argumento vigorosamente contrário, e muito influente, a essa posição foi oferecido por Levine (1997).

Naturalmente, a possibilidade de captação de recursos de terceiros para a concretização desse processo aumenta a escala dos projetos contemplados, mas também contribui para adicionar novos riscos à decisão de investir; já o outro lado da alavancagem permitida pelo endividamento é o estabelecimento de limites mais altos aos retornos que justifiquem o investimento. Em outras palavras, acrescenta-se ao quadro de riscos que cerca a decisão de investir alguma variante do risco de insolvência, caso os retornos efetivamente obtidos de um projeto não sejam suficientes para cobrir os compromissos emitidos em favor de credores.³ A consideração dos riscos envolvidos na captação de recursos externos à firma levou à formulação de diversas teorias micro e macroeconômicas de financiamento da produção e do investimento.⁴

Se investimentos são socialmente desejáveis, como é obviamente o caso de países em desenvolvimento, é preciso criar estruturas que minimizem em algum grau essas incertezas, para garantir que a acumulação de capital produtivo se dê na extensão necessária.

Para dadas diferenças dos perfis de riscos características de projetos individuais de investimento e dadas diferenças de comportamento de investidores individuais, considerado o estado de confiança de cada um em suas expectativas – ou o grau de aversão a risco –, a oferta de recursos de investimento externos às firmas deve ser estruturada de modo que reduza as incertezas da decisão de investir. Mesmo nesse grau de abstração, é inevitável reconhecer que a estrutura financeira “ideal” para apoiar o processo de investimento é aquela suficientemente *diferenciada* para dar conta das diversas possibilidades de risco associadas a cada projeto específico, bem como do específico grau de aversão a risco de investidores.

Desse modo, em uma economia na qual convivam diversas classes de empresas, de pequenas e médias empresas familiares a grandes corporações, empresas de capital aberto e capital fechado, de controle familiar ou seguindo regras mais modernas de governança corporativa, tenderá a haver demanda por recursos externos à firma pulverizada por vários canais, tanto por razões mais estruturais, como as listadas, como também por motivos de natureza mais conjuntural, como a posição e a inclinação de curvas de rendimento, diferenças de liquidez, de preferências de aplicadores, de regulação de proteção a investidores etc. Em sistemas econômicos marcados pela presença de empresas mais heterogêneas, a disponibilidade de recursos apenas sob a forma tradicional de crédito bancário é certamente um empecilho importante para a ampliação sustentada de investimentos.

Um elemento de particular importância nesse processo diz respeito ao prêmio de liquidez associado ao apelo à colocação de títulos em mercados públicos como canal de captação. Como proposto por autores como

3 Este é o fundamento dos modelos de risco crescente, originariamente propostos por Kalecki (1971, cap. 9). Esses modelos, desenvolvidos por um grande número de autores, inclusive Hyman Minsky, fundamentam a crítica mais radical dos teoremas Modigliani/Miller.

4 Praticamente todo o campo de finanças corporativas se ocupa desse problema (cf. MYERS, 2003; FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988; CARPENTER; FAZZARI; PETERSEN, 1994).

Keynes, e estendido por Kaldor, Robinson, Kahn, Tobin e Davidson, entre outros, o retorno monetário demandado por um investidor de um dado ativo varia inversamente ao seu prêmio de liquidez. Assim, quanto mais líquido for um ativo, maior será a redução que o investidor aceitará no retorno esperado oferecido por um ativo ao adquiri-lo. Ativos tradicionalmente ilíquidos, como empréstimos bancários – pelo menos na sua encarnação anterior à criação de CDS –, exigem retornos esperados relativamente altos. Papéis transacionados em mercados secundários ativos e organizados – com a presença de *market makers* –, em contraste, são adquiridos sob a expectativa de rendimentos menores, já que o investidor recebe parte de seus retornos sob a forma de *segurança*, representada pela possibilidade de revenda do ativo sem perdas significativas. O valor dessa segurança, avaliado *ex ante*, é exatamente o *prêmio de liquidez*.

Assim, quando é possível desenvolver mercados de títulos, estes podem representar tudo o mais constante, um custo de capital menor para as empresas que puderem explorá-los. Esses mercados, porém, não emergem e/ou prosperam de forma espontânea, nem são acessíveis a qualquer empresa. Seu surgimento e expansão depende da definição e implementação de políticas especificamente desenhadas para tanto.

Desse modo, a primeira das funções de um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento é, como já apontado, oferecer recursos inversíveis às empresas no volume necessário e nos termos condizentes com a natureza dos riscos que os investimentos planejados representem. Isso significa que em economias de menor grau de desenvolvimento, em que as necessidades de investimento sejam relativamente simples de se identificar, consistindo principalmente na criação de infraestrutura produtiva ou de grandes obras em setores básicos, como siderurgia e metalurgia, o sistema financeiro poderá ser estruturado em torno de instituições bancárias que sejam capazes de reunir e disponibilizar de forma concentrada recursos financeiros. No entanto, economias mais sofisticadas, em que o investimento tenda a ser mais pulverizado em vários setores, contemplando inclusive projetos de inovação tecnológica, demandam sistemas financeiros mais diversificados, com mercados de crédito bancário e mercados de capitais, tanto de dívida quanto de participação de capital, com instrumentos de financiamento variados, que permitam aos tomadores de recursos financiar seus projetos de modo que não impliquem graus inaceitáveis de exposição a risco.

1.2

OFERTA DE ATIVOS FINANCEIROS PARA ACUMULAÇÃO DE RIQUEZA

Conceitualmente, a escolha de ativos para retenção por parte do público não é essencialmente diferente da que enfrentam as firmas, discutidas anteriormente. Como sugeriu Hyman Minsky, todos os agentes econômicos, firmas, indivíduos e mesmo governos podem ser abordados, do ponto de vista financeiro, como enfrentando a mesma questão: como estruturar seus balanços, isto é, como organizar seus compromissos

de pagamentos (passivos) e seus direitos a pagamentos (ativos). Os constrangimentos sobre essa decisão também são os mesmos: a necessidade de compatibilizar os fluxos de entrada e de saída de caixa estabelecidos nos contratos de direitos e obrigações.

Indivíduos podem adquirir ativos reais – ainda que não seja, por definição, bens de capital –, especialmente imóveis, e ativos financeiros. A composição dos ativos de um indivíduo, como os das firmas, dependerá da expectativa de retornos e do prêmio de liquidez de cada um, dos perfis de risco a que esses ativos estejam expostos, e do estado de confiança e aversão à incerteza que caracterize cada tomador de decisões. No caso de indivíduos, a natureza dos passivos é normalmente fator menos importante, já que grande parte das aquisições é financiada com recursos próprios (poupança própria). No entanto, limitações de acesso a mercados também tendem a limitar as escolhas de ativos – certos mercados só são acessíveis a investimentos mínimos relativamente altos; em outros, a informação relevante para a decisão pode ser inacessível; a possibilidade de apelo a mercados secundários ou a outros suportes de liquidez pode ser limitada, novamente, a detentores de carteiras de alto valor etc.

A demanda por produtos financeiros parece ser caracterizada por elevada elasticidade-renda. Além disso, a demanda por produtos financeiros não apenas cresce mais rapidamente do que a renda, pelo menos a partir de certo nível mínimo de renda, como ela tende também a se diversificar, preferindo os investidores individuais distribuir suas aplicações por conjuntos mais variados de ativos, evitando a concentração em poucos produtos, típica de mercados de renda mais baixa, em que praticamente só se busca depósitos, seja em conta-corrente, seja em depósitos de poupança. No entanto, a emergência de esquemas de investimento coletivo, como os fundos de investimento e os fundos de pensão, tendem a criar condições para que essa diversificação desejada de ativos mantidos em carteira possa ser realizada de forma mais profissional e segura – ainda que as regras de operação desses fundos devam ser objeto de cuidadoso desenho e supervisão.

Economias de renda média, com perspectivas de crescimento sustentado, tendem a criar condições favoráveis ao desenvolvimento dos mercados financeiros, portanto, tanto pelo lado da demanda por recursos, quanto da oferta. Serviços financeiros diversificados são bens superiores, tanto se vistos pelo lado das empresas que podem escolher aqueles que melhor respondem às suas necessidades entre os vários instrumentos de captação, quanto pelo lado dos investidores, que buscam combinações variadas de rendimento e prêmio de liquidez.

Essa diversificação, porém, traz consigo também um conjunto de riscos importantes, não apenas para a atividade financeira em si. Em particular, riscos sistêmicos podem ser aumentados pela importância crescente de mercados secundários para garantir a liquidez dos ativos e o valor das posições tomadas pelos diversos investidores.

1.3

PAPEL DA REGULAÇÃO FINANCEIRA

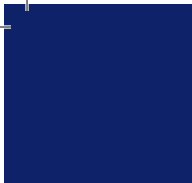
A regulação financeira, além dos objetivos comuns a outras formas de regulação, como o controle de monopólios, proteção a clientes etc., visa à preservação da estabilidade macroeconômica por meio da prevenção de crises sistêmicas.

Crises sistêmicas são fenômenos marcados pela presença de externalidades negativas tão intensas que fazem que choques relativamente pequenos sofridos em algum ponto da economia se transmitam para todo o sistema de forma extremamente destrutiva. Um exemplo corrente, naturalmente, é a transformação da crise do mercado imobiliário, conhecido como *subprime* nos Estados Unidos, em uma crise econômica mundial, cujo fim não está à vista. Em uma crise sistêmica, mecanismos de contágio se sobrepõem aos mecanismos de absorção de choques, de forma que os efeitos de um choque são ampliados em ondas sucessivas que se tornam mais fortes à medida que outros setores, além dos que sofreram o impacto original, são atingidos (CARVALHO, no prelo).

A experiência empírica, especialmente no século XX, mostrou que crises sistêmicas não apenas são possíveis, ainda que infrequentes, mas também que elas têm seu ponto focal na operação de sistemas financeiros. Ao custo de uma simplificação excessiva, pode-se dizer que crises sistêmicas emergem do acúmulo de fragilidades no sistema financeiro, geralmente resultantes do crescimento da alavancagem, que expõe as instituições e os mercados a riscos agudos associados ao eventual desapontamento de expectativas de rendimento.

Assim, o surgimento e o desenvolvimento de sistemas financeiros estruturalmente estáveis dependem da adoção e da eficaz implementação de regras de comportamento prudencial por parte de reguladores e supervisores especializados. Na verdade, sendo o setor financeiro voltado para a “produção” de contratos nos quais se definem obrigações mútuas entre ofertantes e demandantes de recursos, a construção de uma infraestrutura legal adequada é fundamental para a operação eficiente do sistema na persecução do desenvolvimento. Mercados financeiros mais sofisticados não emergem espontaneamente. É um papel fundamental do Estado em economias empresariais modernas promover a criação da infraestrutura legal necessária para que recursos sejam disponibilizados em volume e termos necessários à sustentação do investimento (como argumentado na subseção 1.2) e para que produtos financeiros apropriados sejam ofertados aos indivíduos que acumulam riqueza (argumento desenvolvido na subseção 1.1).

Não cabe aqui a discussão mais aprofundada de estratégias regulatórias adotadas na história recente, especialmente a partir da grande depressão dos anos 1930. As propostas de regulação (e reforma) específicas



para o ponto deste texto serão apresentadas mais à frente e tomam como ponto de partida a estrutura financeira efetivamente existente no país, sua eficácia relativa e as necessidades que se antecipam para o futuro. Portanto, é necessário que, antes que se possa formular propostas para o futuro, possamos ter uma visão mais clara da situação presente, tema da seção seguinte.

2

DESEMPENHO E CARACTERÍSTICAS DO SETOR FINANCEIRO NO BRASIL PÓS-REAL

O sistema financeiro brasileiro atual oferece um paradoxo aos analistas. Por um lado, ele é marcado pela diversificação e pela sofisticação, com as instituições financeiras locais adotando os mais avançados métodos de operação e de gestão encontráveis em mercados financeiros de países desenvolvidos. Em algumas linhas, por exemplo, na operação de sistemas de pagamento, poucos países avançados exibem igual eficiência à encontrada no Brasil, herança, em grande medida, do período de alta inflação – e seus incentivos à rápida liquidação de compromissos.

No entanto, o papel desse mesmo sistema financeiro no financiamento da produção e, mais particularmente, do investimento sempre foi de pouca relevância. Apesar do enorme poder de mobilização de recursos, ilustrado pela rápida expansão do setor nos últimos anos, o setor esteve muito mais voltado para a aplicação em dívida pública – atraído, naturalmente, pela combinação de altos rendimentos e riscos baixos ou quase inexistentes –, ou para operações interfinanceiras, expandindo a circulação financeira, mas com poucos reflexos sobre a circulação industrial. Em outras palavras, o sistema financeiro brasileiro exhibe o paradoxo da existência de instituições financeiras modernas, ativas e agressivamente competitivas que, no entanto, de pouco servem para impulsionar a atividade produtiva e ainda menos para sustentar investimentos, preferindo a atividade em mercados secundários, que leva ao crescimento do grau de alavancagem do sistema, mas sem potencializar a capacidade da economia em acumular capital real. Esse paradoxo é talvez mais oculto do que informado pelos dados de participação do setor no produto interno bruto (PIB), que exibiu significativa oscilação nas últimas duas décadas, sem que isso impactasse de forma mais intensa a operação real da economia. O setor apresentava alta participação no PIB nos últimos anos do regime de alta inflação – até meados dos anos 1990. Com a estabilização dos preços e a queda do imposto inflacionário – compartilhado pelos bancos dada sua capacidade de criação de moeda escritural –, essa participação caiu dramaticamente (IBGE/ANDIMA, 1997). Depois dos primeiros anos do período de estabilidade de preços, marcado, porém, pela instabilidade macroeconômica, o setor voltou a crescer, mas muito voltado para o aumento da atividade intrafinanceira.

O sistema financeiro brasileiro se enquadra na classe de “sistemas baseados em crédito”, em contraste com sistemas em que mercados de capitais representem a principal fonte de financiamento externo às

firmas.⁵ Mais do que isso, dado que se permite no país, desde a autorização dada pelo Banco Central do Brasil (Bacen), em 1988, à formação de bancos universais (sob a denominação “bancos múltiplos”), que uma instituição financeira participe de qualquer segmento do mercado financeiro que deseje, o sistema é dominado por instituições cuja atividade predominante é a banca comercial. Como se vê nas tabelas 1 e 2, apesar do rápido crescimento dos mercados de títulos nos últimos anos, o volume de emissões primárias de papéis ainda é significativamente inferior aos fluxos de crédito, cujo principal ofertante são os bancos.

O sistema bancário brasileiro tem características relativamente únicas entre os países emergentes. Em primeiro lugar, pela dominância de instituições de controle doméstico frente a bancos estrangeiros que controlam o setor em todos os outros países da América Latina e em outras áreas, como, notadamente, a Europa Centro-Oriental. Em segundo lugar, pela importância das instituições estatais, que sempre mantiveram a liderança do setor, até a recente constituição do conglomerado Itaú/Unibanco, que rompeu aquele padrão, ao menos temporariamente. Entre as maiores instituições financeiras do país, estão presentes o Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os dois últimos de propriedade exclusiva do Estado. A influência do governo na alocação de crédito não se dá apenas por meio dessas instituições, contudo, já que a regulação financeira doméstica também direciona parte dos créditos concedidos por instituições bancárias privadas a setores prioritários.

Tabela 1: Evolução recente da oferta de crédito

R\$ milhões – fluxos anuais

Ano	Recursos livres	Rec. direcionados	Total
2006	94.624	30.942	125.567
2007	162.479	40.904	203.383
2008	210.368	80.955	291.321

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil (Bacen), tabela II.18.

5 É preciso algum cuidado para não exagerar a importância dessa distinção. Sistemas financeiros diversos convergem em algumas atividades, divergem em outras, e tanto mercados de capitais quanto de crédito parecem ser eficientes, em condições específicas, para acelerar o crescimento econômico. Veja, por exemplo, os ensaios coletados em Black e Moersch (1998).

Tabela 2: Emissões primárias de ações e debêntures

R\$ milhões de 2008 – médias anuais

Período	Ações	Debêntures
1995-1998	14.424,21	24.391,52
1999-2003	2.925,78	19.293,19
2004-2008	19.836,87	47.844,63

Fonte: Projeto do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), "Perspectivas da indústria financeira" e o "Papel dos bancos públicos", subprojeto: "Mercado de títulos brasileiro", IE/UFRJ, 1º Relatório Parcial, maio 2009, tabela III.31.

As características do sistema bancário brasileiro são conhecidas, amplamente tratadas na literatura e não precisam ser detalhadas aqui (DE PAULA; OREIRO, 2007). Mais intrigante, talvez, seja a rápida expansão recente, depois de várias falsas partidas, dos mercados de títulos. A tabela 2 informa a evolução recente em reais constantes – a preços de 2008. Salta à vista o crescimento de debêntures, que oscila no período em torno de valores significativamente elevados. Debêntures são papéis muito atraentes para aplicadores em economias marcadas por persistente instabilidade, já que são contratos que embutem cláusulas automáticas de redefinições periódicas de obrigações. Desse modo, debêntures embutem uma combinação de opções de venda e de compra que tem grande valor em condições voláteis como as que historicamente têm marcado a economia brasileira. O comportamento do mercado de ações – note-se que a informação na tabela 2 refere-se apenas a emissões primárias –, por sua vez, é errático, já que reflete de forma mais imediata a instabilidade da economia.

O volume de recursos absorvidos na colocação primária de papéis indica o potencial do mercado de capitais como canal de financiamento no Brasil. No entanto, é preciso ver esses números com parcimônia. Primeiro, porque parte significativa desses recursos se destina a outros fins, que não o financiamento do investimento produtivo. Segundo, porque no caso do mercado acionário a dependência do capital estrangeiro para a expansão do mercado secundário, tanto para a sustentação da liquidez do mercado, quanto para a função de descoberta de preços, torna esse canal de financiamento mais instável do que o ideal, já que a movimentação de capitais externos obedece prioritariamente a outros estímulos que não propriamente as perspectivas das empresas cujos papéis são negociados.

A destinação dos recursos é informada nas tabelas 3 (no caso de emissão de ações) e 4 (para debêntures). No caso da emissão de ações, cerca de um terço dos recursos captados se destina ao financiamento de investimentos – embora se possa considerar que também a reestruturação de passivos possa ser relevante, no caso em que investimentos tenham sido financiados originalmente, por exemplo, pela emissão de dívidas em termos prejudiciais à firma. Também no caso de debêntures, há certa diluição de recursos, especialmente

pelo vazamento para financiamento de capital de giro. No entanto, deve-se interpretar essa informação com certo cuidado, em função de distorções peculiares ao caso brasileiro. Especialmente nos últimos anos, com a recuperação pelo BNDES de seu papel financiador de investimentos, percebe-se no mercado certa “abundância” de recursos para investimento (para empresas qualificadas a conseguir créditos do BNDES, naturalmente), enquanto capital de giro se mantém relativamente caro e escasso, já que seu provimento deveria ser de responsabilidade do sistema bancário – que não o faz de forma eficiente e na extensão necessária – ou pela colocação de papéis específicos, como é o caso de *commercial papers* nos Estados Unidos, ou, por tradição, de notas promissórias no Brasil. A emissão de notas promissórias constitui de fato um canal relativamente importante – cerca de 10% da emissão de títulos de dívida no período 2004 a 2008 –, mas provavelmente ainda insuficiente em face das demandas existentes.

Tabela 3: Destinação de recursos da colocação primária de ações
Participação média anual no total (%)

Período	Aquisição de part. acionária	Investimento	Reestruturação de passivo	Capital de giro	Outros
1999-2003	29,8	31,5	29,7	6,8	2,2
2004-2008	26,4	36	10,4	12,1	15,2

Fonte: Projeto IE/Unicamp e IE/UFRJ etc., tabela II.22.

Tabela 4: Destinação de recursos da colocação primária de debêntures
Participação média anual no total (%)

Período	Alongamento do perfil da dívida	Aquisição de bens p/ arrendamento	Investimento	Capital de giro	Aquisição de part. societária	Outros
1999-2003	34,1	6,1	9,8	16,6	12,7	20,6
2004-2008	16,4	19,4	1,1	42	12,8	8,3

Fonte: Projeto IE/Unicamp e IE/UFRJ etc., tabela III.34.

O sistema financeiro brasileiro não parece se constituir em uma barreira ao financiamento do investimento e ao desenvolvimento econômico do ponto de vista do *volume* de recursos gerados. Os coeficientes que medem o tamanho do setor ainda são relativamente pequenos quando comparados a outras economias emergentes, especialmente na Ásia, mas esse resultado não é anômalo quando se considera as três décadas de alta inflação que marcaram a economia brasileira até o Plano Real. No entanto, o setor tem mostrado alta elasticidade de produção de serviços financeiros, respondendo à demanda com bastante agilidade quando não é contido por controles. É possível que a mera passagem do tempo seja suficiente para levar os



coeficientes financeiros agregados a números mais adequados ao estágio de desenvolvimento da economia brasileira. Se a geração de recursos em si não é necessariamente preocupante e pode ser ampliada de forma relativamente espontânea – apesar da importância de alguns fatores de risco como a excessiva dependência do mercado de ações do investimento estrangeiro –, a alocação desse capital e os termos em que ele é disponibilizado às empresas é preocupante, inclusive porque sua melhoria dificilmente seria alcançada por evolução espontânea. É aqui que o papel do Estado é particularmente importante, implementando estratégias que orientem uma provisão mais adequada de recursos para a realização de investimentos produtivos, particularmente pelas empresas privadas nacionais. Na seção seguinte, algumas das iniciativas que poderiam aumentar a eficiência desse processo são apresentadas.

3

REFORMANDO O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO PARA TORNÁ-LO FUNCIONAL AO DESENVOLVIMENTO

Propôs-se aqui que o problema da *ampliação* da oferta de recursos financeiros é de relativamente simples solução, já que a evidência aponta para uma reação bastante ágil das instituições financeiras à ampliação da demanda de qualquer origem. Em 1994, depois da reforma monetária, e novamente em meados da presente década, até 2008, antes de a crise chegar ao Brasil no último trimestre do ano, tanto a expansão do crédito quanto do mercado de capitais foi bastante rápida em face do crescimento da demanda.

As formas e os termos em que esses recursos são disponibilizados constituem problema mais difícil, provavelmente exigindo algum tipo de orientação por parte do setor público, seja por meio da definição de políticas de crédito – aqui incluída a política monetária –, seja por meio da definição de um marco regulatório adequado ao que se espera do setor financeiro.

Uma crítica frequentemente dirigida ao setor bancário, componente mais importante, como visto, do sistema financeiro brasileiro, focaliza sua incapacidade de dar sustentação financeira a investimentos produtivos, levando à conclusão de que políticas deveriam ser desenhadas para forçar bancos a concederem créditos de longo prazo. Esse é provavelmente o caminho errado para resolver um problema real, a da insuficiência de canais adequados de financiamento do investimento. Bancos caracteristicamente captam recursos de curto prazo, particularmente sob a forma de depósitos à vista e a prazo. Com passivos de curta maturidade, não seria realmente de se esperar – e ainda menos de incentivar – que bancos se voltassem para aplicações de prazo mais longo, como as voltadas para o financiamento de investimentos. Na verdade, a crise atual ilustra os riscos representados pelo excessivo descasamento de maturidades entre ativos e passivos que instituições financeiras são algumas vezes estimuladas a explorar por curvas de rendimento de inclinação mais aguda.

Preocupações com segurança sistêmica deveriam motivar o desenho de regras que não apenas mantenham a alavancagem média da economia sob controle, mas que também previnam a exposição excessiva de intermediários financeiros a riscos de descasamento de maturidades. Idealmente, aos bancos caberia a provisão de crédito de curto prazo, seja para capital de giro, seja a consumidores, compatíveis com a duração de seus passivos, enquanto recursos de longo prazo, apropriados para a sustentação de investimentos, seriam

providos seja pela colocação de títulos (de participação proprietária ou de dívida), seja pela obtenção de créditos junto a instituições especializadas que, por sua vez, se forem privadas, captarão recursos igualmente de longo prazo. Reguladores deveriam, portanto, dedicar especial atenção à necessidade de imposição de limites à taxa de alavancagem no sistema financeiro, e de controle do descasamento de balanços dos intermediários financeiros.

3.1 MELHORAR AS CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO

Os termos de financiamento, e mais particularmente o custo do capital para as empresas do setor produtivo, precisam ser drasticamente reduzidos. Há muitas propostas em debate para obter essa redução, seja por meio da diminuição de depósitos compulsórios, tradicionalmente excessivamente elevados no Brasil, seja por meio da redução das taxas básicas de juro, mantidas altas por políticas monetárias que muitos criticam por serem também excessivamente conservadoras. Independentemente da validade dessas e de outras propostas, é incontroversa a necessidade de aumento do grau de competição de preços no setor financeiro. Dado o papel preponderante das instituições bancárias no setor, é no setor bancário que pressões competitivas deveriam ser criadas para forçar a redução dos custos de financiamento.

É um esforço inútil, porém, tentar promover a competição *entre* bancos. O setor bancário brasileiro exibe uma estrutura claramente oligopólica, com diferenciação de serviços e liderança de preços pelas maiores instituições. A importância da conquista da confiança do público faz que o reconhecimento de “marcas” se torne forte elemento de competição, além da diferenciação de produtos. Além disso, há fortes evidências de que a indústria bancária, ao contrário do que ocorria no passado, exibe economias de escala em um extenso intervalo de tamanhos. Desse modo, cada instituição bancária almeja crescer o suficiente para usufruir de economias de escala e criar um “nome” no mercado para estabilizar sua *market share* e se valer dela para se expandir ainda mais, ocupando o espaço deixado pelas duas instituições líderes do setor. A competição é forte, mas com efeito relativamente reduzido sobre os preços dos serviços financeiros (CARVALHO, 2007).

O grau de concorrência não vai subir significativamente pelo fomento da competição *entre* bancos, mas no fomento de canais de financiamento *alternativos* ao setor bancário. Foi desse modo que a disseminação de formas securitizadas de financiamento implicou importante redução do custo de capital na década de 1990 na economia americana (BRYAN, 2000, p. 174). A expansão dos mercados de capitais deveria se dar às *expensas* do setor bancário, não sob sua égide, como tem sido o caso brasileiro.⁶

6 Também nesse ponto, a experiência da crise financeira iniciada em 2007 levou grande número de economistas a defender a volta de disposições do tipo Lei Glass/Steagal, que separava mercados de crédito de mercados de títulos, ainda que por razões de controle de riscos, e não por manutenção de custos de capital mais reduzidos.

Expandir os processos de securitização e do mercado de capitais, *paralelamente* ao sistema bancário, deveria ser uma meta prioritária de um conjunto de reformas destinadas a melhorar as condições de financiamento do investimento na economia brasileira. Por outro lado, é preciso aprender da experiência de outros países, para impedir que os efeitos potencialmente destrutivos do processo de securitização tenham lugar aqui. Em particular, o incentivo à expansão da securitização como canal alternativo ao crédito bancário não deve se transformar na permissividade com relação às formas de securitização secundária – emissão de papéis lastreados em outros papéis, como no caso dos títulos lastreados em ativos (ABS), das obrigações colateralizadas de débito (CDO) etc. –, cuja única função era permitir aumento da alavancagem e da exploração de oportunidades de transação por instituições financeiras. Como se determinou na corrente crise financeira, esses papéis servem apenas para tornar operações financeiras mais opacas, favorecendo a especulação e a fragilidade financeira.

Mesmo na sua versão virtuosa, porém, a securitização exibiu aspectos perversos, particularmente no que se refere às dificuldades enfrentadas por firmas médias e pequenas para participar desse mercado. Esquemas especiais devem ser criados para superar a barreira representada pela escala mínima da empresa tomadora que serve atualmente de critério de exclusão da maioria das firmas desse canal. Uma possibilidade seria o “empacotamento” de empréstimos a empresas individuais para lastrear a emissão de bônus que poderiam ser vendidos a instituições interessadas em aplicações de prazo mais longo. Esses papéis poderiam contar com alguma garantia do governo, como no caso dos papéis lastreados em hipotecas nos Estados Unidos,⁷ de modo que estimule sua aceitação por investidores privados.

Na verdade, a extensão de instrumentos de seguro a formas de financiamento que se queira promover seria uma estratégia de governo alternativa à participação direta nos mercados financeiros. Além de não envolver diretamente recursos financeiros, potencializando o impacto da ação pública em cenário de necessidades orçamentárias maiores que disponibilidades, ela favorece também a emergência e a consolidação de práticas privadas de financiamento mais positivas.

A securitização pode reduzir os custos de capital para empresas porque se apoia em custos de transação menores que os envolvidos na intermediação de crédito. Mas ela pode também representar uma redução de custos pelo lado da captação, já que papéis securitizados tendem a ter um prêmio de liquidez maior que contratos de crédito. Esse prêmio de liquidez será tanto mais relevante quanto mais ativo, permanente e organizado for o mercado secundário criado para negociação dos estoques existentes desses papéis. Nem todo título tem as características necessárias para que seja eficiente a criação e a operação de um

⁷ No contexto presente, é importante não se confundir os problemas criados pelo lastreamento de papéis em hipotecas *subprime*, caracterizadas pelo risco de crédito excessivamente alto e precificadas inadequadamente, com o processo genérico de transformação de hipotecas em títulos que deu sustentação ao financiamento imobiliário americano pela maior parte do século XX. A crise atual mostra a necessidade de limitar e supervisionar o processo de forma eficiente, não a de impedir a securitização do financiamento imobiliário ou de qualquer outro setor em condições similares.

mercado secundário formal.⁸ Para aqueles em que isso seja possível, a organização desses mercados deve ser uma meta de política, inclusive na criação da infraestrutura adequada, em termos de sistemas de registro, de reconhecimento e liquidação de obrigações, de pagamento, custódia, definição e administração de garantias etc. Embora firmas não captem financiamentos nesses mercados, sua operação é determinante importante dos termos de captação nas emissões primárias.

Finalmente, mas não menos importante, há um papel relevante a ser jogado ainda por bancos públicos, especialmente no caso do financiamento de investimentos que envolvam externalidades positivas relevantes. A existência de externalidades não altera o valor dos projetos privados que as geram. Por isso, projetos importantes para o processo de desenvolvimento podem não obter financiamento privado porque os seus ganhos mais importantes podem não ser internalizados pela empresa tomadora de recursos e, portanto, não alteram a atratividade do projeto aos olhos do financiador. Nesse tipo de situação, a ação de instituições financeiras públicas encontra sua mais forte justificativa, já que é de se esperar que externalidades sejam especialmente presentes em estruturas econômicas em formação – em contraste com economias já maduras.

3.2

CRIANDO PRODUTOS PARA A ACUMULAÇÃO DE RIQUEZA FINANCEIRA

Reformas são necessárias não apenas para facilitar o acesso de empresas a recursos financeiros, mas também para aumentar a atratividade das aplicações financeiras com características melhores para investidores e para aumentar o universo de aplicadores, especialmente no que se refere aos grupos de renda média e média-baixa.

Como herança do regime de alta inflação, restou forte e durável desconfiança de investidores em aplicações que envolvam uma imobilização de recursos por prazo mais longo. A incerteza sobre a evolução de preços relativos embutida na alta inflação deu lugar à incerteza sobre a trajetória futura das taxas de juros.⁹ Essa incerteza, aliada à baixa agressividade das autoridades relevantes em recompor um quadro de normalidade na relação risco/retorno no mercado de dívida pública, estimula investidores a manter suas carteiras recheadas de títulos públicos, forçando títulos privados a oferecer combinações de juros e garantias que são incompatíveis com os riscos do processo de investimento.

Não cabe aqui discutir a administração da dívida pública. Assumindo-se, porém, que os métodos empregados até aqui se mantenham, é preciso criar instrumentos que viabilizem a emissão de papéis privados.

⁸ Mercados secundários organizados são muito mais comuns para ações que para títulos de dívida.

⁹ Fortalecida pelo comportamento quase irracional do Banco Central na fixação das taxas de juros básicas, sempre muito mais ágil na elevação do que na redução dos juros.

Títulos públicos no Brasil, além de oferecer remuneração atraente, estão livres dos riscos mais relevantes temidos por investidores. O risco de crédito, naturalmente, é irrelevante, já que não há razões para um *default* do Tesouro em suas obrigações denominadas em moeda nacional – especialmente após as mudanças legais dos anos 1990 que tornaram ilegais iniciativas como o Plano Collor, de 1990. O risco de liquidez é também irrelevante: o mercado para títulos públicos é amplo e conta com um *market maker* de última instância, que é o Banco Central. Essa não é uma de suas funções oficiais, mas a expectativa do mercado, com base nos procedimentos adotados até o passado recente é semelhante à famosa “opção Greenspan”. É como se títulos públicos fossem colocados já acoplados a uma opção de venda, com preço de exercício muito próximo ao seu valor “normal” de mercado. Finalmente, o risco de juros, isto é, de perda de valor de mercado do papel em caso de aumento de juros, é evitado pelas cláusulas de indexação desses papéis às taxas de juros de curto prazo, como o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ou a outros indexadores.¹⁰

Os dois últimos mecanismos representam benesses pródigas a investidores e instituições financeiras e deveriam desaparecer. Se isso não acontecer, títulos privados de prazo mais longo devem embutir alguma compensação, que não seja uma taxa de juros excessivamente elevada, para viabilizar sua colocação em mercado. É inevitável que o risco de crédito de tomadores privados seja mais alto que o do Tesouro. É também inevitável que o risco de liquidez também o seja. O risco de juros, porém, poderia ser diminuído, seja por meio de seguros semelhantes aos discutidos no item anterior – pelos quais uma instituição pública assumiria o *bottom line* do risco de *default* da empresa tomadora –, ou do acoplamento de uma opção de venda, a um dado preço de exercício, no bônus emitido pela empresa.

A instituição de um seguro seria atraente pela alavancagem obtida com um dado volume de recursos destinado para esse fim pelo governo. O fundo de seguros poderia ser constituído, pelo menos parcialmente, por uma taxa sobre o próprio valor do contrato, acrescido de fundos públicos correspondentes. Em circunstâncias normais, a taxa de *default* deveria se manter em intervalos calculáveis, o que serviria de base para a fixação feita pela autoridade relevante para estabelecer o prêmio do seguro.

Já o acoplamento de uma opção de venda jogaria um papel essencialmente semelhante, mas permitiria o impulso de um mercado mais denso de opções, do qual, eventualmente, o próprio governo pudesse se desengajar no futuro.

É improvável, de qualquer modo, que esses instrumentos fossem suficientes para reorientar de forma significativa a demanda dos investidores de papéis públicos para papéis privados. Outros meios deveriam

¹⁰ O que faz que investidores só se interessem pelo alongamento de duração quando há a expectativa de redução da taxa de juros de curto prazo e enquanto ela durar.

ser empregados para aumentar o incentivo a que isso ocorresse, notadamente o uso mais agressivo de incentivos fiscais para favorecer aplicações mais longas. Esta prática já existe para o investimento em fundos, mas poderia ser estendida, de forma mais agressiva, com uma curva de alíquotas mais inclinada, para investimentos em papéis de longa duração.

Mas é preciso também ampliar o universo de investidores, incorporando grupos de rendas médias e mesmo média-baixas. Isto seria útil não apenas para aumentar a reserva de poupança financeira a ser mobilizada, mas também para perseguir objetivos de redistribuição de riqueza, permitindo a grupos mais amplos da população participar dos retornos do processo de investimento.

3.3 REDISTRIBUINDO RIQUEZA FINANCEIRA

O racionamento da oferta de produtos financeiros a grupos de renda média ou baixa não é um fenômeno brasileiro, nem mesmo exclusivo de países em desenvolvimento. O acesso a oportunidades de investimento mais atraentes é limitado a detentores de certo mínimo de riqueza financeira. Igualmente, o acesso a crédito também é racionado para tomadores, pessoas físicas ou jurídicas, que exibam características que os torne de alguma forma indesejáveis para as instituições financeiras. O racionamento pode atingir não apenas os grupos mais obviamente segregados, como famílias pobres ou desprovidas de ativos para oferecer em garantia, como também casos menos autoevidentes, em que a simples residência em certas áreas geográficas – por exemplo, guetos urbanos, favelas etc. – é motivo suficiente para recusa de crédito.

Este fenômeno de segregação, conhecido nos Estados Unidos como *red-lining*, só pode ser superado pela intervenção de reguladores (DYMSKI, 1999, p. 38). A relativa normalização da oferta de serviços financeiros em guetos urbanos, por exemplo, só foi conseguida naquele país depois da adoção da Lei do Reinvestimento Comunitário, em inglês Community Reinvestment Act (CRA), pelo qual os bancos que solicitarem autorização para operações, como fusões e aquisições, devem demonstrar que não segregam esses grupos sociais. Note-se que não se trata de conceder aos grupos prejudicados nenhum favor especial. O banco apenas certifica que trata clientes com essas características como clientes “normais”, sujeitos aos mesmos critérios de seleção que o restante dos clientes.

Pesquisa recente, realizada pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase), mostrou que o fenômeno do *red-lining* é extremamente forte no mercado de trabalho no Rio de Janeiro, e não há qualquer razão para se supor que ele não se repita em todo o país. Indivíduos em busca de emprego declaram locais fictícios de residência quando seu domicílio se localiza em uma favela, porque a disponibilização da

informação correta implicaria a imediata desqualificação da candidatura a um emprego.¹¹ Já com relação ao acesso a instituições financeiras, o fenômeno é conhecido também de longa data, tendo dado origem, em muitos locais, às iniciativas cooperativas de oferta de microcrédito.

O fundamento do CRA, na verdade, é o de que instituições financeiras em geral, e bancárias em particular, funcionam normalmente apoiadas em um volume enorme de subsídios públicos. Bancos contam com o Banco Central como provedor de liquidez em caso de emergência, privilégio que nenhum outro setor tem.¹² A existência de seguros de depósitos permite a bancos não pagar qualquer taxa de juros sobre depósitos à vista, porque depositantes se contentam com a segurança associada aos depósitos, que, por sua vez, não depende do banco ser ou não competente, mas simplesmente do fato de o setor público garantir, direta ou indiretamente, esses depósitos. Em outras palavras, bancos não são simplesmente empresas privadas competindo no mercado com suas próprias forças. Bancos são empresas que funcionam cercadas de subsídios dados pelo setor público e, por isso mesmo, devem pagar por esses subsídios por meio do fornecimento de serviços especiais ao público. A Lei de Reinvestimento Comunitário é uma dessas formas de repagamento. Assim, no rol de propostas de reforma financeira, a criação de regras que coíbam a discriminação de grupos sociais marcados por alguma característica vista como negativa pelo setor financeiro é um passo fundamental.

Mas não é apenas o acesso ao crédito, por mais importante que este seja, que é necessário promover. Investidores de renda média e média-baixa também deveriam poder compartilhar os retornos dos investimentos em uma nova fase de crescimento mais rápido da economia. No momento, praticamente a única oportunidade de aplicação acessível a esses grupos é a caderneta de poupança. O rendimento dessa aplicação está longe de ser desprezível, mas no caso de uma retomada do crescimento econômico, não há porque impedir que investidores desse grupo possam alocar parte de seus recursos no financiamento do setor real. As barreiras maiores para essa participação é o pouco conhecimento dessas oportunidades, e de suas combinações de expectativa de retornos e riscos, por um lado, e, por outro, a exigência de valores mínimos de investimento para que instituições financeiras permitam a aplicação. Para superar ambas as dificuldades, deveria ser examinada a possibilidade da criação, apoiada na definição de estímulos e controles adequados, de fundos de investimento de responsabilidade, por exemplo, de sindicatos ou de outras formas de associação.

11. Veja-se “Resultados preliminares de grupos focais”, da pesquisa Dimensões da Cidade: Favela e Asfalto, em desenvolvimento pelo Ibase. Disponível em: <<http://www.pactopelacidadania.org.br/index.php/download>>.

12. A crise financeira atual tem ilustrado de forma dramática o quanto custam esses subsídios à sociedade.

CONCLUSÃO

Este trabalho listou um conjunto de propostas de reforma do setor financeiro com vistas a torná-lo funcional com relação ao processo de desenvolvimento no Brasil. Essas propostas se dividem em três grupos, consistindo o primeiro de iniciativas destinadas a melhorar os termos em que financiamento é oferecido a empresas privadas para a realização de investimentos. O segundo grupo cobre iniciativas para permitir que investidores domésticos possam diversificar suas carteiras, adquirindo ativos de longa duração que possam ser emitidos por firmas para financiamento de investimentos sem fragilizar seus balanços excessivamente. O último grupo consiste de propostas voltadas para a redistribuição de riquezas e a ampliação do acesso a crédito. Ainda que as medidas propostas possam ser consideradas individualmente, elas constituem um grupo integrado, planejado não apenas para baratear custos de capital para empresas, mas também para dar apoio a transformações estruturais que devem acompanhar o processo de desenvolvimento, inclusive na dimensão essencial de redistribuição de riqueza.

REFERÊNCIA

BLACK, S.; MOERSCH, M. (Org.). **Competition and Convergence in Financial Markets**. Amsterdam: North Holland/Elsevier, 1998.

BRYAN, L. The risks, potential, and promise of securitization. In: KENDALL, L.; FISHMAN, M. (Org.). **A Primer on Securitization**. Cambridge, Mass: MIT Press, 2000.

CARPENTER, R.; FAZZARI, S.; PETERSON, B. Inventory investment, internal-finance fluctuations and the business cycle. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 2, p. 75-137, 1994.

CARVALHO, F. J. C. **Mr. Keynes and the Post Keynesians**. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

_____. **Estrutura e padrões de competição no sistema bancário brasileiro: uma hipótese para investigação e alguma evidência preliminar**. In: DE PAULA, L. F.; OREIRO, J. 2007.

_____. Systemic crisis, systemic risk and the financial instability hypothesis. In: HEIM, E. et al. (Org.). **Macroeconomic Policy on Shaky Foundations**. Berlin: Metropolis Verlag. No prelo.

DE PAULA, L. F.; OREIRO, J. (Org.). **Sistema financeiro. Uma análise do setor bancário brasileiro**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.

DYMSKI, G. **The Bank Merger Wave. The Economic Causes and Social Consequences of Financial Consolidation**. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1999.

EICHNER, A. S. **The Megacorp and Oligopoly**. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1976.

FAZZARI, S.; HUBBARD, R.; PETERSEN, B. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, p. 141-206, 1988.

IBGE/ANDIMA. **Sistema financeiro. Uma análise a partir das contas nacionais 1990-1995**. Rio de Janeiro: IBGE, 1997.

KALECKI, M. **Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, n. 35, p. 688-726, 1997.

MYERS, S. Financing of Corporations. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Org.). **Handbook of the Economics of Finance**. Amsterdam: North Holland/Elsevier, 2003 (Volume 1A: Corporate Finance).