

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO**

Felipe de Faria Viana

DISSERTAÇÃO

**OPORTUNIDADES, DESAFIOS E
PROBLEMÁTICA AO DESENVOLVIMENTO DO
MERCADO DE DÍVIDA DE LONGO PRAZO
BRASILEIRO.**

**Rio de Janeiro
2006**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**OPORTUNIDADES, DESAFIOS E PROBLEMÁTICA AO
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DÍVIDA DE LONGO
PRAZO BRASILEIRO.**

Felipe de Faria Viana

Dissertação submetida ao corpo docente do Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – COPPEAD, da Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre.

Aprovada por:

_____ Orientador
Prof. Winston Fritsch, Ph.D. (COPPEAD/UFRJ)

_____ Prof. Ricardo Pereira Camara Leal, D.Sc. (COPPEAD/UFRJ)

_____ Prof. Antônio Carlos Fiorêncio Soares da Cunha, Ph.D. (IBMEC-RJ)

Rio de Janeiro

2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Viana, Felipe de Faria.

Oportunidades, Desafios e Problemática ao Desenvolvimento do Mercado de Dívida de Longo Prazo. / Felipe de Faria Viana – Rio de Janeiro, 2006.

xi; 64 fl.: il.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, 2005.

Orientador: Winston Fritsch

1. Desenvolvimento do Mercado de Capitais. 2. Títulos de Dívida Corporativo de Longo Prazo. 3. Política Econômica

Felipe de Faria Viana

Dissertação

**OPORTUNIDADES, DESAFIOS E PROBLEMÁTICA AO
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DÍVIDA DE LONGO
PRAZO BRASILEIRO.**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Winston Fritsch, Ph. D.

Rio de Janeiro
2006

A minha família,

AGRADECIMENTOS

Gostaria de registrar os meus sinceros agradecimentos a algumas pessoas cujo convívio foi essencial para a realização desta dissertação.

Agradeço ao meu orientador, Winston Fritsch pela assistência, paciência e orientação durante o processo de desenvolvimento do trabalho.

Aos meus queridos companheiros de classe, que além de participarem do processo de construção do conhecimento desses últimos dois anos, tornaram-se amigos que espero carregar pelo resto da vida.

Por fim, um muito obrigado aos meus pais, irmão e família, que com muita paciência, sempre estiveram ao meu lado.

RESUMO

Viana, Felipe de Faria. **Oportunidades, Desafios e Problemática ao Desenvolvimento do Mercado de Dívida de Longo Prazo Brasileiro**, Orientador: Winston Fritsch. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2006. Dissertação (Mestrado em Administração)

O presente trabalho tem por objetivo demonstrar a importância que um mercado de dívida de longo prazo tem para o desenvolvimento de um país ressaltando a relevância que um mercado de capitais desenvolvido possui para o crescimento de uma nação. Assim, busca analisar e evidenciar o estágio atual de desenvolvimento do mercado brasileiro, observando a sua evolução recente e suas perspectivas futuras em relação à experiência de outros países que passaram por estágio de evolução semelhante numa conjuntura de taxa de juros reais declinantes, redução da relação dívida/PIB e melhora dos *ratings* de risco rumo ao nível *investment grade*. Busca analisar também toda a problemática que envolve o desenvolvimento do mesmo bem como os principais entraves atuais ao seu desenvolvimento ressaltando e explicitando todas as questões relevantes que impedem o florescimento de um vigoroso mercado. Aborda também possíveis recomendações de política do ponto de vista macroeconômico, de fortalecimento das instituições e do papel do estado e do mercado de capitais como um todo para que o desenvolvimento equilibrado e célere desse objetivo ocorra. Por fim, conclui e resume os principais assuntos que circundam a questão.

Palavras-chave: Desenvolvimento do Mercado de Capitais, Títulos de Dívida Corporativo de Longo Prazo e Política Econômica.

ABSTRACT

Viana, Felipe de Faria. **Oportunidades, Desafios e Problemática ao Desenvolvimento do Mercado de Dívida de Longo Prazo Brasileiro**, Orientador: Winston Fritsch. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2006. Dissertação (Mestrado em Administração)

The objective of this dissertation is to demonstrate the importance of a long term bond market in the development of a country, emphasizing the relevance of a well developed capital market in the growth of a nation. In this manner, it tries to analyze the actual stage of development from the Brazilian market, comparing its recent evolution and future perspectives with the experience of other countries that had to pass thru a similar stage of development in a conjuncture of failing real interest rates, reduction of debt/GDP rates and improvements in the risk ratings. It also tries to analyze the problematic that involves the development of the market and the principal obstacles to their growth, emphasizing all the relevant issues that prevent the born of a vigorous market. It approaches possible recommendations of policies in the macroeconomic theme, institutional arrangement improvements and the role of the government and the capital market to the fast and sustained development of Brazilian bond market. Finally, the article concludes and gives a resume of the principal issues relevant to the subject

KeyWords: Capital Market Developement, Corporate Bond Market, Economic Policie.

LISTA DE TABELAS

<i>Tabela 1: Desembolsos BNDES por Porte de Empresa.....</i>	<i>40</i>
--	-----------

LISTA DE GRÁFICOS

<i>Gráfico 1: Ofertas Primárias e Secundárias Registradas na CVM. (Milhões R\$).....</i>	<i>7</i>
<i>Gráfico 2: Estoque de Debêntures no SND. (Milhões R\$).....</i>	<i>9</i>
<i>Gráfico 3: Relação Dívida/PIB Brasileira. (em %).....</i>	<i>16</i>
<i>Gráfico 4: Composição da Dívida Brasileira por Indexador. (em %).....</i>	<i>17</i>
<i>Gráfico 5: Prazo Médio dos Títulos da Dívida Brasileira. (Meses).....</i>	<i>18</i>
<i>Gráfico 6: Participação das Modalidades de Crédito. (%).....</i>	<i>32</i>

SUMÁRIO

1. Introdução.....	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
2. Importância do Mercado de Dívida de Longo Prazo.....	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
3. Panorama Atual do Mercado de Capitais Brasileiro	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
4. Entraves ao Desenvolvimento do MDLP Brasileiro e Recomendações de Política Econômica.....	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
4.1 Questões Macroeconômicas	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
4.2 Aspectos de Oferta e Demanda.....	31
4.3 Aspectos Institucionais	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
5. Conclusão.....	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
Referências	
Bibliográficas.....	<i>Erro!</i>
	<i>Indicador não definido.</i>

1. Introdução

O mercado de capitais brasileiro se notabiliza pelo alto grau de desenvolvimento de sua infra-estrutura de custódia, liquidação e mercados futuros, pelo excelente nível de especialização dos agentes de intermediação financeira e pelo grande volume de recursos disponíveis para o seu desenvolvimento. Apesar dessas importantes qualidades, podemos afirmar que praticamente inexistente um mercado de dívida de longo prazo (MDLP) no Brasil definido como os instrumentos de renda fixa tanto públicos como privados de longo prazo e não somente os exclusivamente de prazo mais longo como, por exemplo, os títulos públicos, as debêntures privadas, os FIDC e os CRI, de rentabilidade prefixada ou indexada a índices de inflação. Fora a expansão recente da maturidade e do volume de papéis públicos indexados à inflação e, em um o outro exemplo isolado, é difícil encontrar um conjunto relevante de emissões sistemáticas com essas características em prazos mais longos.

No intuito de entender esse descompasso de desenvolvimento e influenciados pelo consenso relativo à importância de um mercado de capitais desenvolvido para o crescimento econômico, alguns estudos foram feitos nos últimos anos no intuito de melhor compreender o MDLP brasileiro bem como entender os obstáculos ao desenvolvimento do mercado nacional de capitais¹. Nesse sentido, a percepção a respeito não só da importância do tema como também do desenvolvimento do mercado de capitais como um todo tem ganhado uma maior notoriedade no debate acerca das propostas de política econômica. A própria produção de artigos a respeito do tema vem crescendo ultimamente através de convênios entre instituições que têm por interesse

¹ Ver Leal, Ricardo P. C. and Carvalhal-da-Silva, Andre L. The Development of the Brazilian Bond Market. Inter-American Development Bank, 2006. Ver Bacha, Edmar e Chrysostomo, Luiz. Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais e Desafios Brasileiros. Editora Contracapa, Maio, 2005.

construir um conjunto de estudos e ações sistemáticas que possibilitem um melhor entendimento dessas questões e seja capaz de produzir propostas públicas e iniciativas que melhorem o mercado de capitais brasileiro.

Nesse contexto, esse trabalho tem por objetivo resumir os principais pontos a respeito da discussão sobre o tema de forma a melhor sistematizar o conjunto de assuntos e opiniões existentes na literatura acerca do desenvolvimento do MDLP brasileiro, focando principalmente nos aspectos referentes ao mercado de dívida corporativa. Ele está dividido em 4 sessões além dessa introdução. A primeira parte abordará a importância de um MDLP desenvolvido, o segundo observará a situação atual do mercado nacional e a melhora recente de seus indicadores. O terceiro capítulo buscará abordar os principais entraves ao desenvolvimento de um MDLP sólido no Brasil, ao mesmo tempo em que, discorrerá sobre as políticas públicas necessárias à consecução de tal objetivo analisando mais profundamente alguns pontos que mereçam maior atenção. Por fim, a última sessão resumirá o trabalho apresentado e trará suas conclusões a respeito do tema.

2. Importância do Mercado de Dívida de Longo Prazo

O mercado de capitais brasileiro, apesar de não ser nenhum símbolo de desenvolvimento, consegue dentro de suas limitações desempenhar sua função fundamental de possibilitar a intermediação financeira entre poupadores e investidores em reais especialmente em prazos curtos de financiamento. Para o financiamento de longo prazo, as empresas utilizam basicamente três fontes fundamentais de recursos: as ações, os créditos bancários e os títulos de dívida. Dessas três formas, o mercado de títulos de dívida de longo prazo é sem dúvida a alternativa menos desenvolvida na economia brasileira apesar dos fortes efeitos positivos que pode trazer para o crescimento. O mercado de ações apesar da alta concentração em poucas empresas e da inconstância de sua performance, tanto do ponto de vista da rentabilidade ou de novas emissões, conseguiu atender necessidades de financiamento de um grupo de grandes empresas e recentemente vem sendo capaz de propiciar novas captações, em função de recursos externos de investidores estrangeiros, cuja demanda vem representado algo em torno de 70% do valor das emissões. Já o mercado de títulos privados de longo prazo é extremamente limitado a algumas emissões de debêntures pós-fixadas, apesar do promissor surgimento dos ativos alternativos no passado recente.

A existência de um MDLP robusto traz vários benefícios para uma sociedade tanto do ponto de vista privado como do público. Historicamente, os mercados de dívida de longo prazo tendem primeiramente a surgir com o intuito de atender as necessidades de financiamento do setor público. A emissão de títulos de dívida evita que as necessidades de financiamento dos Estados sejam transformadas em imposto

inflacionário através das emissões monetárias e permite que os mesmos consigam financiar seus dispêndios correntes e investimentos.

A consolidação desse mercado de títulos possibilita também ao Estado desenvolver uma política monetária ativa nas operações de mercado aberto na medida em que passa a controlar a liquidez total da economia através de resgates ou de emissões de títulos de dívida em várias maturidades. Além disso, os preços dos títulos de longo prazo trazem valiosas informações sobre as expectativas dos agentes econômicos acerca da condução da política monetária fornecendo importante *feedback* para a gestão macroeconômica.

Apesar de surgir primeiramente para atender as necessidades do setor público, o MDLP é importante do ponto de vista privado para garantir financiamentos de longo prazo aos investimentos produtivos das empresas e para possibilitar a aquisição de habitações pelas famílias. A inexistência de tal mecanismo pode trazer impactos negativos sobre os investimentos de longo prazo e sobre o crescimento econômico. Tal mercado serve também como sinalizador do custo de oportunidade de longo prazo da economia de forma a balizar e produzir um processo mais eficiente de alocação dos recursos escassos.

O MDLP possibilita também o gerenciamento dos riscos dos agentes na medida que, faz possível o casamento entre ativos e passivos, evitando que aquisições de longo prazo sejam feitas através de financiamento de curto prazo com os conseqüentes riscos de rolagem envolvidos, ao mesmo tempo em que limita a exposição excessiva a riscos cambiais por criar uma alternativa à captação externa.

A existência de um mercado sólido de títulos evita também a concentração da intermediação financeira unicamente nos bancos. Em momentos em que os bancos estão excessivamente alavancados, situações adversas podem produzir grandes impactos

econômicos, como evidenciado no caso da crise Tailandesa que produziu uma queda de 10% do PIB em 1998.

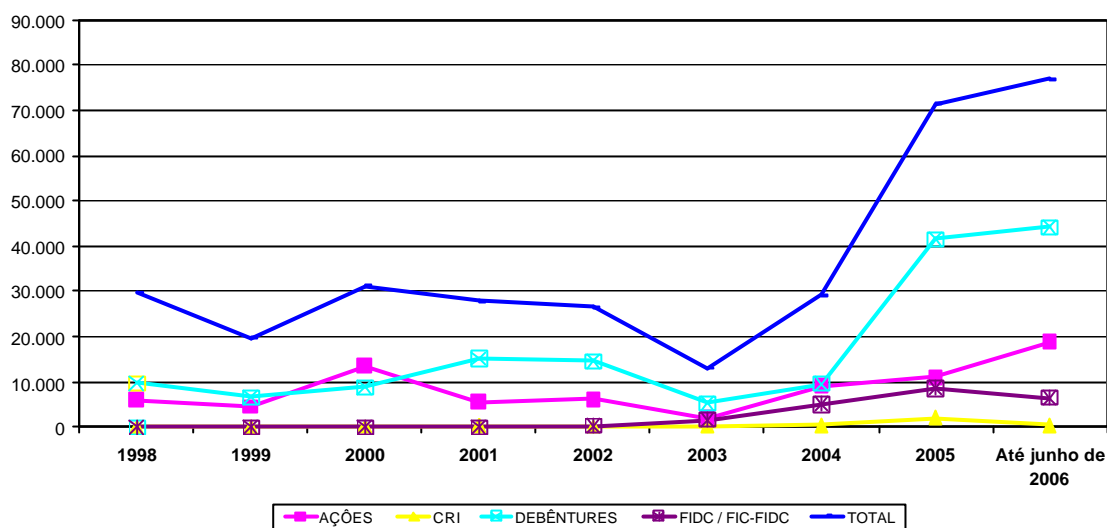
De forma geral, um MDLP bem desenvolvido tem um papel relevante, vasto e difuso para o crescimento. Parte da literatura a respeito do tema, busca tentar identificar as relações de causalidade entre o grau de desenvolvimento do mercado financeiro e o grau de desenvolvimento econômico. Levine et al (2000), por exemplo, após utilizarem técnicas econométricas em uma amostra de vários países obtiveram evidências que maiores níveis de desenvolvimento na intermediação financeira levam a um maior desenvolvimento econômico sendo que tais resultados não são devidos a potenciais vieses produzidos por omissão de variáveis ou causalidade reversa. Na seqüência desse trabalho, Beck et al (2000) examinaram através de que canais um maior nível de intermediação financeira está associado ao crescimento econômico, constatando que a ligação se basearia num aumento da produtividade total dos fatores e não no aumento da poupança e da acumulação física de capital.

3. Panorama Atual do Mercado de Capitais Brasileiro

O mercado de capitais brasileiro, ao mesmo tempo em que possui importantes qualidades no que diz respeito à construção de uma sólida infra-estrutura de negociação, especialização dos agentes de intermediação financeira e gama de recursos administrados, não é capaz de prover adequadamente a iniciativa privada com financiamentos de longo prazo que venham a atender suas necessidades de investimento, o que é feito principalmente pelo BNDES.

No entanto, os primeiros sinais de uma expressiva melhora vêm sendo demonstrados recentemente. Segundo dados da CVM, o total de emissões primárias e secundárias registradas das diversas modalidades de financiamento atingiu o montante de R\$ 76.931 milhões até junho de 2006, valor superior a todo o acumulado do ano de 2005, no qual as captações atingiram R\$ 71.383 milhões. O gráfico 1 demonstra que há um aumento inequívoco das diversas modalidades de financiamento. As ações, após um ano de 2003 com poucas captações e depois de um período longo sem expressivas aberturas de capital, se recuperaram em 2004 e 2005 e o desempenho em 2006 vem sendo muito favorável com diversas empresas aderindo à bolsa de valores e aos mais altos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Apesar de grande parte do volume dessas ofertas de ações terem sido vendas secundárias, a entrada de novos membros, por si só, sinaliza que existe expectativa das empresas de que o mercado de capitais pode vir a se tornar uma fonte mais expressiva de financiamento privado.

Gráfico 1: Ofertas Primárias e Secundárias Registradas na CVM. (Milhões R\$)



Fonte: CVM.

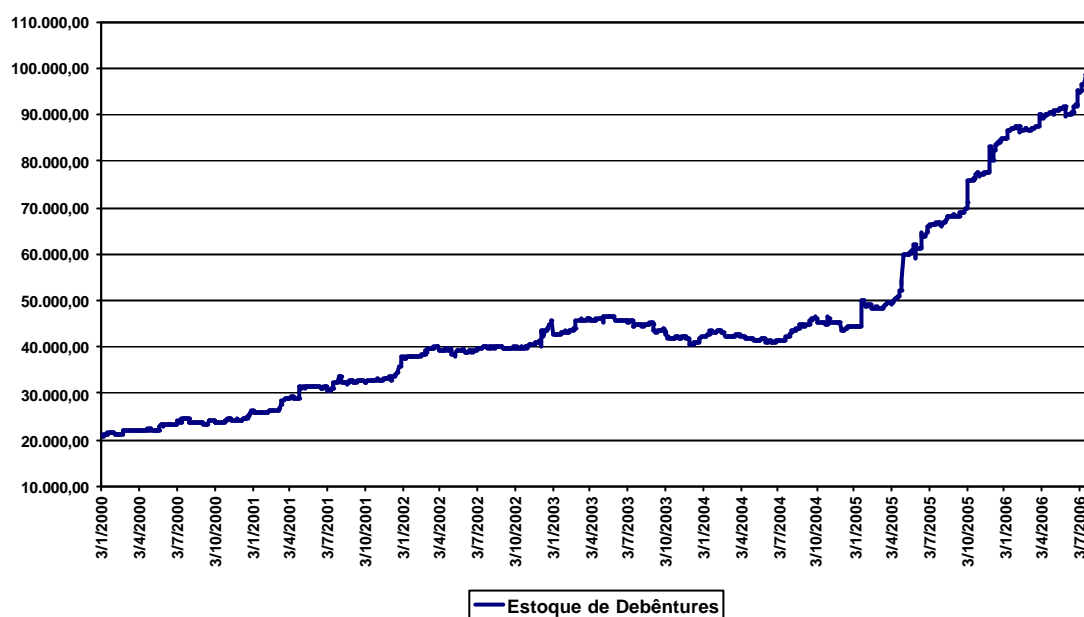
Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), criados no fim de 2002, vêm obtendo expansão significativa, se firmando como uma alternativa de captação de recursos para as empresas. Os dados da CVM demonstram que até junho de 2006 já foram captados R\$ 6.479 milhões e, em todo ano de 2005, R\$ 5.117 milhões. Os fundos de recebíveis são hoje uma opção barata e pouco arriscada de se obter recursos na medida que eliminam a intermediação financeira, pois as empresas, em vez de usar seus créditos a receber no futuro e fazer o tradicional desconto de duplicatas no banco, substituem o processo pela estruturação de um FIDC e obtêm os mesmos recursos em condições mais favoráveis sem piorar o balanço.

Os CRI, criados em 1999, ainda não obtiveram o mesmo volume de emissões, mas vêm se expandindo especialmente em modalidades de financiamento corporativo não habitacional. Em 2005, foram captados R\$ 2.102 milhões e, até junho de 2006, R\$ 463 milhões. Essa modalidade ainda não atingiu volumes mais vultosos principalmente porque é voltada para atender as necessidades dos setores de construção civil e habitação que ainda sofrem muito com as instabilidades e imprevisibilidades das

práticas de financiamento oficial e principalmente devido ao fato dos juros concedidos pelo Sistema Financeiro da Habitação ser mais barato. No entanto, se nos balizarmos no volume de empréstimos voltados para esses segmentos no mercado americano, veremos que essa modalidade possui grande potencial de um futuro promissor quando o setor de construção civil atingir um nível maior de maturidade. Dados da economia americana demonstram que tal modalidade de financiamento ocupa a 2º posição em termos de volume de recursos atrás apenas do mercado de títulos de dívida pública e a frente até mesmo do mercado de ações. Além disso, podemos citar a tendência de expansão dessa modalidade e dos CRI atrelados a índices de preço mais taxa real de juros para atender à demanda dos fundos de pensão que precisam proteger seus passivos com ativos de rentabilidade equivalente.

Os números do mercado de dívida corporativa doméstica também são animadores. No primeiro semestre de 2006, a CVM registrou aproximadamente R\$ 44.216 milhões de emissões, montante superior, já na metade do ano, aos R\$ 41.538 milhões de 2005. A grande maioria dessas emissões não se destinou à renovação de empréstimos antigos como pode ser evidenciado pelo gráfico 2, que demonstra um significativo aumento do estoque de debêntures registradas no Sistema Nacional de Debêntures (SND). De dezembro de 2005 a julho de 2006, o estoque aumentou em R\$ 18.816 milhões saltando de um montante de R\$ 84.987 milhões para R\$ 103.803 milhões. Tais números representam um recorde histórico, o que demonstra a força desse crescimento.

Gráfico 2: Estoque de Debêntures no SND. (Milhões R\$)



Fonte: SND

O destaque setorial em 2006 foram as empresas de leasing que responderam pela maior parte dos recursos captados, seguidas pelas companhias de telecomunicações. Apesar dos questionamentos que podem ser feitos quanto à utilização dos recursos desse primeiro grupo para atender à demanda de empréstimos de curto prazo e para financiar as tesourarias dos bancos, o que não corresponderia a financiamentos de longo prazo, uma evolução do volume de financiamentos pode ser evidenciada. Isso parece corroborar a idéia exposta em Hawkins (2002) de que o mercado de capitais se desenvolve em estágios, consolidando a intermediação financeira via bancos anteriormente ao desenvolvimento do mercado de títulos. Quanto às características de remuneração das debêntures, predominaram os ativos atrelados à Taxa DI. O grande volume de debêntures pós-fixadas indica que os investidores ainda temem assumir o risco de taxa de juros das aplicações mesmo no cenário atual de queda da taxa de juros real.

Esses números ilustram o que vem sendo chamado de a “Primavera dos Mercados”, recorde histórico sem precedentes na captação privada. As razões dessa expansão se devem a várias conquistas obtidas nos últimos anos que pavimentaram as condições para o crescimento do mercado de capitais brasileiro. No campo macroeconômico, a condução de uma política econômica calcada no controle da inflação e no equilíbrio das contas públicas desde o final dos anos noventa foi o pilar fundamental desses avanços. O maior grau de independência obtido pelo Banco Central e a manutenção dos índices inflacionários em níveis mais civilizados são avanços importantes para melhorar as expectativas de retorno real a ser obtido com as aplicações de longo prazo. Do ponto de vista fiscal, a consecução de seguidos superávits primários e o equilíbrio da relação dívida líq./PIB vieram diminuir as dúvidas quanto à solvência fiscal do Estado brasileiro melhorando as expectativas dos agentes econômicos.

Os avanços institucionais também foram importantes. A Lei de Responsabilidade Fiscal trouxe uma maior segurança ao compromisso de ajuste fiscal e a criação da nova Lei de Falências pode vir a construir um ambiente mais sólido para evitar possíveis inadimplências e reaver créditos concedidos. A Instrução da CVM nº. 400 tornou a prática de emitir debêntures algo mais fácil e rápido com a possibilidade de registro de programas de emissão. A menor tributação para as aplicações de longo prazo vem criando os incentivos para investimentos em carteiras de mais longo prazo. O novo regime de tributação dos planos de previdência complementar, apesar das confusões referentes ao prazo de adoção pelos participantes, deve também trazer benefícios na mesma direção.

Do ponto de vista da gestão da dívida pública, avanços foram obtidos no que diz respeito a sua composição. O aumento gradual dos títulos de longo prazo indexados à inflação parece demonstrar que existe demanda dos fundos de pensão por papéis com

essas características o que constitui um mercado potencial para títulos privados. Esses títulos têm características importantes, pois alinham incentivos de combate à inflação, gerenciamento de dívida e desenvolvimento do mercado de crédito de longo prazo ao mesmo tempo em que emitem importantes sinais sobre a credibilidade da política monetária. Esse mercado parece estar crescendo devido às necessidades dos investidores institucionais por títulos de prazo mais longo, à queda da taxa de juros brasileira e à estratégia de alongamento da dívida pública por parte do tesouro. Ao contrário das LFT, esses títulos fazem com que, em casos de aumento da inflação, apertos monetários levem à redução do custo da dívida, via redução dos cupons inflacionários, ao mesmo tempo em que, por garantirem o retorno real, possibilitam o surgimento de um MDLP. As LFT, por sua vez, em casos de apertos monetários, acabam por elevar o custo da dívida com o aumento da taxa de juros, ao mesmo tempo em que não colaboram para o surgimento de um MDLP público de títulos pré-fixados, pois transferem para o governo o risco de taxa de juros da economia.

Apesar dos avanços recentes obtidos e dos sinais de expressiva melhora, a construção de um sólido MDLP é inevitavelmente um processo longo cujos primeiros passos estão sendo dados. Não obstante, vários obstáculos e desafios ainda precisam ser transpostos para a consolidação desse processo. O panorama atual da economia brasileira e o fato do país viver um ciclo de crescimento diferente dos seus padrões históricos, sem alto endividamento externo e público fazem com que o desenvolvimento do MDLP seja ainda mais fundamental. A adoção de uma política de austeridade fiscal significa um crescimento sem aumento do endividamento do setor público, o que implica uma maior mobilização da poupança interna privada para sustentar o crescimento. Associado a isso, os tomadores de dívida após más experiências com as desvalorizações de 1999 e 2002, não estão muito propensos a contrair exposições

cambiais significativas num regime de câmbio flutuante em que existe uma certa percepção de que o Real esteja apreciado. Assim, a construção de mecanismos e a adoção de medidas que permitam uma melhor intermediação entre poupança e investimento via mercado de capitais é aspecto fundamental nesse novo contexto de utilização da poupança privada nacional para fomentar o crescimento econômico num contexto de maior demanda por créditos em reais.

4. Entraves ao Desenvolvimento do MDLP Brasileiro e Recomendações de Política Econômica

Existe uma percepção da literatura de que o mercado financeiro de empréstimos se desenvolve em estágios. Segundo visão apresentada em Hawkins (2002), nas fases iniciais, o mercado tende a se desenvolver mais fundamentalmente via emissão de títulos públicos que garantem o avanço e a liquidez inicial bem como a construção da infra-estrutura necessária para o seu funcionamento. Em um segundo momento, com um certo grau de desenvolvimento obtido, existiria a tendência dos bancos aumentarem a sua participação e passarem a fornecer maiores recursos para o financiamento das necessidades dos investidores privados. Num terceiro estágio, um mercado de títulos surgiria de forma a compartilhar os riscos com o setor bancário, fornecendo financiamento de longo prazo para as empresas.

O Brasil, apesar da capacidade de financiamento do setor público, principalmente em prazos mais curtos e mais recentemente com o alongamento via títulos indexados a inflação, não existe um mercado de renda fixa de longo prazo sem o apoio do BNDES como mecanismo de financiamento do setor privado.

As causas de tal fenômeno são diversas e serão apresentadas nesse trabalho em três aspectos: as questões de política macroeconômica, os aspectos referentes à oferta e demanda por títulos (que incluem a atuação do BNDES) e os assuntos referentes ao arcabouço institucional.

4.1 Questões Macroeconômicas

Constitui-se em um consenso que a estabilidade macroeconômica é condição necessária para o desenvolvimento de um MDLP. Apesar dos avanços obtidos no combate à inflação e no controle da situação fiscal, o Brasil ainda possui sérios entraves macroeconômicos ao desenvolvimento de um mercado de capitais robusto que atenda às potencialidades de uma economia do tamanho da brasileira. Em países com baixo nível de desenvolvimento econômico ou que frequentemente enfrentem sérios problemas econômicos, dificilmente se encontram mercados financeiros robustos e que estejam desempenhando bem o seu papel.

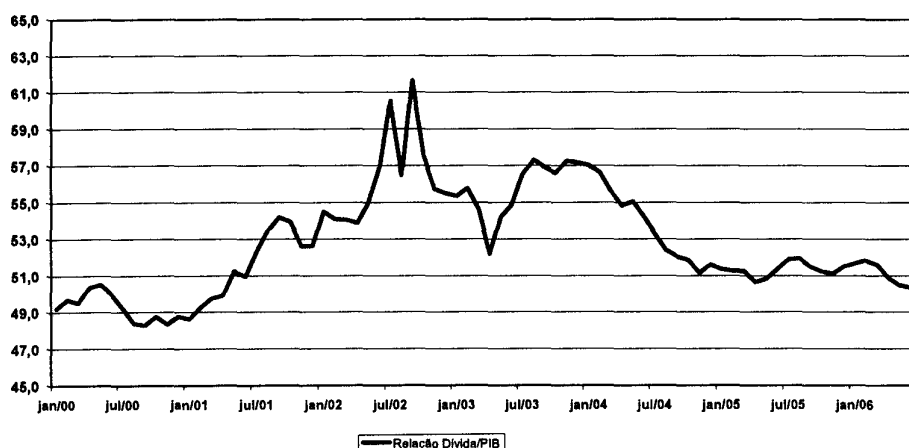
No caso brasileiro, umas das possíveis causas da inexistência de um MDLP privado seria o *crowding out* causado pelo excesso de dívida pública. O governo brasileiro possui uma relação dívida bruta./PIB muito alta, financiada principalmente no mercado interno, que captura a maior parte dos recursos disponíveis para aplicação na economia brasileira. Por ser um investimento com alto nível de retorno real, risco relativamente baixo quando comparado às alternativas nacionais e excelente nível de liquidez, poucas são as alternativas de financiamento que conseguem competir com os títulos públicos. Associado a isso, existe um conjunto de regras prudenciais que regulamentam a aplicação dos recursos da economia que priorizam os investimentos em dívida pública em detrimento da dívida privada, evidenciados nas diversas regras que regulamentam os investimentos, em diversas esferas do governo, como o Banco Central (bancos comerciais), a CVM (fundos mútuos), o Ministério da Previdência (Fundos de pensão fechados) e o Ministério da Fazenda (fundos de pensão abertos e seguradoras).

Nesse contexto, as captações privadas, quando obtidas são caras e raras, pois poucos são os investimentos que conseguem superar tal custo de oportunidade criando

valor para o acionista. No entanto, Leal e Carvalhal (2005), relativizam esse argumento afirmando que uma dívida pública elevada não necessariamente implica em *crowding out*. Em seu trabalho argumentam que a evidência empírica apresentada em Eichengreen and Leungaruemitchai (2004) demonstra que aspectos positivos em termos de constituição de uma infraestrutura e em termos de liquidez superam o efeito do *crowding out*, o que por sua vez não implica que, no caso brasileiro, o excesso de dívida pública e as regras prudenciais de aplicação sejam um empecilho ao desenvolvimento do mercado de dívida corporativa.

Os avanços fiscais obtidos através da Lei de Responsabilidade Fiscal e os sucessivos superávits primários foram importantes, mas ainda insuficientes para reduzir a relação dívida líq./PIB brasileira para nível semelhante ao de países emergentes que obtiveram o grau inicial de *investment grade*. Após a crise eleitoral do final de 2002, a relação vem caindo lentamente, mas ainda está muito distante de patamares considerados adequados. Projeções existentes a respeito do tema indicam que o esforço fiscal deverá ser mantido ou ampliado por alguns anos até que se consiga obter níveis de endividamento de países que conseguiram atingir níveis de taxa de juros reais comparáveis à classificação *investment grade*.

Gráfico 3: Relação Dívida/PIB Brasileira. (em %)



Fonte: BCB.

A relação dívida bruta./PIB elevada, indicador mais apropriado para entender o efeito do *crowding out*, além de capturar a maior parte dos recursos e aumentar o custo de captação das empresas, dificulta a obtenção de empréstimos de longo prazo. Dado o risco elevado e outras questões que serão discutidas ao longo desse trabalho, o prazo médio das LTN é hoje de apenas 10,31 meses², indicador baixo quando comparado ao que se espera ser necessário à formação de uma estrutura a termo ideal. Já a estrutura a termo dos títulos indexados à inflação, apesar de ser mais longa,³ (81,60 meses) corresponde a um percentual menor do total da dívida e, dada as suas características de remuneração semelhante ao passivo dos fundos de pensão, tem como parte de seus detentores investidores que procuram carregar os títulos até o vencimento diminuindo a liquidez dos mesmos.

A composição da dívida pública, como pode ser visto no gráfico 4, é ainda principalmente caracterizada pela presença de um grande percentual de títulos pós-fixados. Apesar do esforço que vem sendo feito, e da melhora obtida depois da crise de

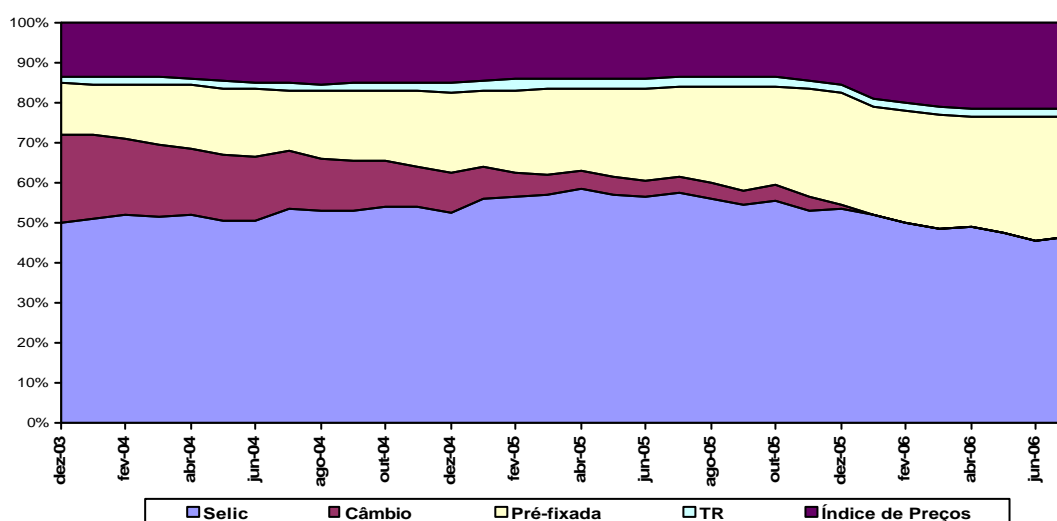
² Dados referentes a junho/06.

³ Dados de junho/06 referentes as NTN-C.

confiança eleitoral, principalmente no que diz respeito à diminuição da participação dos títulos cambiais, aumento dos indexados à inflação e pré-fixados, mudanças na composição e no perfil de dívidas, são objetivos que geralmente demoram a ser alcançados. Como alterações principais podemos perceber a relevante diminuição do passivo cambial e o aumento da participação dos títulos de longo prazo indexados à inflação que, por proteger os investidores dos riscos inflacionários e possuir características que atraem um conjunto de investidores que possuem passivo semelhante, passou a ocupar um maior percentual da composição.

Nesse sentido, a estratégia do tesouro nacional vem sendo de diminuir a exposição cambial da dívida pública brasileira de forma a tornar o déficit público menos vulnerável a crises externas, em detrimento de uma queda mais rápida da taxa de juros da economia e com um custo maior da mesma, dada a eliminação da dívida cambial em um cenário de apreciação do real. Essa estratégia se provou eficaz em seu objetivo, o que pode ser verificado na pequena desvalorização do real na recente crise de aversão ao risco e diminuição de liquidez com as subidas constantes da taxa de juros americana.

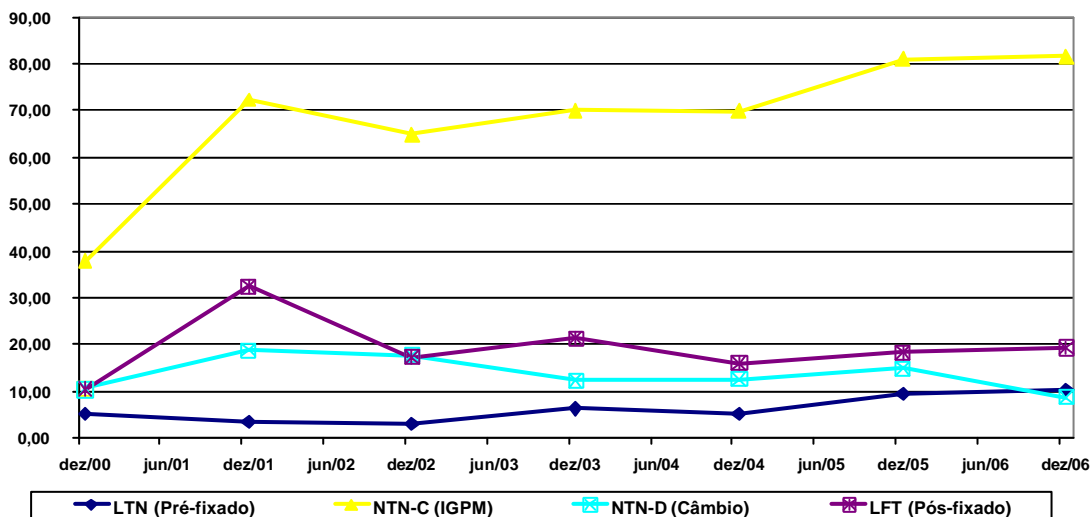
Gráfico 4 - Composição da Dívida Brasileira por Indexador. (em %)



Fonte: BCB.

Apesar dos avanços obtidos no que diz respeito à mudança da composição da dívida, os resultados não foram obtidos com a mesma intensidade para prazos mais longos. O perfil da dívida vem melhorando como um todo e avanços nesse aspecto devem se tornar mais significativos devido ao processo natural de decisão dos investidores que primeiramente assumem o risco da taxa de juros por períodos mais curtos e, conforme os fundamentos vão melhorando, preferirão aumentar sua exposição por períodos mais longos. Associado a isso, parece fazer parte da estratégia do tesouro procurar alongar os prazos somente após a taxa de juros da economia atingir um menor patamar para reduzir os custos associado aos títulos pré-fixados. Como pode ser visto no gráfico 5, os resultados de alongamento da dívida foram significativos nos títulos indexados à inflação com o prazo médio saltando de 38 meses em dezembro de 2000 para 81,6 meses em junho de 2006. No entanto, o alongamento obtido com as LTN ficou praticamente estável em um nível baixo sempre inferior aos 10 meses.

Gráfico 5: Prazo Médio dos Títulos da Dívida Brasileira. (Meses)



Fonte: BCB

Esses dados buscam demonstrar a necessidade de melhora dos indicadores de solvência fiscal da dívida, sendo esse o aspecto mais relevante para resolução das condicionantes macroeconômicas. Apesar dos avanços obtidos com a aprovação da Lei

de Responsabilidade Fiscal e dos seguidos superávits fiscais, um ajuste fiscal mais forte seria interessante, dado o déficit nominal ainda existente. As grandes demandas sociais de um país subdesenvolvido como o Brasil e a vinculação orçamentária das despesas às receitas dificultam maiores avanços nessa área. Algo em torno de 80% do Orçamento Geral da União é comprometido com despesas incompressíveis, como pagamento de salários do funcionalismo público, benefícios previdenciários e juros da dívida pública, e por receitas amarradas a despesas determinadas constitucionalmente. Os gastos que o governo não pode evitar, porém, não se resumem aos decorrentes de vinculações. Existem também despesas obrigatórias pesadas sem fonte específica de receita para atendê-las como a folha de pessoal.

Essa vinculação orçamentária cria um mecanismo perverso de reações que gera várias distorções na condução da política econômica, produzindo uma armadilha com desperdícios em termos de ajuste fiscal e crescimento do PIB. Na busca por maiores superávits primários, o governo eleva a já altíssima carga tributária brasileira com o efeito colateral de aumentar os gastos públicos via vinculação. Isso produz um efeito expansionista na economia o qual é contido com o aumento das taxas de juros gerando maiores despesas com juros e menor crescimento econômico. O rompimento desse mecanismo poderia produzir um círculo virtuoso com a redução mais rápida da taxa de juros real, a partir da contração fiscal, ao mesmo tempo em que produziria “um choque de oferta” na economia com o aumento do investimento privado no médio prazo.

Em determinado momento, o debate na mídia acerca do tema voltou-se positivamente para a necessidade de se obter superávit nominal zero num horizonte de 4 a 5 anos de forma a mais rapidamente reduzir a relação dívida líq./PIB, o risco Brasil e os juros pagos com a dívida tornando o aumento dos investimentos públicos em áreas como saúde, educação e infra-estrutura algo viável no longo prazo. O déficit nominal

zero a ser atingido é apenas o indicador que, realizado, permitiria o aumento do ajuste fiscal. A idéia seria obter uma redução paulatina das despesas governamentais e dos gastos de custeio com pessoal, propor uma Emenda Constitucional que diminua a vinculação de receitas orçamentárias a despesas acompanhada de um "choque de gestão" que aumente a produtividade do gasto público sem que fosse preciso aumentar a já altíssima carga tributária.

O objetivo de déficit nominal zero num horizonte bem definido também melhoraria a expectativa de baixa do juro real, o que facilitará a substituição de parte da dívida pós-fixada por papéis pré-fixados com prazos maiores, aumentando a potência da política monetária e alongando mais rapidamente a estrutura a termo, aspectos fundamentais para o florescimento do MDLP. A vantagem principal da proposta, além do intrínseco aumento do esforço fiscal, é estabelecer o compromisso público, de preferência na forma de lei, com a melhora da solvência fiscal de forma a produzir um choque positivo sobre as expectativas a respeito do tema, possibilitando uma queda mais rápida dos juros reais da economia ao mesmo tempo em que aumenta a transparência a respeito da realidade das contas públicas brasileiras.

Em recente artigo, Carneiro et al (2005) fazem uma análise mais detalhada a respeito do tema e algumas projeções simplificadas e conservadoras de forma a demonstrar as restrições e o impacto sobre a relação dívida líq./PIB que uma proposta de déficit nominal zero acarretaria em um cenário de ausência de grandes mudanças institucionais. Os resultados demonstraram, a partir de algumas premissas adotadas para o modelo e para algumas variáveis econômicas chave, que a adoção da meta de superávit nominal zero a partir de 2007 seria capaz de trazer a atual relação dívida líq./PIB em torno de 50% para 30,55% em 2012, enquanto que a manutenção da atual meta de superávit primário em 4,25% traria a mesma relação para 33,49%. O superávit

primário equivalente para produzir a mesma relação dívida líq./PIB no período analisado seria de 4,64% o que demonstra que o nível atual de superávits, mesmo para um cenário que não espere mudanças institucionais sérias, produz um impacto positivo nas perspectivas de redução da relação dívida líq./PIB. O ideal seria uma redução mais rápida dos déficits de forma a explorar a dinâmica de convergência de dívidas e os efeitos da composição dos juros e da diminuição mais rápida do risco dos papéis.

Cabe lembrar que, para se respeitar a independência do Banco Central, tal meta deve ser definida como uma intenção de atingir tal objetivo visto que sua formalização não pode ser feita de forma explícita, como por exemplo, nos moldes dos superávits primários firmados nos acordos com o FMI, pois na medida que computa o total de juros pagos pelo estado brasileiro, estaria restringindo a autonomia do BACEN em aumentar a taxa básica da economia em situações de choques de oferta adversos.

Tão ou mais importante do que buscar a melhora dos indicadores de solvência fiscal é melhorar a qualidade do ajuste fiscal brasileiro. O modelo atual de alta participação do estado na economia via altos impostos e rigidez orçamentária embute altos riscos de confiscos e mudanças tributárias repentinas para superar possíveis desequilíbrios econômicos. Isso leva os investidores a não se predispor a aplicar seus recursos no longo prazo. O exemplo da CPMF é um caso emblemático que, ao aumentar a capacidade arrecadadora, distributiva e fiscalizadora para superar problemas fiscais imediatos, produziu uma diminuição da intermediação financeira e na liquidez dos mercados.

Infelizmente, a carga tributária brasileira é incompatível com o nível de renda do país e provavelmente não se reduzirá de imediato, pois as alternativas de desequilíbrio fiscal e imposto inflacionário são ainda piores e, a solução ideal, a redução sólida da vinculação orçamentária, é um processo de difícil implementação política e

constitucional. A construção de um ajuste fiscal duradouro é inevitavelmente um processo longo com prováveis efeitos sobre os gastos sociais de curto prazo.

Um dos pontos centrais do problema fiscal brasileiro diz respeito ao sistema previdenciário que vem produzindo grandes déficits orçamentários. Uma reforma estrutural mais profunda precisa ser elaborada para eliminar os vultuosos déficits fiscais. Quanto a mudança do atual regime de repartição por um de capitalização, apesar da discussão e falta de consenso que existe quanto à viabilidade em termos de custos e ao impacto econômico geral de tal medida, do ponto de vista estrito do mercado de capitais, como argumentado em Novaes (2004), tal medida parece ter impacto significativo. O exemplo da reforma dos fundos de pensão do Chile, segundo a autora, é um forte mecanismo para se desenvolver o mercado de capitais de um país apesar dos inevitáveis custos fiscais durante o processo de transição.

Associado a isso, podemos ressaltar a importância de tal política fiscal para a obtenção do grau de *Investment Grade* pelas agências de risco via impacto que teria sobre a relação dívida líq./PIB na medida que, com a política adotada pelo Tesouro Nacional de diminuir o passivo público vinculado ao dólar, o descasamento dos indicadores brasileiros de solvência externa para a média dos países com tal classificação diminuiu muito e possuem perspectivas de melhora mais claras, enquanto que, do ponto de vista dos indicadores fiscais, essa diferença é maior em relação a média dos países com tal classificação e com uma tendência de melhora não tão clara, tornando a questão fiscal o gargalo a ser rompido para consecução de tal objetivo.

Nesse sentido, no que diz respeito aos aspectos fiscais, é necessário que o atual governo e os próximos devam, em maior ou menor velocidade, continuar a política macroeconômica estabelecida desde o final dos anos 90 de combate à inflação e controle das finanças públicas. Embora as questões fiscais encontrem obvias

resistências políticas, o ideal seria uma ampliação do atual esforço fiscal através da eliminação dos déficits nominais, da redução continuada da relação dívida líq./PIB e da maior flexibilidade no orçamento público com o objetivo de se chegar mais rapidamente à classificação de *investment grade*.

O debate na mídia a respeito do tema tem se encaminhado positivamente para consecução de maiores superávits fiscais e para a melhora da qualidade do déficit fiscal brasileiro. A estratégia, desde que crível, serviria fundamentalmente para melhorar o processo de formação de expectativas dos agentes, servindo como ancora das necessidades de ampliação do ajuste fiscal ao mesmo tempo em que deve acentuar o atual ajuste fiscal, buscando o que é realmente importante, a trajetória decrescente da relação dívida líq./PIB brasileira. Assim, o "critério de performance" deve ser encaminhar para o aumento da meta de superávit primário hoje fixada em 4,25% do PIB para um patamar mais elevado, o que parece ser factível na medida em que os resultados das contas públicas já vinham superando com uma certa folga tal indicador antes do ano eleitoral.

No que diz respeito a qualidade do ajuste fiscal é necessário que se diminua o grau de vinculação do orçamento público brasileiro. Nesse aspecto, se faz necessária uma mudança constitucional drástica de difícil implementação que repense o federalismo brasileiro e a relação entre o Governo Central, Estados e Municípios. Por mais que acordos temporários possam ser construídos e estejam sendo discutidos para atingir os anseios de ampliação do ajuste fiscal, mudanças institucionais de mais longo prazo seriam interessantes para solidificar avanços institucionais na gestão das finanças públicas de forma a se evitar no futuro novas pressões fiscais. Nos moldes da lei de responsabilidade fiscal, são esses mecanismos que realmente garantem o equilíbrio das contas públicas.

De qualquer maneira, de forma mais imediata, algumas medidas que enfrentam menos resistências políticas, mas nem por isso são menos restritivas, podem ser adotadas, como a eliminação da regra que determina que as dotações orçamentárias para a saúde sejam corrigidas, anualmente, pelo mesmo percentual de aumento nominal estimado para o PIB e também a desvinculação entre o reajuste anual do salário mínimo e o valor dos benefícios previdenciários.

Do ponto de vista da carga tributária, dada a situação atual das finanças públicas, avanços na redução da mesma estão de certa forma condicionados à melhora do quadro fiscal e, portanto, inevitavelmente devem ocorrer de forma lenta e gradual. Nesse sentido, é preciso que exista uma maior conscientização de que o gasto público é alto, mal aplicado e não condizente com o nível de renda da nação e, portanto, seria interessante que o mesmo fosse diminuído. Numa visão mais ampla, a alta carga tributária é apenas o reflexo e a consumação de vários outros problemas brasileiros, como a benevolência da constituição nacional, o apetite por gastos da classe política, as altas demandas sociais e a má gestão pública.

Nesse sentido uma ampla reforma que produza um excelente sistema tributário nos moldes dos países desenvolvidos está condicionada a avanços profundos em outras questões e, portanto, não é implementável no curto prazo ainda mais porque mudanças nessa área envolvem questões distributivas e interesses estabelecidos capazes de formar coalizões que bloqueiem a reforma. Falta, no fundo, uma maior conscientização, mobilização e disposição da sociedade para incorrer nos esforços necessários de médio prazo para transpor essa barreira. Independentemente disto, algumas medidas pontuais de cunho mais prático podem ser adotadas para melhorar a eficiência e a operacionalidade do sistema tributário brasileiro sem causar grandes impactos na arrecadação. O processo de reforma deve acontecer aos retalhos, observando a

eliminação das condicionantes fiscais, de preferência tentando diminuir as inevitáveis incertezas tributárias. Primeiramente, deve-se tentar evitar o expediente que vem há muito sendo adotado de criar e aumentar impostos e contribuições quem venham aumentar a arrecadação do Governo Federal às custas da qualidade tributária, sem perder de vista as metas de superávit primário. A unificação das alíquotas do ICMS é também uma medida profícua na medida que evita a guerra fiscal entre os Estados e aumenta a eficiência da economia, pois eliminaria mudanças nas decisões operacionais e logísticas das empresas que buscam ganhos tributários.

Quanto a essas medidas devemos destacar que uma solução inteligente para a questão da CPMF seria interessante para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Nesse sentido, seria interessante que a alíquota da mesma fosse sentada sobre as transações de títulos e valores mobiliários, nos moldes da isenção obtida para as transações em bolsa de valores. Assim, tal medida deveria ser estendida para várias outras aplicações como a compra e venda de debêntures e títulos privados.

Quanto aos aspectos mais específicos ao mercado financeiro, pode se dizer que existe um número excessivo de impostos incidindo sobre os agentes de intermediação financeira, o que cria uma alta cunha fiscal entre a remuneração líquida do aplicador e o custo de capital do tomador, o que pode ser evidenciado na alta participação dos impostos na determinação do spread bancário⁴. Conforme artigo de Alkimar Moura publicado em Bacha e Chrysostomo (2005), além do imposto de renda sobre a remuneração do poupador e sobre o lucro do intermediário financeiro, os seguintes impostos incidem sobre a intermediação financeira: IOF, CPMF, COFINS, ISS E PIS-PASEP.

⁴ Para uma análise dos componentes do spread bancário ver Costa e Nakane (2004). Segundo o estudo os tributos e os compulsórios respondem por 21% do spread bancário brasileiro.

A má qualidade e a alta carga tributária geram diversas distorções na alocação dos recursos do mercado de capitais das quais podemos citar a desintermediação financeira, a criação de produtos e serviços financeiros ineficientes, mas que paguem menos impostos, a diminuição da liquidez dos mercados secundários devido à CPMF, a subutilização dos mercados futuros devido aos encargos tributários incidentes sobre os ajustes de margem, o aumento da assimetria de liquidez entre os mercados de derivativos e à vista e a criação de empresas financeiras por grupos não financeiros com o intuito de obter ganhos tributários com suas operações de tesouraria⁵.

A situação tributária atual também produz outros sérios empecilhos ao desenvolvimento do MDLP. A falta de estabilidade das regras tributárias provoca o aumento dos riscos das diversas aplicações do mercado financeiro, contribuindo para o encurtamento do prazo médio das operações. A excessiva carga tributária produz incentivo à informalização das empresas da economia diminuindo as vantagens de se acessar o mercado de capitais, via abertura de capital ou emissão de títulos, na medida em que exigem um maior *disclosure* de informações, geram maior notoriedade e possíveis problemas com o fisco. Os ganhos obtidos com a diminuição da carga tributária muitas vezes mais que compensam os ganhos com a redução do custo de capital ao mesmo tempo em que cria uma vantagem competitiva para os bancos que, através do conhecimento da verdadeira situação de liquidez das empresas (“caixa 2”), estão mais aptos a fornecer crédito principalmente para as pequenas e médias empresas.

Outro aspecto tributário que, a partir da definição das prioridades e incentivos oferecidos à captação de recursos, diminui a capacidade competitiva das emissões de dívida é a existência da figura dos Juros Sobre o Capital Próprio, que se constitui em um incentivo fiscal à captação por meio de ações na medida que permite a diminuição do

⁵ Para uma descrição mais detalhada das diversas distorções ver artigo de Alkimar Moura em Bacha e Chrysostomo (2005).

imposto pago. Esse recurso permite que até determinado limite os lucros a serem distribuídos aos acionistas reduzam a base de cálculo do imposto de renda e contribuição social equiparando a vantagem que a captação por dívida também possui.

Apesar desses graves empecilhos, alguns avanços recentes foram obtidos no que tange a tributação das aplicações financeiras. Os incentivos criados para os fundos de previdência privada complementar (PGBL's) ajudaram a captar uma considerável soma de recursos para aplicações teoricamente de mais longo prazo, apesar de grande parte desses recursos ainda estar atrelada às LFT pós-fixadas do governo. A recente alteração do regime de tributação que prevê cobrança de alíquotas de imposto diferenciadas para fundos que apliquem no curto e no longo prazo, é outra medida que deve trazer melhoras nesse aspecto. O sistema é decrescente, de 22,5% a 15% para fundos formados por títulos com prazo superior a um ano, e de 22,5% a 20% para os de curto prazo e CDB longos também passam a ter tributação menor.

Quanto a questão da previdência, existem naturais dificuldades políticas para uma reforma mais profunda. De qualquer forma, a desvinculação do aumento do salário mínimo aos pagamentos previdenciários permitiria uma redução do déficit total. A ampliação da idade mínima de aposentadoria e do tempo mínimo de serviço tanto para homens quanto para mulheres também seriam medidas profícuas nesse aspecto. A eliminação de certos privilégios concedidos a certas classes também poderia ser implementada. O combate às fraudes e aos desvios e a melhora da gestão administrativa são também medidas de cunho mais imediato que independem de aprovação do congresso que podem trazer resultados.

Todos esses avanços nos aspectos fiscais seriam fundamentais para reduzir a relação dívida líq./PIB contribuindo para eliminar o *crowding out* causado pelo excesso da dívida pública. A redução da mesma tornaria possível a melhora da composição e do

prazo da dívida pública. Nesse sentido, deve-se buscar a redução dos títulos pós-fixados e o alongamento dos títulos pré-fixados de forma a possibilitar a construção de uma estrutura a termo mais longa, líquida e menos volátil que serviria como *benchmark* para a precificação dos títulos privados.

Outro aspecto macroeconômico que pode vir a explicar a inexistência de um MDLP seria a falta de potência da política monetária que aumenta a volatilidade das taxas de juros e conseqüentemente o risco dos títulos pré-fixados de longo prazo. Para ilustrar o argumento, podemos imaginar o impacto que a variação da taxa SELIC teria no valor de um título pré-fixado de 10 ou 20 anos, no período de nove meses entre setembro de 2004 a maio de 2005, quando a taxa de juros da economia brasileira saiu de um patamar 16% ao ano para 19,75% ao ano subindo 3,75% pontos percentuais. Nesse contexto, a manutenção das atuais oscilações que vêm ocorrendo na taxa básica da economia seria capaz de gerar grandes incertezas quanto a rentabilidade a ser obtida independentemente do risco de *default* e do grau de respeito a contratos do país.

Algumas causas podem ser levantadas na tentativa de explicar a possível falta de potência da política monetária brasileira. O alto percentual de títulos pós-fixados faz com que elevações na taxa de juros tenham efeito colateral expansionista na medida que aumenta a remuneração dos recursos da população e conseqüentemente a renda disponível para consumo. A falta de formalização legal da independência do Banco Central gera incertezas quanto ao compromisso da entidade no combate à inflação, ao aumento das expectativas inflacionárias e conseqüentemente maiores taxas de juros são necessárias para atingir determinado nível inflacionário. A alta relação dívida líq./PIB e a vulnerabilidade externa podem fazer com que o mecanismo de transmissão da política monetária via câmbio seja fraco e, em situações de *stress* econômico, até contrário, fazendo com que aumentos da taxa de juros ao invés de atrair capitais, apreciar o real e

reduzir a inflação, gerem aumento dos riscos de *default*, fuga de capitais, depreciação cambial e aumento da inflação como evidenciado no argumento de dominância fiscal apresentado em Blanchard (2004). A desvinculação entre TJLP e SELIC, tanto no valor das taxas quanto nas correlações das variações, podem ocasionar a não redução dos investimentos e do crescimento da economia quando apertos monetários são introduzidos. O próprio baixo grau de desenvolvimento do mercado de crédito pode enfraquecer o mecanismo de transmissão da política monetária via crédito, pois aumentos da taxa de juros não trazem maiores impactos na diminuição do consumo e dos investimentos via redução dos empréstimos.

Nesse sentido, algumas medidas podem ser adotadas de forma a atingir dado índice inflacionário com uma menor taxa de juros. A falta de independência do Banco Central, as constantes pressões de diversos segmentos da sociedade por maiores taxas de crescimento econômico, a indexação ainda existente, a recente estabilização da inflação e outros aspectos levam os agentes econômicos a questionar a capacidade do Banco Central atingir a meta gerando perdas na eficiência da política monetária. Obviamente, existem fatores “reais” que explicam o aumento dos preços mas, sem dúvida, o processo de formação de expectativas contribui para determinar os índices de inflação e, portanto, a efetivação da independência legal do Banco Central é de suma importância para reduzir as incertezas inflacionárias.

A redução dos subsídios embutidos na TJLP seria interessante para contrair os investimentos em momentos de aperto monetário e para criar um indicador consistente do custo de oportunidade de longo prazo da economia que forneceria importantes informações para a condução da política monetária. A redução da relação dívida líq./PIB é importante para diminuir a percepção de risco da economia de forma a aumentar a força do mecanismo de transmissão da política monetária via câmbio. A

ampliação do mercado de crédito através do aumento das leis de proteção a credores, eficiência do judiciário, criação de cadastros positivos e a ampliação da utilização de mecanismos mais inteligentes de colateralização como o desconto em folha, podem tornar esse canal de transmissão mais forte também aumentando a potência da política monetária.

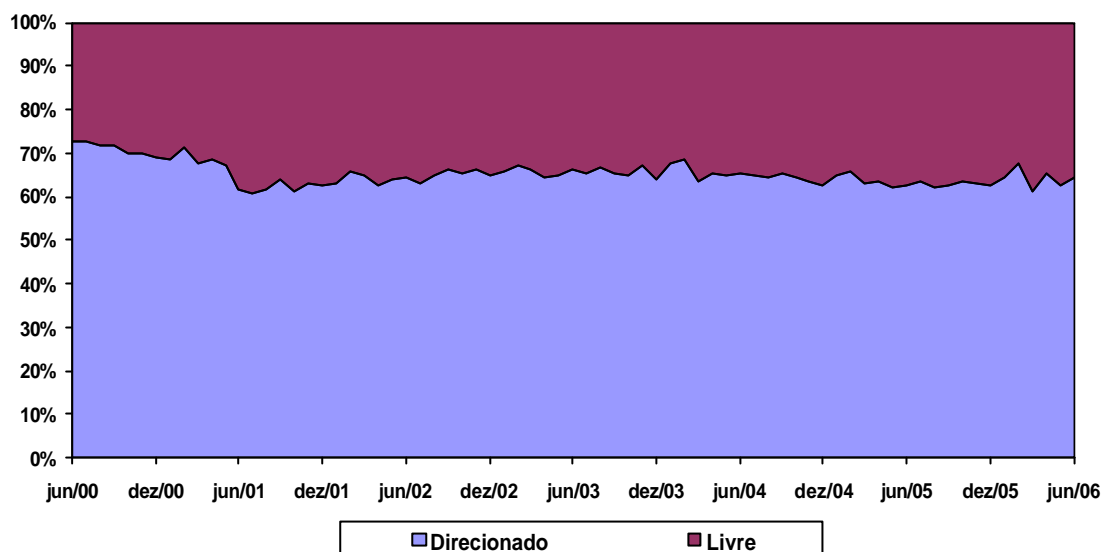
Assim como os problemas, as soluções para o desenvolvimento de um vigoroso MDLP não estão dissociadas das grandes questões referentes ao desenvolvimento de um país. A própria evidência empírica demonstra que o crescimento econômico eleva o desenvolvimento do mercado de capitais.⁶ Nesse sentido, o mercado brasileiro só atingirá o vigor de um mercado desenvolvido quando vários entraves ao desenvolvimento nacional forem rompidos. Assim, diversas reformas estruturais precisam ser aprovadas e um modelo de desenvolvimento sócio-econômico precisa ser implementado para que se prossigam os avanços nessa área. A implementação de um modelo calcado em equilíbrio fiscal, menor participação do estado, maior estabilidade econômica e crescimento sustentável trará ao longo do tempo os ganhos necessários à solidificação do mercado de capitais. Apesar de parte destes aspectos fugirem do escopo desse trabalho e muitos terem sido aqui abordados, é importante não se ter a ilusão de que a resolução de aspectos de escopo mais míope referentes ao mercado de capitais, sozinhos serão capazes de produzir um vigoroso MDLP.

⁶ Ver Arestis, P. e Demetriades (1998).

4.2 Aspectos de Oferta e Demanda

Obstáculos ao desenvolvimento do MDLP privado também existem do ponto de vista da oferta de crédito de longo prazo na medida que pode existir um *crowding out* da oferta de recursos privados devido à existência de uma vasta concessão de créditos subsidiados. Os créditos direcionados (habitação, rural e BNDES) correspondem à maior parte dos recursos ofertados concedidos na economia brasileira, como pode ser visto no Gráfico 6. A participação do crédito direcionado atingiu em junho de 2006 o montante de 65% em relação ao total de créditos (livres e direcionados) concedidos na economia brasileira. Enquanto que, até junho de 2006, a oferta de títulos e ações das empresas privadas e dos fundos atingiu algo em torno de R\$ 77.000 milhões segundo dados da CVM, os créditos direcionados do governo chegaram a valores em torno de R\$ 212.781 milhões. Esses dados evidenciam que, apesar do recorde histórico sem precedentes de captação privada, o governo além de ser o grande demandador de empréstimos da economia brasileira também é o maior ofertante de recursos de longo prazo.

Gráfico 6: Participação das Modalidades de Crédito. (%)



Fonte: BCB.

Esses recursos provêm dos vários mecanismos de poupança compulsória (FGTS, FAT, PIS-PASEP e FND) criados durante o regime militar. O FGTS e o FAT são atualmente as fontes de financiamento mais importantes. O primeiro é um típico mecanismo de poupança compulsória em regime de capitalização que, ao remunerar seus proprietários a uma taxa muito inferior a aplicações financeiras de risco equivalente, constitui um “imposto” disfarçado cujos recursos não são contabilizados nos gastos do orçamento público. O FAT, por sua vez, foi transformado na constituição de 1988 em um fundo de natureza fiscal onde sua propriedade deixou de ser do setor privado. Seus recursos têm por objetivo financiar os programas do Ministério do Trabalho, o seguro-desemprego, o BNDES num percentual mínimo de 40% e são captados a partir da arrecadação do PIS-PASEP.

Os outros dois fundos (PIS-PASEP e FND) correspondem a fundos formados a partir de patrimônios acumulados no passado e que não recebem mais novas contribuições. O primeiro corresponde aos recursos arrecadados com o PIS-PASEP não

incorporados ao FAT até a constituição de 1988 e o FND corresponde a um empréstimo compulsório que incidiu uma única vez.

A origem histórica dessa estrutura de intermediação financeira da economia brasileira se baseia na concepção do modelo desenvolvimentista do século passado no qual o estado deveria ser o grande motor da economia, sendo capaz de determinar os critérios alocativos dos recursos através da concessão de créditos subsidiados ao mesmo tempo em que limitava a liberdade de alocação privada. A intermediação financeira das fontes de financiamento era um instrumento dessa estratégia ao mesmo tempo em que a criação e gerência dos mecanismos de poupança compulsória, associados aos instrumentos de correção monetária e ao controle de capitais tornavam viáveis a utilização da poupança nacional num regime de pouca confiança no padrão monetário. Nesse contexto, o estado se tornou o grande intermediário-investidor de longo prazo da economia brasileira e se manteve até os dias de hoje, pois tal estrutura é difícil de ser desmontada devido aos mecanismos de barganha política que ela incentiva. A alternativa de rompimento imediato e abrupto desse mecanismo, além de inviável no curto prazo, pode gerar conseqüências ainda piores para a economia brasileira através da escassez de recursos para os investimentos produtivos e crises de refinanciamento das empresas em comparação aos diversos males causados pelo atual controle da intermediação financeira e da poupança de longo prazo.

O entorno dessa problemática corresponde a um problema clássico que a teoria econômica busca responder já há muitos séculos. Até que ponto e em que contexto o mercado é realmente eficiente para alocar os recursos da economia e, em que medida, o governo deve intervir para corrigir as possíveis falhas de mercado? Essa intervenção é benéfica ou, apesar das boas intenções, a maior participação do estado na economia gera resultados ainda piores que a alternativa de livre mercado? A literatura a respeito do

tema é vasta e defende a atuação governamental em pelo menos duas situações em que haja produção de externalidades positivas e em situações onde os mercados sejam incompletos⁷.

Quanto à produção de externalidades positivas, a concessão de subsídios é defendida para incentivar a consecução de investimentos que possam trazer benefícios para a sociedade quando o interesse privado não coincide com o interesse público. As questões ambientais e projetos que tragam ganhos em aspectos sociais são exemplos onde os subsídios são capazes de tornar o retorno privado superior ao custo de capital de forma a viabilizar projetos que, sem os devidos incentivos, não ocorreriam. Quanto à falha denominada mercados incompletos, situação na qual os mercados não conseguem prover os bens na quantidade necessária mesmo que os custos de provê-los sejam menores que os indivíduos estejam dispostos a pagar, alguns economistas acreditam que os mercados privados, nem sempre conseguem desempenhar um bom papel no fornecimento de seguros e empréstimos para uma economia.

A constituição de instituições públicas que forneçam créditos não é nenhuma peculiaridade brasileira. Os EUA, por exemplo, provêm fundos para empréstimos habitacionais através da Federal National Mortgage Association e recursos para pequenas empresas através da Small Business Administration, entre outras, alegando que o acesso ao crédito nesses mercados era restrito antes desses programas governamentais.

Algumas explicações têm sido apresentadas para entender os mercados incompletos e a que mais se aplica ao mercado de crédito é a existência de informações assimétricas provocando o fenômeno da seleção adversa. A teoria defende que, principalmente em empréstimos sem colaterais, como os financiadores se preocupam

⁷ Para uma discussão mais profunda a respeito da atuação governamental, falhas de mercado e economia do setor público ver Stiglitz (1999).

com o pagamento de seus recursos e não conseguem identificar quem conseguirá honrar seus compromissos, há uma oferta escassa de recursos mesmo com a cobrança de prêmios de risco embutidos nas taxas de juros. Assim, a existência de informações assimétricas associadas a problemas de cumprimento de contratos pode levar a inexistência de certos mercados. Nesse contexto, a atuação governamental bem concebida pode ser eficiente para remediar falhas de mercado, principalmente para pequenas e médias empresas onde as assimetrias de informação são mais gritantes.

Quanto a essa discussão, é importante salientar que existem correntes do pensamento econômico que entendem esse problema de forma bastante diferente no que diz respeito ao papel do estado na condução da política econômica e nos benefícios que tal estratégia produz. Nesse contexto de falta de consenso em relação ao tema, o trabalho procurará demonstrar argumentos mais próximos da linha de pensamento ortodoxa em relação ao assunto, que acredita na capacidade do mercado em alocar eficientemente os recursos da economia, apesar de reconhecer que exista todo um espectro de opiniões que vão desde essa visão menos intervencionista, até a que defende uma grande participação do governo. Quando conveniente, apresentará também a visão da linha de pensamento mais desenvolvimentista.

Seguindo essa linha de raciocínio, argumenta-se que a atual estrutura de financiamento de longo prazo da economia brasileira pode produzir sérias distorções as quais serão aqui evidenciadas. A existência de crédito direcionado subsidiado pode levar os bancos privados incapazes de concorrerem com tais modalidades a preferirem alocar seus recursos no curto prazo. Isso provoca um mecanismo de subsídio cruzado que eleva as taxas de curto prazo da economia na medida que a cobrança de taxas subsidiadas para certas atividades obriga os bancos a cobrarem taxas maiores para recuperar suas margens de lucro às custas de alguns tomadores de crédito.

Independentemente dos questionamentos que possam ser feitos ao baixo grau de concorrência do mercado bancário brasileiro, o argumento ainda se mantém válido.

Essa estrutura pode também ocasionar o enfraquecimento da política monetária visto que a TJLP não sinaliza o custo de oportunidade de longo prazo da economia e como não se movimenta juntamente com as variações da SELIC faz com que os investimentos e a atividade econômica não se reduzam para combater a inflação quando necessário. A TJLP subsidiada também ocasiona distorções na alocação de recursos da economia na medida que impõe custos diferentes para investimentos que podem trazer o mesmo ganho de bem estar para a sociedade.

Pode também aumentar a informalidade da economia na medida que ao existir em função dos recursos do FGTS encarece os encargos da mão de obra e fundamentalmente remunera os recursos dos trabalhadores a taxas menores que o custo de oportunidade da economia. Assim, fazem com que um real gasto pela empresa não corresponda ao mesmo valor dos fluxos descontados desses recursos ocasionando a estruturação de acordos, como a contratação via pessoa jurídica e redução da remuneração através da carteira de trabalho, que favorecem as duas partes na medida que reduzem os custos da empresa e aumentam o salário efetivo do trabalhador ao escapar desse imposto disfarçado.

Essa cunha de remuneração dos rendimentos dos trabalhadores também agrava as desigualdades de renda do país na medida que funciona muito similarmente a um imposto direto sobre a renda, incidindo principalmente sobre a grande massa trabalhadora do país ao mesmo tempo em que os benefícios dos créditos subsidiados são concedidos a poucos, principalmente às grandes empresas e, conseqüentemente, a seus acionistas, que não estão entre as classes mais desprivilegiadas da nação.

Nesse sentido, a corrente ortodoxa argumenta ser necessário que, paulatinamente, se desmonte o atual modelo de intermediação financeira de longo prazo da economia brasileira, tanto do ponto de vista da redução dos créditos subsidiados quanto do ponto de vista dos mecanismos de poupança compulsória que o sustentam.

No que diz respeito aos mecanismos de poupança compulsória (FGTS, FAT, PIS-PASEP e FND) o trabalho de Arida (2005)⁸ traz várias propostas a respeito do tema. Segundo o autor, existem quatro áreas onde se pode melhorar a eficiência desses mecanismos: governança, gestão estatal, precificação e eliminação de distorções alocativas.

No que diz respeito à governança, como argumentado pelo autor, seria interessante que só o governo opinasse sobre as aplicações dos fundos e sobre a composição dos programas do Ministério do Trabalho. Na medida que os fundos são oriundos de impostos coletados na sociedade, a administração dos mesmos via processo orçamentário usual seria uma iniciativa mais coerente. Usando uma analogia, o mecanismo atual é equivalente a retirar parte do orçamento da união e transferir a decisão sobre o uso dos recursos para um conselho formado por representantes do sindicato dos professores e das escolas particulares, o que não é uma boa iniciativa, pois produz várias ineficiências alocativas e conflitos de interesse.

Quanto à gestão dos recursos, seria interessante que os recursos fossem paulatinamente transferidos para a iniciativa privada permitindo ao trabalhador escolher o gestor e o perfil de risco-retorno de sua preferência. Isso permitiria a quebra do monopólio da CEF ao mesmo tempo em que reduziria o total de recursos disponíveis

⁸ Para uma discussão mais detalhada das propostas ver Arida, Pérsio. **Mecanismos Compulsórios e Mercado de Capitais: Propostas de Política Econômica**. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, Texto para Discussão n.8, 2005.

para empréstimos do BNDES, permitindo o crescimento do MDLP privado. A transferência poderia ser feita na forma de leilão, o que permitiria alguma forma de receita extra para o Estado. Do ponto de vista da demanda, é interessante notar que devido à alta rotatividade dos saques do FGTS, não é recomendável que a grande maioria desses recursos sejam aplicados no longo prazo como vem sendo defendido por algumas instituições. Segundo dados da CEF, 50,53% das contas registram retiradas em até 12 meses, 66,55% em até 24 meses, e 75,2% em até 36 meses. Ainda segundo a instituição, 2.667 milhões de contas do FGTS (19,77% do total) registram saques em até três meses. As estatísticas também demonstram que 54,83% das contas do FGTS têm saldos de até R\$ 72,75; e 74,56% têm saldos de até R\$ 559,73. Nesse sentido, é preciso reconhecer que boa parte dos recursos, principalmente os referentes aos cotistas de mais baixa renda, devem ser mantidos em aplicações mais líquidas de curto prazo, pois não podem ficar sujeitos às flutuações de rentabilidade típicas de aplicações de longo prazo visto o maior grau de aversão ao risco desses investidores dado o baixo nível de riqueza. Isso não impede que parte dos recursos seja direcionada a investimentos de longo prazo visto que 24,8% dos recursos não são sacados antes de três anos.

Outro aspecto importante de melhoria é a precificação. Pelo lado da captação, a poupança dos trabalhadores depositada no FGTS rende menos que uma aplicação financeira equivalente, produzindo uma transferência de riqueza dos trabalhadores para os tomadores de empréstimo, pois os financiamentos concedidos por essas instituições públicas tem sido inferiores ao custo de oportunidade da economia. Para corrigir tal problema, seria necessário construir um índice em reais que captasse o custo de oportunidade da economia brasileira no longo prazo. Assim, igualar a TJLP à SELIC como vem sendo sugerido seria um procedimento correto apenas se as taxas de curto prazo fossem iguais às de longo prazo, o que não é um bom retrato das condições dos

mercados. A verdade é que tal proposta seria interessante se não houvesse algum tipo de informação e, assim, uma curva de juros *flat* já constituiria em si um avanço. Como uma melhor solução, poderiam ser utilizados os títulos governamentais indexados ao IGPM que possuem prazo mais longo, criando um mecanismo de mercado que refletisse o custo de oportunidade da economia. Com o aumento das emissões dos títulos indexados ao IPCA, tal indicador, que vem sendo utilizado no sistema de metas de inflação, poderia substituir o IGPM quando apropriado.

O quarto ponto a ser abordado diz respeito às distorções alocativas produzidas pelos mecanismos de poupança compulsória. Assim, os mesmos deveriam ser remunerados ao custo de oportunidade da economia, pois o expediente atual produz incentivos à informalização da economia através da constituição de relações empregatícias via pessoa jurídica e registro de salários artificialmente menores na carteira de trabalho reduzindo a eficiência e as taxas de crescimento do país.

O FAT, por sua vez, obtém seus recursos do PIS, que é um imposto incidente sobre o faturamento das empresas e, como tal produz, efeitos nocivos sobre a eficiência econômica e sobre o crescimento econômico. Para o mesmo, seria interessante a sua extinção como parte de um cronograma que venha diminuir a alta carga tributária e reduzir as fontes de financiamento do BNDES e, conseqüentemente, o total de recursos disponíveis para a concessão de crédito direcionado na economia.

A corrente ortodoxa também estende suas críticas à forma de atuação do BNDES no que diz respeito ao direcionamento dos créditos subsidiados. Argumentam que, dentro da lógica de uma política desenvolvimentista, que busca elevar o grau de industrialização da economia brasileira é necessário que se avalie dentro do espectro de quem busca os financiamentos aqueles grupos que mais necessitam dos recursos e aqueles que consigam trazer maior desenvolvimento para a sociedade em termos de

crescimento econômico e geração de emprego. A grande maioria dos recursos do BNDES é direcionada às grandes empresas que possuem condições de captar recursos externos a taxas favoráveis ou mesmo captar internamente no mercado de capitais como pode ser visto na Tabela 1. Do total de desembolsos do BNDES no ano de 2006 até setembro, 75% se destinaram as empresas de grande porte, enquanto o restante foi direcionado para pessoas físicas, micro, pequenas e médias empresas. Apesar das necessidades das empresas de grande porte serem maiores, poderia haver um esforço maior para aumentar o percentual das menores mesmo que seja através da diminuição das de maior porte, pois essas conseguem ter acesso a recursos mais facilmente. Com essas prioridades, o banco não melhora as alternativas de financiamento para a grande maioria das pequenas e médias empresas que não têm acesso ao mercado internacional de capitais e nem todas têm capacidade de atender às exigências de transparência dos empréstimos bancários e de emissão de dívida. Por outro lado, relega ao setor bancário e ao mercado de capitais interno de títulos de dívidas às empresas com pior condição de crédito ao mesmo tempo em que captura grande parte dos empréstimos de melhor qualidade. Esse processo de seleção pode aumentar os riscos para o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida no país na medida que amplifica as possibilidades de más experiências para os investidores as quais custam muito para serem revertidas.

Tabela 1 - Desembolsos BNDES por Porte de Empresa			
	Ano	Ano	Jan-Set
	2004	2005	2006
Pessoa Física	6.351	3.880	2.062
Micro e Pequena	3.234	4.014	2.761
Média	2.993	3.768	2.960
MPME	12.578	11.662	7.783
% do Total	32%	25%	25%
Grande	26.728	34.986	23.349
% do Total	68%	75%	75%
Total	39.306	46.648	31.132

Fonte: BNDES

A corrente ortodoxa defende também uma maior transparência na mensuração dos subsídios envolvidos em cada empréstimo e uma política de avaliação dos benefícios obtidos pela sociedade, tanto para melhora da gestão interna na concessão dos créditos como para a verificação da necessidade de tal volume de empréstimos. Nesse sentido, seria interessante o acompanhamento de cada empréstimo de forma a auferir os custos e benefícios individualmente de forma a eliminar aqueles que não estejam produzindo o retorno desejado. Seria interessante a publicação de um balanço anual a respeito do tema que contivesse uma análise do desempenho do banco em termos de subsídios concedidos e benefícios obtidos em termos de emprego, investimentos e outros aspectos até para avaliação da performance histórica. Esse maior grau de transparência seria importante para a sociedade realmente avaliar e julgar os benefícios que obtém com a atuação da instituição e os custos financeiros dos subsídios que vem sendo oferecidos.

Argumenta-se também que o BNDES não tem dado a atenção necessária aos projetos sociais e ambientais. Os dados disponíveis até setembro de 2006 demonstram que apenas 4,6% dos desembolsos do BNDES foram destinados a projetos de cunho social. Esse papel é de fundamental importância, pois nem sempre os investimentos trazem benefícios públicos (ambientais e sociais) e privados ao mesmo tempo. Nesse contexto, o banco deveria garantir à iniciativa privada a diminuição do custo de capital necessária à execução de determinados projetos inicialmente não rentáveis.

O próprio volume de recursos parece estar sendo excessivo, pois na existência de mercados incompletos, os mercados privados não se dispõem a prover parte dos recursos e não a totalidade dos mesmos, o que não justificaria uma grande quantidade de recursos e os próprios subsídios embutidos. Como defendido por alguns economistas, a existência de mercados incompletos não implica por sua vez na concessão

necessariamente de empréstimos subsidiados. O próprio banco já vem há quase dois anos tendo dificuldades de cumprir suas metas de empréstimo, o que demonstra que mesmo com os subsídios embutidos as empresas não estão sendo capazes de captar todos recursos.

No entanto, o próprio banco já vem mudando sua forma de atuação e adotando algumas medidas que devem melhorar o desempenho do mercado de capitais brasileiro. Recentemente, a instituição criou a Superintendência de Mercados de Capitais, que busca ampliar o foco de atuação para o desenvolvimento do tímido mercado nacional. A criação dos fundos PIBB (Papéis Índice Brasil Bovespa) é uma iniciativa que tende a incentivar o surgimento de uma cultura de investimentos de longo prazo no país, pois possuem ações de boa qualidade e ao atuar pelo lado da demanda, diminui o total de subsídios oferecidos e aumenta a liquidez do mercado. O banco também tem recentemente dado uma maior atenção para as pequenas e médias empresas através das linhas de capital de giro e do cartão BNDES. Recentemente, o mesmo criou uma bem estruturada linha de financiamento para investimentos em máquinas e equipamentos e capital fixo através da subscrição de cotas de FIDC no intuito de aumentar o baixo nível de investimentos do país.

Outro aspecto importante referente à oferta e à demanda de títulos é a inexistência de uma cultura sólida de investimentos de longo prazo no país. Mais do que causa, esse comportamento dos investidores é reflexo das más experiências obtidas com aplicações financeiras ao longo dos tempos causadas pelos diversos planos econômicos adotados, pelo processo hiper-inflacionário e pela instabilidade da economia brasileira. Algumas interessantes medidas foram recentemente adotadas nessa área de forma a melhorar a experiência dos pequenos investidores com o mercado financeiro. O BNDES estruturou o lançamento do fundo PIBB que contém ações de excelente qualidade e que,

no seu primeiro ano de aniversário, proporcionou um retorno muito superior ao IBOVESPA e ao CDI. A compra de ações da Vale do Rio Doce e da Petrobrás a preços favoráveis com recursos do FGTS vem produzindo rendimentos muito superiores à rentabilidade garantida por esse mecanismo de poupança compulsória. O programa da BOVESPA de incentivo ao mercado acionário vem produzindo constantes ações no sentido de popularizar as aplicações na Bolsa. Nesse sentido, seria interessante a manutenção e a ampliação dessas medidas ou a implementação de novos projetos que viessem a incentivar aplicações dos pequenos investidores. O aumento da credibilidade do mercado acabaria por surgir ao longo do tempo corrigindo, os efeitos das más experiências que demoram a ser dissipados.

4.3 Aspectos Institucionais

A importância de um arcabouço institucional desenvolvido para o crescimento econômico vem cada vez mais sendo destacado na literatura sobre desenvolvimento econômico⁹. Tais arranjos são capazes de alinhar os benefícios privados aos públicos de forma que os indivíduos ao maximizar o seu bem estar individual maximizam também o bem estar público. O respeito aos contratos firmados, a proteção aos direitos de propriedade, a definição de regras estáveis por períodos longos e um grande espectro de pequenas medidas consistentes com as especificidades político, sociais e econômicas de um país são pilares fundamentais não só do fortalecimento do MDLP, mas também do rápido desenvolvimento econômico.

Em recente argumento, Arida et al (2004) defendem que as altas taxas de juros da economia brasileira e de certa forma a inexistência de um MDLP estariam relacionados com a incerteza jurisdicional existente na economia brasileira. Segundo os autores, apesar dos maus indicadores de solvência pública, o governo e as empresas brasileiras conseguem captar em moeda estrangeira no longo prazo no mercado externo, mas não internamente, independentemente da moeda de denominação e do centro de decisão do investidor. Desta forma, tentam demonstrar que, apesar dos mesmos riscos de *default* que estão sujeitos os títulos brasileiros lançados no exterior ou dos riscos cambiais que possam ser eliminados com a emissão de dívida interna atrelada ao dólar, o prazo das dívidas internas e externas são muito diferentes. Isso refletiria as incertezas “jurisdicionais” existentes no país que correspondem às dificuldades de se reaver

⁹ Para uma discussão mais detalhada sobre o assunto ver North, D. **Structure and Change in Economic History**. New York: W. W. Norton & Co. 1981

créditos devido a decisões inesperadas do executivo, legislativo e judiciário nacional, as quais têm efeitos negativos sobre o equilíbrio econômico dos contratos. Argumentam que a inexistência de títulos de longo prazo atrelados à moeda brasileira na jurisdição americana também é resultado dessas incertezas que contaminam negativamente o poder de compra da moeda, na medida que medidas arbitrárias tomadas na jurisdição brasileira podem da mesma forma corroer o valor dos investimentos feitos no exterior com o aumento dos índices inflacionários.

Por outro lado, Gonçalves et al (2005) mostram evidências que contradizem tal argumentação. Após controlarem por variáveis monetárias e fiscais, os autores chegaram a resultados que indicam que a incerteza jurisdicional, o controle de capitais e a interação entre essas variáveis não são capazes de explicar o nível de taxas de juros da amostra. Já as tradicionais variáveis monetárias e fiscais possuem forte evidência estatística na determinação das taxas de juros de curto prazo. Apesar das críticas metodológicas que podem ser feitas ao estudo no que diz respeito à capacidade de isolar os efeitos líquidos de cada variável e a possível presença de multicolinearidade nas variáveis pois, países com piores políticas fiscais e monetárias tendem a ter instituições mais fracas e possuem maiores riscos para adotar a livre conversibilidade de capitais, e a capacidade das variáveis utilizadas captarem os efeitos de um fenômeno que é difuso, subjetivo e possui peculiaridades ligadas às características de cada país, a evidência apresentada no trabalho parece demonstrar não ser esse fator mais importante que as políticas monetária e fiscal para determinar as altas taxas de juros brasileiras. Apesar do estudo não abordar empiricamente o impacto desse fenômeno sobre a existência do mercado de crédito de longo prazo, a percepção indica que ele tem maior impacto sobre o alongamento dos títulos na medida que os riscos do fenômeno estão ligados a expropriações repentinas difíceis de serem precificadas ex-ante e que, portanto,

impactam a predisposição do investidor em aplicar seus recursos no longo prazo mais do que influenciam o aumento da taxa de curto prazo cujos riscos de expropriação repentina podem ser mais facilmente previstos.

Na tentativa de se construir um ambiente institucional mais saudável, o país possui vários avanços a serem obtidos do ponto de vista das finanças públicas. Fundamentalmente, é necessário que se criem mecanismos que possam controlar a capacidade do Estado gastar, taxar, tomar emprestado e não pagar dívidas. Nesse sentido, a continuação da privatização dos bancos públicos estaduais, a desvinculação orçamentária, o compromisso com uma melhor gestão pública e a melhora dos mecanismos que inibam a corrupção são importantes medidas a serem implementadas.

Mecanismos institucionais que venham sinalizar a manutenção do poder de compra da moeda são também importantes avanços a serem obtidos na medida em que diminuem as incertezas quanto aos retornos reais a serem obtidos no longo prazo. Nesse sentido, tanto a independência do Banco Central, através do combate à inflação, e a livre conversibilidade de capitais por meio da sinalização de confiança no padrão monetário, são importantes medidas a serem implementadas. Assim, seria recomendável que se busque aumentar a independência da instituição de forma a consolidar o processo de estabilização da economia brasileira formalizando na forma de lei a autonomia da instituição.

A livre conversibilidade de capitais por sua vez é uma alternativa de política econômica que torna o país mais vulnerável a choques externos na medida em que países com maior abertura da conta de capital tendem a ter maiores problemas com crises cambiais, como evidenciado no caso da crise da Argentina e na crise brasileira de 1999. Por outro lado, sinaliza o compromisso da política econômica com um conjunto de medidas capazes de reduzir os riscos da economia brasileira, forçando a ampliação

da velocidade das reformas necessárias ao desenvolvimento brasileiro e, portanto, constitui uma interessante estratégia para a obtenção dos avanços institucionais necessários. Essa política quando introduzida conjuntamente com um conjunto de políticas macroeconômicas sólidas é capaz de trazer ganhos de bem estar social para o país, pois possibilita que o capital nacional possa ser alocado em melhores alternativas de investimento em outros países ao mesmo tempo em que diminui o impacto das flutuações da renda sobre o consumo¹⁰. Do ponto de vista dos impactos sobre o MDLP, um mecanismo que sinalize um maior comprometimento com a manutenção do poder de compra da moeda é importante para diminuir as incertezas quanto aos retornos reais a serem obtidos no longo prazo. A verdade é que inevitavelmente o Brasil vai ter que enfrentar essa questão em algum momento, deixando de impor limites para estrangeiros investirem no Brasil, e a brasileiros, no exterior. Recentemente, o governo tomou medidas nesse sentido ao isentar do imposto de renda investimentos feitos em títulos da dívida pública brasileira, o que ocasionou uma forte demanda externa pelos mesmos, principalmente para os papéis indexados à inflação. Na teoria, o custo dessa isenção fiscal não é muito relevante no longo prazo, pois se o mercado é competitivo e os agentes têm percepção de risco semelhante e baseiam suas decisões em função da taxa de retorno líquida de impostos, a diminuição da arrecadação é compensada pela menor taxa exigida por novos títulos emitidos.

Uma medida interessante, que produziria avanços significativos na redução das incertezas jurisdicionais e ganhos em diversos outros aspectos, seria a integração brasileira com uma jurisdição de melhor qualidade. Assim, a efetivação do acordo de livre comércio das Américas (ALCA) ou a associação do Mercosul com a Comunidade

¹⁰ Para uma discussão mais exaustiva do tema ver Arida, Persio. **Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: Uma Discussão do Caso Brasileiro**. São Paulo, 2004.

Européia, na medida que estabeleça um cronograma rígido de metas fiscais e monetárias, pode acelerar o processo de iniciativas necessárias ao desenvolvimento nacional. Como evidenciado em Novaes (2004), tanto no México, na participação na área de livre comércio da América do Norte (NAFTA), como na Polônia, na integração com a Comunidade Européia, os resultados obtidos em termos de estabilidade política, econômica e institucional foram bem significativos.

Outro aspecto que vem sendo pouco mencionado na discussão é a questão do direcionamento dos gastos públicos com educação. O atual modelo educacional brasileiro prioriza a aplicação dos recursos para o ensino superior em detrimento do ensino fundamental e médio, modelo esse que acentua as desigualdades sociais do país na medida que a grande maioria dos alunos que passam pelo funil do vestibular para ingresso em universidades públicas são oriundos das classes mais abastadas que tiveram condições de pagar ensino privado. Do ponto de vista do mercado de capitais, seria interessante um modelo que fosse mais semelhante à experiência americana, onde os recursos públicos para a educação se destinam à construção de um ensino médio e fundamental de boa qualidade. Esse modelo estabelece um ensino universitário privado que, associado a um sistema de concessão de bolsas e empréstimos, possibilita o acesso da maioria da população na medida que os financiamentos podem ser pagos com os maiores rendimentos auferidos após a conclusão da graduação. Essa política educacional possibilita com que exista um esforço extra de poupança da sociedade que produz impactos muito positivos sobre o acúmulo da poupança interna, possibilitando maiores investimentos e crescimento econômico. Assim, as famílias fariam um maior esforço de poupança que se refletiria numa maior taxa de poupança familiar fundamental ao desenvolvimento do MDLP. A principal vantagem desse modelo é o equilíbrio entre os objetivos sociais de combate à desigualdade, eficiência econômica e

crescimento que, em muitos aspectos, são conflitantes na determinação de uma política educacional.

No que diz respeito à situação do aparato legal, no que tange à qualidade das leis e à eficiência do judiciário em efetivar e respeitar os contratos, a situação institucional brasileira impõe sérios empecilhos. Apesar dos avanços obtidos com a nova Lei de Falências, o sistema legal brasileiro originário do direito francês e com mecanismos de processo ineficientes ainda é muito lento, incerto e tendencioso em prol dos devedores. Para ilustrar a situação, alguns indicadores desses aspectos foram escolhidos no intuito de comparar o desempenho relativo do Brasil com vários países. São eles, o Creditor Rights apresentado em La Porta et al (1997,1998) e o Rule of Law calculado pelo Banco Mundial.

O indicador Creditor Rights é um índice que avalia a qualidade da formulação legal de um país em defender os direitos dos credores através de quatro características das leis de liquidação e renegociação de créditos: (1) Primeiro, se existem restrições, como o consentimento do credor, nos procedimentos de reorganização. (2) Se existe cláusula de ação automática (ou congelamento de ativos) para realizar os colaterais sobre bancarrota. (3) Se os créditos securitizados têm preferência nos processos de liquidação. (4) Se a gerência da firma é substituída na reorganização por uma nova administração indicada pelos credores ou pela corte. O valor de um é assinalado para cada variável quando a legislação e/ou regulação do país prevê essas características para os créditos securitizados e os valores são somados perfazendo o escore final do índice. Um índice zero significa pouca proteção a credores e um valor quatro significa forte proteção a credores. O Brasil até antes da aprovação da nova Lei de Falências possuía, segundo La Porta et al (1998), um escore de apenas um, o que evidencia a falta de proteção aos credores da legislação brasileira.

O índice Rule of Law do Banco Mundial por sua vez combina vários indicadores que mensuram a extensão em que os agentes econômicos confiam no conjunto de regras da sociedade. Eles incluem percepções a respeito da incidência de crimes violentos e não violentos, da efetividade e da previsibilidade das decisões do judiciário e do respeito aos contratos. Juntos, esses indicadores medem a capacidade de uma sociedade de desenvolver um ambiente onde regras justas e previsíveis formam as bases para as interações econômicas e sociais. A classificação é feita de forma comparativa de modo que a média dos diversos países seja zero, o desvio padrão um e o intervalo de comparação entre os países varie de -2,5 a 2,5. Quanto maior o valor melhor é o ambiente de respeito a leis naquele país.

Numa comparação entre 208 países divulgada no ranking de 2004 o Brasil aparece na 111ª posição abaixo da média mundial com uma pontuação de -0,21 semelhantes aos índices obtidos por Senegal e Suriname. O resultado demonstra que o país possui um ambiente jurídico não muito propício para o desenvolvimento de um MDLP.

Padilla and Requejo (2000) desenvolveram um estudo para avaliar o impacto que as leis de proteção a credores e a eficiência do judiciário medidas por esses dois indicadores possuem na determinação do volume de empréstimos, no nível de taxa de juros real de uma economia e no nível de inadimplência. A visão ortodoxa a respeito do assunto defende, por um lado, que uma maior proteção aos credores e uma maior eficiência do judiciário levaria a um aumento no nível de empréstimos e a uma diminuição da taxa de juros real da economia e do nível de inadimplência. Por outro lado, alguns críticos têm defendido a tese de que os resultados não seriam esses no que diz respeito às leis que protegem os credores. Segundo essa vertente, uma maior proteção a credores produziria uma diminuição do nível de taxa de juros real da

economia e um aumento do nível de inadimplência, na medida em que aumenta os incentivos para concessão de empréstimos para investidores excessivamente otimistas e pré-dispostos a não cumprir suas obrigações. No que diz respeito à relação crédito/PIB de uma economia, defendem que o resultado poderia ser tanto um aumento como uma diminuição do indicador, pois se, do ponto de vista do credor, uma maior proteção lhe dá mais segurança para emprestar, o devedor, por outro lado, se sente menos propenso a captar recursos, pois diminuem suas possibilidades de incorrer em *default* estratégico.

Os resultados empíricos obtidos nesse estudo demonstraram que uma maior eficiência do judiciário produz um aumento dos empréstimos como porcentagem do PIB, uma diminuição da taxa de juros real da economia e uma diminuição dos níveis de inadimplência quando controlado pelo efeito de outras variáveis. Nesse sentido, um efetivo sistema judicial constitui um excelente mecanismo para desenvolver e otimizar a performance de um mercado de crédito. O resultado da proteção a credores por sua vez produz resultados nem sempre robustos e estatisticamente significantes no que diz respeito aos sinais e as magnitudes do indicador. Esses resultados corroboram a percepção e a existência de teorias distintas a respeito do assunto.

Dentre as conclusões do trabalho, os autores destacam que as questões macroeconômicas são as variáveis mais importantes para explicar a eficiência do mercado de crédito, principalmente a inflação na medida em que países com altos índices inflacionários possuem um mercado de dívida menos desenvolvido e que uma maior proteção legal a credores não necessariamente traz benefícios para uma sociedade.

Em trabalho publicado recentemente, Araújo e Funchal (2004) trazem uma nova perspectiva para análise do tema, defendendo a tese de que falta um arcabouço teórico mais robusto que sustente os resultados empíricos obtidos. Pela teoria de “Law and

Finance”, simbolizadas nos trabalhos de La Porta et al (1997,1998), alegam que essas teorias são simplistas e cometem o equívoco de pressupor que sendo os mercados completos, maiores níveis de proteção ao credor possuem uma relação linear com maiores níveis de crédito. No entanto, a realidade nos mostra que tal pressuposto é muito irrealista dadas assimetrias de informação. Segundo os autores, na presença de mercados incompletos a teoria do equilíbrio geral produziria um *trade off* entre alocação de risco e concessão de empréstimos e, portanto, existiria um nível ótimo de proteção ao credor que levaria à maximização do nível total de crédito. Assim, o nível ótimo de penalização seria um nível intermediário de proteção aos credores capaz de não punir excessivamente os devedores a ponto de desencorajá-los a obter novos empréstimos, mas capaz de evitar os *defaults* estratégicos quando o devedor tem capacidade de pagar, mas não o faz no intuito de se beneficiar. Por outro lado, o nível de penalização deve contemplar a possibilidade do devedor não pagar os empréstimos devido à má sorte ou adversidades conjunturais, nas quais realmente não teve condições de honrar seus compromissos. Os resultados obtidos pelos autores em sua amostra comprovam sua teoria, encontrando uma relação polinomial entre a proteção efetiva aos credores, (medida essa que combina as variáveis de proteção a credores e eficiência do judiciário) e o crédito privado, com a existência de um ponto ótimo que não é o de maior proteção efetiva aos credores. Os resultados apresentados em Araújo e Funchal (2004) variaram muito nos diversos percentis da análise, o que indica que o nível de proteção aos credores deve levar em consideração características do país em questão. De qualquer forma, apesar de toda essa discussão apresentada aqui a respeito do grau de proteção aos credores da economia brasileira, os indícios são de que o nível nacional ainda é muito baixo, e que a concretização dos avanços com a nova Lei de Falências precisa ser

consolidada e que medidas para melhorar a eficiência do judiciário precisam ser implementadas.

A constituição do Conselho Nacional de Justiça (CNJ) se constitui numa medida recente que deve produzir avanços nessa área. A intenção da medida é dar maior agilidade e eficiência à justiça brasileira, sem depender de mudanças constitucionais no Código de Processo Civil, que são de difícil aprovação. A própria nova Lei de Falências já vem produzindo avanços, como a notória diminuição dos pedidos de falência na medida que impôs o limite mínimo de 40 salários-mínimos para que um credor possa fazer tal exigência. Na lei antiga era extremamente comum o credor pedir a falência de uma empresa por um débito de R\$ 100 mas, agora, esse credor precisa se juntar a outros para somar o valor necessário. Pela norma anterior, a empresa tinha que pagar o débito em 24 horas após o pedido de falência. Hoje são dez dias e ainda abre-se a possibilidade de o devedor apresentar um plano de recuperação judicial, o que na prática faz com que exista uma busca maior pela negociação.

Do ponto de vista do aparato legal, no que diz respeito à qualidade das leis e à eficiência do judiciário em efetivar e respeitar os contratos, a situação institucional brasileira obteve avanços recentes, principalmente no primeiro quesito, com a nova Lei de Falências, que trouxe melhorias em relação à versão anterior de 1945 que se encontrava desatualizada. O objetivo atual é fazer com que a legislação criada realmente seja capaz de obter os resultados por ela desejados. De forma geral, criou instrumentos e incentivos à recuperação das empresas em dificuldades, evitando que as com real probabilidade de recuperação encerrem suas atividades, o que deve oferecer condições efetivas para que as empresas viáveis, que estejam passando por dificuldades transitórias, consigam se recuperar.

Caso o encerramento dos negócios seja algo inevitável, a nova legislação buscará regras e instrumentos para tornar a alienação de ativos eficiente e rápida, evitando a deterioração da empresa. O objetivo é estabelecer um regime de falência ágil e com a participação de credores de forma a facilitar a transferência da empresa, ou de suas partes, para um novo controlador interessado e capaz de prosseguir com as operações da empresa. Além disso, aumentou a prioridade dos credores sobre a distribuição da massa falida, se adequando aos padrões das legislações internacionais, o que deve proporcionar uma diminuição dos riscos dos créditos concedidos e a redução dos custos de financiamento. Na nova legislação, ocorre uma alteração no ordenamento de prioridades entre os créditos tributários e aqueles derivados de garantia real. Os créditos com garantia real são elevados ao segundo posto na escala de prioridades ficando atrás apenas dos créditos trabalhistas enquanto os créditos fiscais perdem prioridade. Apesar de, na maioria dos países desenvolvidos, os créditos com garantia real terem preferência sobre todos os demais, com certeza essa mudança produzirá alguns avanços. A nova lei também prevê o fim das sucessões tributária e trabalhista no caso de venda da empresa. Assim, a eliminação dessas incertezas pode aumentar o interesse de potenciais compradores que não se mostrariam dispostos a arcar com os riscos de existência de passivos contingentes de natureza trabalhista e tributária. No entanto, apesar dos avanços referentes à mudança dessa legislação, tal arcabouço legislativo ainda não foi posto a prova e, portanto, é necessário esperar o impacto de tal mudança para realmente avaliar os resultados obtidos.

No que diz respeito à eficiência do judiciário nacional, as estatísticas a respeito demonstram que os processos de execução das garantias creditícias são longos e fazem com que grande parte do valor da causa se perca nesse processo.¹¹ Nesse sentido,

¹¹ Ver Fachada, Figueiredo e Lundberg (2003);

iniciativas que produzam uma reforma do judiciário através de alterações constitucionais, do aperfeiçoamento dos mecanismos processuais e de resolução de controvérsias e da modernização da gestão dos órgãos judiciais são importantes medidas a serem implementadas.

Quanto aos aspectos constitucionais, algumas mudanças foram implementadas com a Emenda Constitucional nº 45, de 2004. Destaca-se, do ponto de vista da agilidade dos trâmites legais, o conjunto de medidas que visam diminuir o excesso de recursos que desnecessariamente congestionam os tribunais sobre matérias já largamente tratadas em decisões anteriores. O objetivo atual é criar uma maior jurisprudência ao condicionar ou impedir que determinados recursos cheguem aos tribunais superiores em casos de temas já simulados. Do ponto de vista da gestão administrativa dos órgãos judiciais, algumas iniciativas precisam ser implementadas para elevar o grau de eficiência dos mesmos através da gestão informatizada das informações processuais das varas e tribunais e a unificação de procedimentos administrativos, o que deve permitir ganhos significativos na prestação dos serviços judiciais. Avanços também precisam ser obtidos através da reforma processual e do aperfeiçoamento dos ritos processuais e da criação de mecanismos alternativos de resolução de conflitos. A idéia deve ser redesenhar o mecanismo de incentivos das partes envolvidas no processo de forma a induzir os “bons” recursos, que buscam o direito legítimo de recorrer de uma decisão judicial e evitar aqueles que visam única e exclusivamente protelar a decisão judicial no intuito de diminuir o valor efetivo das causas.

O objetivo do conjunto dessas medidas deve ser reduzir os custos dos processos judiciais como mecanismo de resolução de conflitos, obtendo maior celeridade aos processos e permitindo com que a justiça possa desempenhar efetivamente sua função de garantir o respeito aos contratos.

Outra característica que atrapalha o desenvolvimento do MDLP, especialmente face ao crescimento recente das securitizações de longo prazo é a inexistência de um mercado de derivativos de crédito desenvolvido que seja capaz de propiciar as alternativas de proteção a risco necessárias aos investidores de longo prazo. Até o momento, o volume de recursos movimentados é baixo e a legislação existente é conservadora na medida em que impõe limites ao número de participantes. Atualmente apenas os bancos podem participar vendendo proteção para um determinado risco de crédito enquanto que, no mercado internacional, os fundos de *hedge* (menos avessos a risco) são os principais agentes desse mercado, seguidos de perto pelas seguradoras, fundos mútuos e fundos de pensão. Os bancos são geralmente compradores de proteção na medida em que fornecem crédito a seus clientes e, para poder ampliar esse crédito e aumentar sua participação, sem esbarrar em limites, precisam de algum investidor que esteja disposto a vender proteção.

Outro entrave ao crescimento da liquidez do mercado de derivativos de crédito no Brasil é o fato de os bancos não poderem comprar ou vender proteção à sua própria financeira ou para outras empresas do mesmo grupo, prática muito comum no mercado internacional. A inexistência de uma plataforma de negociação também atrapalha o desenvolvimento desse mercado na medida que reduz a transparência das negociações, aumenta a assimetria de informações e diminui a liquidez e o volume desse mercado na medida que beneficia os grandes *players* e inibe a participação de mais agentes.

Do ponto de vista regulatório, melhoras também podem ser obtidas quanto às práticas de garantias de emissão. A consagração da adoção do mecanismo de *bookbuilding* praticado nas emissões de ações recentes poderia ser estendida às emissões de dívida. Atualmente, a prática mais disseminada é a do “*underwriting*” (oferta firme) praticada pelos grandes bancos, similar às emissões de ações. Nesse

mecanismo, a empresa não tem risco algum, pois tem a certeza da entrada de recursos, já que o intermediário subscreve para si o total da emissão. O risco da aceitação ou não do lançamento pelo mercado fica por conta do intermediário financeiro que cobra o prêmio de risco não explícito por absorver tais riscos e possui a alternativa de repassar ou não os títulos para outras instituições conforme a condição de mercado. Essa prática de “oferta firme”, por sua vez, pode reduzir a liquidez dos mercados secundários e a competição entre os agentes financeiros na medida que pode não pulverizar a venda dos papéis, concentrando a maior parte dos títulos na mão do subscritor que se aproveita do não florescimento de um mercado competitivo para cobrar maiores taxas de *underwriting*, incitando uma oligopolização da oferta e da demanda da emissão primária.

Existe uma linha de raciocínio a qual argumenta que, em um mercado que fosse dominado pelo método de subscrição tradicional, na qual é apresentada à empresa de forma transparente uma curva de demanda pelos títulos com diferentes taxas para determinados volumes, não só os custos totais de emissão seriam menores e os prêmios de subscrição diminuiriam, mas também haveria uma maior liquidez do mercado secundário devido a uma maior pulverização dos papéis. Do ponto de vista da oferta, uma maior participação de vários *players* pelo lado da demanda traria uma maior competição entre os agentes subscritores na medida que não só os grandes bancos detentores de uma grande rede de relacionamentos poderiam atuar na intermediação financeira, mas também instituições médias poderiam se valer de uma demanda mais numerosa e atuante para atuar nesse mercado.

5. Conclusão

Este trabalho buscou expor a problemática que envolve o desenvolvimento do MDLP, abordando os empecilhos que impedem o desenvolvimento do mesmo, os avanços obtidos nos últimos anos, sua situação atual, as oportunidades de expansão e as políticas públicas necessárias à construção de um sólido mercado de títulos. Tal análise possibilita a formulação de algumas conclusões que serão aqui apresentadas.

A existência de um mercado de títulos robusto está condicionada a evolução da estabilidade macroeconômica do país. Enquanto a relação dívida líq./PIB não for reduzida e persistirem dúvidas quanto aos retornos reais a serem obtidos no longo prazo, o mercado não atingirá um tamanho relativo expressivo. A diminuição da imprevisibilidade da economia brasileira e a consolidação da estabilização dos índices inflacionários são objetivos a serem atingidos nesse processo. Enquanto não for resolvida a questão fiscal, vários outros aspectos não poderão progredir, como uma reforma tributária mais ampla e o alongamento do prazo da dívida. O país precisa caminhar nessas áreas para garantir uma maior credibilidade à sua política econômica de forma a conquistar mais rapidamente o grau de investimento das agências internacionais de classificação de risco. A resolução desses problemas macroeconômicos será inevitavelmente uma tarefa árdua e demorada que apenas se concretizará, do ponto de vista da obtenção de uma relação dívida líq./PIB razoável, provavelmente no início da próxima década através da manutenção da política econômica atual. Vale o alento que os primeiros passos desse processo já foram dados e o governo vem sinalizando seu compromisso para com tais objetivos.

Nesse contexto, tanto a atuação governamental quanto a não atuação governamental são fundamentais nesse processo. Seguindo a linha de argumentação da visão mais ortodoxa sobre o tema, caberia ao governo ser capaz de mudar o atual sistema de intermediação financeira de longo prazo, fundado fundamentalmente em financiamentos subsidiados, de forma a permitir uma maior participação da iniciativa privada. Nesse sentido, a atuação do mesmo deveria procurar ser feita de forma mais indireta, apoiando o mercado na sua melhor competência em alocar os recursos através da cooperação nas emissões primárias e promovendo a liquidez inicial necessária ao desenvolvimento de mercado. O governo também tem um importante papel a desempenhar na mudança do perfil da dívida pública de forma a diminuir o percentual de títulos pós-fixados ao mesmo tempo em que adote uma política ativa de aumento do prazo e da participação dos títulos pré-fixados, garantindo que exista uma estrutura a termo longa e líquida, concentrada em certos nós, que sirva de *benchmark* de precificação para os títulos privados. Poderia o governo também reduzir a sua intervenção na economia através da redução relativa tanto do gasto público como da carga tributária e, do ponto de vista do legislativo e do judiciário, garantir um ambiente de maior proteção aos credores através de uma boa legislação e de um sistema judiciário mais eficiente.

Cabe lembrar que o aumento da participação dos investidores institucionais no mercado de capitais, como mostra a experiência internacional proporciona uma melhora dos indicadores em geral, dada a característica de longo prazo das aplicações desses agentes. Nesse sentido, iniciativas que busquem criar um ambiente mais propício para o desenvolvimento de tais instituições são bem vindas. A simbiose entre MDLP desenvolvido e alta participação dos investidores institucionais é característica marcante nos países que servem de exemplo para o Brasil e traz sólidos benefícios à sociedade ao

compartilhar com o sistema bancário as atribuições de diversificação de risco e financiamento de longo prazo.

O desenvolvimento do mercado de capitais ocorrerá aos saltos e não de forma linear. As potencialidades de expansão são significativas não só por causa das necessidades de financiamento de uma economia do tamanho da brasileira, mas também porque existe um imenso volume de recursos à espera de oportunidades de alongamento de seus prazos, o que inexoravelmente deve acontecer com a queda da taxa de juros real e com a melhora dos indicadores macroeconômicos e do ambiente institucional brasileiro. Nesse sentido, a profundidade do mercado tem a possibilidade de alcançar outro patamar de forma mais rápida que o usualmente poderia se esperado. Tanto essa mudança no comportamento dos investidores institucionais como a classificação de *investment grade* pelas agências internacionais de risco são dois marcos claros a serem alcançados que devem balizar e motivar as iniciativas necessárias ao desenvolvimento do mercado de títulos.

Nesse processo de avanços, a experiência internacional demonstra que existem algumas iniciativas que podem ser consideradas atalhos na medida que produzem um forte impacto no desenvolvimento do mercado de forma rápida. Nesse sentido, uma ampla reforma previdenciária que contemple a mudança do atual regime de repartição para um de capitalização, por mais inviável que isso possa parecer no horizonte das contas públicas atuais, como vivenciado na experiência chilena, e a associação a uma jurisdição de melhor qualidade, como nos casos do México e da Polônia na integração ao NAFTA e a Comunidade Européia, são exemplos que produziram grandes avanços em pouco tempo. No contexto da realidade atual do país, um ajuste fiscal mais intenso via efeito da redução da relação dívida líq./PIB e do impacto na redução da taxa de juros real produziria o mesmo efeito positivo sobre o MDLP e a adoção de um programa

continuado que buscasse a livre conversibilidade de capitais, na medida que definisse um cronograma rígido de reformas necessárias a sua implementação, também seria capaz de promover mais rapidamente os avanços necessários à solidificação desse mercado.

O desenvolvimento do mercado de capitais não está dissociado do desenvolvimento sócio-econômico de uma nação. A própria evidência empírica demonstra isso. Nesse sentido, não se deve ter a ilusão de que a resolução de aspectos de escopo mais restrito referentes ao mercado de capitais sozinhos serão capazes de produzir um vigoroso MDLP e, o foco meramente nessas questões, pode levar a uma visão míope dos problemas e a adoção de medidas que nem sempre serão as mais propícias.

Por fim, como podê ser percebido, vários são os desafios e muito ainda precisa ser feito para se construir um robusto mercado de dívida de longo prazo brasileiro, capaz de atender em sua plenitude os anseios de financiamento dos agentes econômicos. Como toda caminhada, precisa de seus primeiros passos, os quais já foram felizmente concluídos. A consumação de tal objetivo com certeza ainda demorará a ser concluída pois é preciso tempo e esforço para sua efetivação. Nesse sentido, é importante que durante esse processo, tanto o governo como os diversos agentes envolvidos, tenham o compromisso com consecução de tal realização e a percepção clara da importância que o mesmo possui para o bem estar de uma sociedade.

Referências Bibliográficas

Arida, Pésio. **Mecanismos Compulsórios e Mercado de Capitais: Propostas de Política Econômica**. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, Texto para Discussão n.8, 2005.

Arida, Persio; Bacha, Edmar e Resende, André Lara. **Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil**. Rio de Janeiro: IEPE/CdG, Texto para Discussão n.2, 2003. F. Giavazzi, I. Goldfajn e S. Herrera (orgs.), *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press.

Bacha, Edmar e Chrysostomo, Luiz. **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais e Desafios Brasileiros**. Editora Contracapa, Maio, 2005.

Beck, Thorsten; Levine, Ross e Loayza, Norman. **Finance and the Sources of Growth**. *Journal of Financial Economics*. 2000.

Blanchard, Olivier. **Fiscal Dominance and Inflation Target: Lessons from Brazil**. 2004.NBER. working paper nº10.389. Disponível em:
<http://www.nber.org/papers/w10389>.

Carneiro, Dionísio Dias; Grandjean, Yann; Sinigaglia, Daniel L. e Guillén, Diogo. **Déficit Nominal Zero: Retorno a Normalidade? Carta Galanto**. Julho de 2005.

Costa, Ana Carla e Márcio Nakane. **Revisitando a metodologia de decomposição do spread bancário no Brasil.** Artigo apresentado no seminário Economia Bancária e Crédito, Banco Central do Brasil, 2004.

Eichengreen, B., Luengnaruemitchai, P., 2004. **Why doesn't Asia have bigger bond markets?** Korea University/BIS Conference on Asian Bond Market Research, Seoul. Revised version to appear as BIS occasional paper.

Fachada, P., L. Figueiredo e E. Lundberg. **Sistema Judicial e Mercado de Crédito no Brasil.** Brasília: Banco Central do Brasil, Notas Técnicas do BCB, nº 35, 2003.

Hawkins, John. **Bond markets and banks in emerging economies.** In: BIS Papers Nº. 11, page 42-48, 2002.

Impavido, Gregorio; Musalem, Alberto and Tressel, Thierry. **The impact of contractual savings institutions on security markets.** Policy research working paper. World Bank. January, 2003.

La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shlifer, Andrei e Vishny, Robert W. **Law and Finance.** Journal of Political Economy. 106, 1113-1155, 1998.

La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shlifer, Andrei e Vishny, Robert W. **Legal Determinants of External Finance.** 52 Journal of Finance, 1997 1131-50.

Leal, Ricardo P. C. and Carvalhal-da-Silva, Andre L. **The Development of the Brazilian Bond Market**. Inter-American Development Bank, 2006.

Levine, Ross; Loayza, Norman e Beck, Thorsten. **Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**. Journal of Monetary Economics, 31-77, 2000.

North, D. **Structure and Change in Economic History**. New York: W. W. Norton & Co. 1981

Novaes, Ana. **Mercado de capitais: lições da experiência internacional**. Artigo produzido no âmbito do convênio Anbid-IEPE/CdG, 2004.

Padilla, Atilano Jorge and Requejo, Alejandro. **The Costs and Benefits of the Strict Protection of Creditor Rights: Theory and Evidence**. Inter-American Development Bank. May 2000.

Stiglitz, Joseph E. **Economics of Public Sector**. Third Edition. W. W. Norton & Company. 1999.

Teixeira, Nilson. **Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais Brasileiro**. Artigo preparado no âmbito do convênio Anbid-IEPE/CdG, 2004.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)