

SISTEMATIZAÇÃO DO DEBATE SOBRE “SISTEMA DE FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO”

Antonio José Alves Júnior*

Introdução

O GT 12, em suas reuniões para definir os termos de referência que orientaram os palestrantes e debatedores do painel sobre “Financiamento do Desenvolvimento”, procurou, de modo bastante abrangente, delimitar um conjunto de temas relevantes para uma reflexão conseqüente acerca da formação de um sistema de financiamento do desenvolvimento no Brasil, no qual o BNDES, possivelmente, ocupará uma posição-chave.

Essa perspectiva abrangente tem um preço, que é uma certa dispersão e um enfoque menos preciso. Especialmente quando há uma certa ansiedade em se definir um modelo de financiamento do crescimento econômico, tão urgente no Brasil. De outro lado, o reconhecimento de que o tema é complexo e se confunde mesmo com a discussão acerca do modelo de desenvolvimento econômico, não deixa outra escolha. Poucos temas em economia obrigam a tantas considerações inevitáveis sobre as inter-relações micro e macroeconômicas, para dizer o mínimo e, parece que o debate deixou claro, haverá muita discussão até que se tenha clareza sobre o que é preciso ser feito.

O termo de referência, no que se refere à experiência internacional, enfatizou os modelos privados e públicos de financiamento ao investimento. Em especial, buscou-se identificar inovações nos mecanismos de financiamento e aprender com a experiência internacional. Um problema daí derivado seria identificar as perspectivas e os requisitos para que o Brasil possa explorar financiamentos externos sem ampliar a vulnerabilidade externa. Quanto à conexão entre a criação de um sistema de financiamento do desenvolvimento e estabilidade, a pergunta impor-

* Departamento de Economia, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, sistematizador do Painel Financiamento do Desenvolvimento.

tante é identificar as relações aí existentes. Em suma, será preciso esperar a estabilização para criar um sistema de financiamento?

O termo de referência voltou-se, ainda, para a discussão da relevância de critérios para a criação de instrumentos financeiros específicos, voltados para classes de agentes econômicos selecionados. Quanto ao modelo institucional, há uma pergunta mestra: o desenvolvimento econômico é afetado pelo modelo de financiamento de longo prazo, ou o sistema de financiamento seria neutro quanto à definição do ritmo e padrão de desenvolvimento? E, se a resposta for positiva, que obstáculos de natureza institucional deveriam ser evitados e quais os caminhos mais adequados ao Brasil?

Entre as diversas motivações para o estudo do tema, o lento crescimento da economia, nos últimos 20 anos, com todos os problemas daí decorrentes, está entre os mais importantes. Mas no que se refere, especificamente, ao financiamento do desenvolvimento, a mera observação de que a combinação do capital estrangeiro com recursos oriundos das instituições financeiras públicas tem sido insuficiente, desde pelo menos a crise da dívida dos anos 80, para proporcionar recursos para o desenvolvimento econômico, indica a necessidade de se repensar o modelo convencional. De outro lado, a opção pelo modelo de setor financeiro privado em operação no Brasil – incluem-se as instituições financeiras estrangeiras – não parece a melhor alternativa. Esse subsistema de financiamento, tecnologicamente avançado e bastante diversificado, foi muito competente para sobreviver à instabilidade, mas não se mostrou capaz de gerar o volume de crédito e o funding do investimento, em condições razoáveis para estimular o crescimento econômico sustentável.

Sobre o financiamento do desenvolvimento no Brasil

As dificuldades para a constituição de um sistema de financiamento do desenvolvimento, entendido aqui como um sistema capaz de financiar projetos de investimento que permitam à economia crescer por um longo período de tempo, em níveis próximos do pleno-emprego, e que, simultaneamente, propiciem uma alocação de recursos tal que objetivos microeconômicos sejam alcançados (melhoria da distribuição de renda, proteção ao meio-ambiente, competitividade da indústria, etc), têm sido apontadas em diversos momentos de nossa história econômica. O financiamento inflacionário do período de crescimento do governo JK, a

inadequação do financiamento de bens de consumo duráveis e bens de capital no início dos anos 60, o recurso ao endividamento externo para financiar o crescimento acelerado dos anos 70, a crise da dívida dos anos 80 e, atualmente, a virtual falência do modelo de financiamento externo via mercados – que João Sayad vai chamar de paradigma da globalização, e Bresser-Pereira, de II Consenso de Washington ou, ironicamente, financiamento do sub-desenvolvimento – são exemplos de como os modelos de financiamento adotados no Brasil deram o tom – e apontaram limites – para o desenvolvimento.

Em todo esse período, o financiamento de longo prazo dependeu da capacidade de autofinanciamento das firmas, da ação do BNDE (posteriormente, BNDES) e de financiamento externo. Em todo esse período, o sistema de financiamento privado participou timidamente do esforço de financiamento de longo prazo. Nos anos 50/60, o formato institucional, herdado de uma economia agro-exportadora, foi o diagnóstico da inoperância do setor privado no financiamento de longo prazo, necessário para sustentar a demanda efetiva de uma economia em acelerado processo de industrialização. Esse diagnóstico induziu uma ação de engenharia institucional nos anos 64/66, que criou o mercado de capitais, a correção monetária e instituiu o princípio da segmentação do sistema financeiro nacional. Essa mudança na arquitetura do sistema visava a mitigação dos efeitos dos descasamentos dos passivos sobre a saúde de cada classe de instituição; visava também evitar a contaminação de uma classe de instituições por outra e criava instituições e instrumentos financeiros especializados para o financiamento do longo prazo.

Ainda que o financiamento privado da aquisição de bens de consumo duráveis tenha sido impulsionado, e o financiamento do governo tenha encontrado canais expressivos, o mesmo não se poderia dizer com relação ao financiamento do investimento a partir do sistema financeiro privado.

Várias explicações para esse comportamento, possivelmente válidas e não excludentes, podem ser levantadas. Incluem desde a natureza familiar da gestão dos bancos e a estrutura de mercado dos diversos segmentos do mercado financeiro, tipificada por baixa competição¹, até

¹ Até 1988, a entrada de instituições financeiras dependia da concessão de carta-patente, uma licença para operação no sistema financeiro nacional. A partir dessa data, a formação de uma instituição financeira passou a depender apenas da observância de critérios tais como capital mínimo e qualificação da diretoria.

a instabilidade macroeconômica, especialmente o par inflação-dívida pública, por conta de seus efeitos sobre a formação de expectativas e sobre o custo de oportunidade da banca nacional. A incidência desses elementos macro e microeconômicos teria funcionado como incentivos negativos à consolidação de um sistema de financiamento do desenvolvimento brasileiro, e indicados como responsáveis pela especialização do sistema financeiro privado nas operações de financiamento de curto prazo.

Contudo, houve, ao longo dos últimos anos, modificações importantes no quadro macroeconômico e institucional que permitiram, em diversos momentos, esperar uma reação mais ousada do setor financeiro privado no que se refere ao financiamento de longo prazo.

No que se refere aos aspectos institucionais, desde 1988, surgiram alguns sinais de que se formaria um ambiente mais propício à concorrência. Um marco importante foi a extinção da carta-patente. Ao mesmo tempo, foi permitida por lei a constituição de bancos múltiplos. Tratou-se de reconhecer um processo de conglomeração bancária, já em andamento, desde os anos 70. Subvertia-se o espírito da reforma 64/66. Ao invés de instituições financeiras especializadas, surgem grandes instituições capazes de operar, simultaneamente, em vários mercados. O modelo de banco em operação no país, agora previsto em lei, se aproxima – coincidentemente ou não – do desenho atual dos grandes bancos universais que lideram o sistema financeiro internacional².

Outra mudança significativa foi o expressivo crescimento dos fundos desde a reforma institucional do governo Collor. O número de fundos de investimentos ou em cotas (aqueles cujas aplicações são realizadas em títulos públicos, títulos de renda fixa, ações e em outros ativos financeiros) explodiu no Brasil. De um total de 84, em dezembro de 1991, para 4.337 fundos, em agosto de 2002³. Esta explosão decorreu de alterações institucionais que visavam facilitar o acesso do investidor ao mercado financeiro, ampliar o mercado para colocação de títulos, especialmente da dívida pública e, nos seus momentos iniciais, em garantir recursos de longo prazo para projetos de desenvolvimento do país.

² A semelhança se refere ao fato de que os bancos múltiplos podem operar, simultaneamente, em diferentes sub-segmentos do mercado financeiro. Não há dúvidas que os bancos múltiplos de capital nacional não ocupam espaços nos mercados financeiros internacionais a altura dos grandes “players” globais.

³ Segundo relatório da ANBID, em agosto de 2002 existiam 2 693 fundos de investimentos e 1 644 fundos em cotas.

Em termos de patrimônio, a expansão também foi expressiva. Em dezembro de 1991, os fundos equivaliam a 83,9% do saldo das cadernetas de poupança. Em agosto de 2002, os fundos administravam recursos equivalentes a 237% do saldo das cadernetas, ou um valor de R\$ 487,9 bilhões.

É ainda fundamental ressaltar que a entrada de capitais estrangeiros nas bolsas brasileiras, via Anexo IV, foi bastante significativa a partir de 1992. Admitia-se, a essa altura, que os mercados de capitais sofreriam grande expansão e tornar-se-iam o centro do financiamento de longo prazo do investimento.

As forças competitivas no sistema financeiro foram ainda mais liberadas, desde 1995, com a entrada de bancos múltiplos estrangeiros no país e a saída de instituições públicas do sistema financeiro.

A saída dos bancos estaduais cumpriria uma dupla função. Em primeiro lugar, tratava-se de remover um foco de instabilidade no sistema financeiro, um ralo da política monetária e um mecanismo propagador do déficit público. Em segundo lugar, tratava-se de ampliar a eficiência do sistema, eliminando uma entidade com estrutura de custos elevada e sem critérios econômicos para a concessão de empréstimos⁴.

A presença de bancos estrangeiros, supostamente mais modernos, com custo de capital mais baixo e mais estável, geraria efeitos positivos no que se refere à entrada de capitais, o que seria fundamental para o equilíbrio do balanço de pagamentos. Além disso, esperava-se, os estrangeiros pressionariam os bancos brasileiros, através da concorrência, a se modernizar. Essa modernização se traduziria, desejavelmente, na combinação mais eficiente dos instrumentos de crédito com as operações nos mercados de capitais, gerando o funding do investimento em volumes mais expressivos e em condições competitivas.

No plano macroeconômico, com o advento do plano Real, algumas restrições que marcaram o passado recente da economia brasileira foram suspensas ou permitiam a antevisão de um quadro muito mais animador para a retomada do desenvolvimento. O fim do processo inflacionário, o retorno do acesso ao mercado internacional de capitais e o relativo controle da dívida pública apontavam para a melhoria dos fundamentos macroeconômicos.

⁴ Essa é a posição, por exemplo, de Fraga Neto, A. e Werlang, S. em “Os Bancos Estaduais e o Descontrole Fiscal”, in *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 49 (2), p. 265 – 275, 1995.

Desde 1997, contudo, as condições macroeconômicas agravaram-se substancialmente⁵, devido, ao menos em parte, ao modelo de financiamento do programa de estabilização com âncora cambial, apoiado em recursos externos. Como consequência, as taxas de crescimento tornaram-se medíocres, a dívida pública (interna e externa) conheceu uma trajetória de expansão, e as taxas de juros e de câmbio tornaram-se objetos de especulação.

Dessa forma, a despeito de avanços institucionais significativos e de um processo de transformação importante no sistema financeiro no Brasil, observou-se um casamento entre a instabilidade macroeconômica e os bancos. Esse casamento se torna manifesto no desempenho do sistema financeiro nacional, tipificado pela generalização de altos lucros. E esses sinais de uma boa comunhão entre os bancos – e demais instituições financeiras privadas – e a instabilidade vêm sendo acompanhados de redução no volume das operações de crédito, da tendência à predominância de operações envolvendo ativos de curto prazo, especializado no financiamento da dívida pública⁶, e de elevados “spreads”. Constituiu-se, pela via das forças de mercado, um sistema financeiro extremamente disfuncional para o desenvolvimento econômico.

Posições no debate

Para o debate sobre a formação de um sistema de financiamento do desenvolvimento no Brasil, foram convidados João Sayad e Luís Carlos Bresser-Pereira como palestrantes e, como debatedores, Delfim Netto, Luiz Carlos Mendonça de Barros e Eduardo Gentil. Uma observação geral sobre as posições foi a ausência de um esboço de um modelo de financiamento do desenvolvimento. Ao invés disso, discutiram-se princípios gerais de organização de um sistema. As posições foram muito

⁵ De fato, o primeiro choque econômico enfrentado pela economia brasileira, depois da estabilização de preços, tem início em março de 1995, como reflexo da crise do México. Não obstante, as expectativas de retomada do crescimento e a interpretação de que a crise foi um acidente de percurso, devidamente corrigido, transfere o marco da instabilidade para 1997.

⁶ A composição das carteiras dos fundos em agosto de 2002 era, aproximadamente, a seguinte: 66,2% em títulos públicos federais, 18,8% em operações compromissadas (overnight principalmente), 12,29% em títulos privados de renda fixa e apenas **0,69% em ações de companhias abertas.**

mais influenciadas pelas dificuldades em que a economia brasileira se envolveu nos últimos anos do que por um enfoque inovador. Ocorre, então, uma citação do livro “Políticas para a Retomada do Desenvolvimento – reflexões de economistas brasileiros”, organizado por Ricardo Bielschowsky e Carlos Mussi, como uma possível explicação:

Com raras exceções, “...as intervenções voltam-se, bem mais que a políticas concretas, para princípios gerais de ordenamento de políticas, tais como espaços para intervenção estatal legítima... e questões institucionais a serem enfrentadas. Isso é fácil de entender. Afinal, a ausência de reflexão sistemática... sobre políticas de crescimento exigiu um esforço todo especial por parte dos economistas convidados a contribuir, tornando-se natural que a maioria das reflexões tivesse um caráter de reinauguração do debate.” (Bielschowsky & Mussi, p. 16, 2002).

Poupança, poupança externa e investimento

Assim como verificado no primeiro Painel⁷, um ponto em comum entre os participantes do debate foi a necessidade do Brasil reduzir a dependência de poupança externa para “financiar o desenvolvimento”. Contudo, nenhum dos debatedores argumentou contra o uso da poupança externa. Delfim Netto, por exemplo, considera que não faria sentido um país em desenvolvimento abrir mão de recursos externos. No entanto, no tocante aos movimentos de capitais para o país, alerta para o fato de que é preciso lembrar que os credores poderão, em algum momento, cobrar o montante da dívida. Como o país não emite dólares, o montante de endividamento externo sempre implica em algum grau de exposição do país.

Mendonça de Barros também defende o uso de poupança externa. Sublinha, contudo, sua posição discordante daquela adotada pela equipe que conduziu a economia, no período do Real, exatamente pela excessiva crença na disposição permanente do mercado financeiro internacional em financiar e refinanciar o balanço de pagamentos do país em boas condições. Ele formula uma idéia de risco de devedor em moeda estrangeira para o país, e sugere a existência de uma margem de segurança de uso da poupança externa. Essa margem de segurança deve ser dada pelo retorno dos projetos financiados, em especial pela capacida-

⁷ Conferir a sistematização do Painel I, elaborada por Jennifer Hermann.

de de geração de divisas para o país. Essas seriam as variáveis-chave na determinação do que é seguro no que se refere ao uso de poupança externa e, em suas palavras, constituiriam uma espécie de “hedge” para o país.

Mendonça de Barros chama a atenção para o fato de que o recurso exagerado à poupança externa, cujo parâmetro seria o grau em que a taxa de câmbio é determinada pelo mercado financeiro, é perigoso para os investimentos de longo prazo. Se a taxa de câmbio for determinada, principalmente, por fluxos financeiros, se tornará excessivamente volátil. Em consequência, o risco cambial dos projetos se eleva significativamente, prejudicando o volume de investimento agregado.

No caso de Bresser, o uso da poupança externa só é vantajoso para o país quando ele se converte em investimento. Contudo, sua crítica ao uso da poupança externa está associada com a agenda incorreta do governo Fernando Henrique Cardoso.

No início do Plano Real, o país conseguiu a estabilização de preços concomitante à manutenção de bons fundamentos. Entretanto, a agenda econômica do governo continuou voltada para o combate à inflação, quando os problemas eram, já em 1995, o controle das contas externas e o nível de emprego. Mas isso foi totalmente ignorado. O uso dos juros elevados e a manutenção do câmbio sobrevalorizado produziram déficit público e déficit em transações correntes.

Em 1999, depois do estabelecimento de uma tendência ao esgotamento das reservas em meio a uma visível crise de balanço de pagamentos, impõe o cambio flutuante.

Mas aí, novamente, a agenda continuou sendo a inflação, o que, novamente, nos conduziu a uma nova crise de balanço de pagamentos. Conclui Bresser: “É patético: nem se conseguiu a estabilização e nem se conseguiu o desenvolvimento”.

Segundo Bresser, a idéia, por detrás do II Consenso de Washington, era a seguinte: os países em desenvolvimento, desprovidos de recursos para o crescimento, haja visto o baixo grau de poupança interna, poderão recorrer ao uso da poupança externa para financiar seu crescimento.

Em primeiro lugar, para o autor não é correto, ao menos no caso do Brasil, supor falta de poupança, tema que será discutido mais adiante. Em segundo lugar, poupança externa é, simplesmente, déficit em conta corrente. Mas não significa, de outro lado, que a poupança externa seja fonte de financiamento de investimento. A poupança externa pode in-

duzir a redução da poupança interna, quando promove a valorização cambial, não servindo como fonte de financiamento do investimento. E isso é o que ocorreu com o Brasil.

A falta de projetos rentáveis, em meio a taxas de juros elevadas e às baixas taxas de crescimento, e a manutenção do câmbio sobrevalorizado, induziram o fluxo de capitais a financiar consumo.

Em terceiro lugar, não é correto admitir que as fontes de financiamento externas estarão sempre disponíveis ao país.

Segundo Bresser, o governo praticou uma espécie de populismo cambial. Através da manutenção do câmbio sobrevalorizado, aumentou os níveis de renda da população, medidos em dólares. E essa política teve o apoio do FMI. Em 1998, em meio a uma tendência de redução acelerada de reservas, o FMI esteve em Brasília para apoiar uma espécie de Currency Board no Brasil.

Qual seria o interesse estrangeiro nesse modelo de financiamento? Segundo Bresser, os déficits comerciais estimulavam a indústria e a demanda em geral nos países centrais. O financiamento desses déficits representaram alternativas de aplicações de recursos para os bancos estrangeiros. O modelo do Brasil, desse modo, interessou aos credores externos.

E nosso interesse? A opacidade que tomou conta da visão das elites, a ênfase nos efeitos de curto prazo foi impressionante. O remédio a ser empregado: câmbio em torno de 3,00; superávit fiscal de 3,75% ou mais, por conta do peso da dívida pública, que enfraquece o estado; e redução dos juros reais. A redução dos juros reais será fundamental para induzir o crescimento econômico.

Tanto Bresser como Delfim concordam que o controle do câmbio e dos malefícios da exacerbada atração de capitais poderia ser facilitado com o recurso a algum tipo de controle de capitais, e pela manutenção de juros mais baixos. Contudo, de acordo com Delfim, como medida de combate às crises, como a do momento, o controle de capitais deveria se dar saída, o que seria inviável – até mesmo o controle da remessa de residentes, pela CC5.

O controle de capitais na entrada, o que é mais facilmente aceito pelos credores por não representar uma mudança nas regras do jogo, nessas circunstâncias, seria irrelevante, uma vez que não há um quadro de abundância de capitais. Por outro lado, Delfim deixa claro que o controle de entrada deveria ser feito em períodos de abundância, o que ajudaria a reduzir a volatilidade dos estoques de capitais estrangeiros no país.

Curiosamente, ainda que o debate sobre os limites do uso da poupança externa tenha tomado parte significativa das exposições, não ficou óbvio exatamente o significado do uso da poupança externa para o desenvolvimento do país. Bresser, Sayad e Delfim parecem concordar que não há, pelo menos por ora, limites ao crescimento econômico brasileiro impostos por falta de poupança. Isso implica que a taxa de crescimento econômico brasileiro não estaria limitada pelo acesso à poupança externa.

Sayad trata detidamente desse tópico, ao distinguir os efeitos de investimentos em projetos menos eficientes em economias próximas do pleno-emprego daqueles em economias em que há desemprego involuntário. Em economias próximas do pleno-emprego, investimentos em projetos menos produtivos levam a desperdício de fatores de produção, reduzindo a trajetória de crescimento potencial da economia e os níveis futuros de bem-estar. Esse tipo de má alocação de recursos escassos é denominado pelo autor pela expressão erro real.

O financiamento de empresas cujo preço de produção é suficiente para cobrir os custos variáveis, mas insuficiente para pagar os juros, se constitui em erro nominal. O projeto tem valor social, mas o empréstimo concedido não poderá ser pago porque os juros são muito elevados. No caso da impossibilidade de renegociação de dívidas, o agente econômico em questão deverá encerrar suas atividades. Contudo, como a correção deste erro implica apenas em execução das garantias, mas não necessariamente a concessão de empréstimo de igual valor para outro agente econômico, o saldo líquido para a sociedade será a liberação de fatores de produção para o ócio. Nesse caso, os limites do crescimento nada têm a ver com o produto não consumido, que, aliás, deverá ser mais baixo quanto maior o desemprego e mais baixo o nível de renda. Os limites do crescimento em uma economia tal como a brasileira, nos dias de hoje, diz Sayad, dependem da capacidade de mobilização dos recursos ociosos.

A partir dessa consideração, Sayad aponta para o fato de que, em circunstâncias de desemprego involuntário, uma situação que identifica o Brasil, a concessão de financiamentos para o investimento será positiva pelo simples fato de mobilizar recursos e ativar a demanda efetiva.

Delfim Netto argumenta no mesmo sentido. Aliás, seu apreço ao keynesianismo se dá exatamente por conta da irrelevância de se discutir o montante de poupança para o investimento quando há desmobilização de fatores de produção. Esse ponto, aliás, é indicado também por Bresser-Pereira, ao se referir sobre o II Consenso de Washington. A premissa de

que o Brasil não teria recursos suficientes para investir não seria correta, mas foi importante para justificar a necessidade de recorrer à poupança externa no início dos anos 90.

Instituições

A dimensão institucional do processo de financiamento do desenvolvimento enfocou, prioritariamente, a dimensão microeconômica da relação credor-devedor. Os participantes identificaram aí um limite importante para a constituição de um sistema de financiamento de longo-prazo no Brasil.

Eduardo Bunker Gentil argumenta que a estabilidade macroeconômica é necessária, mas pode não ser suficiente como incentivo para a constituição de um sistema de financiamento de longo prazo. O país tem um sistema bancário resistente a crises e sofisticado, mas voltado para o curto prazo. Os títulos do tesouro dominam os ativos, e há ausência de mercados de longo prazo para negociação de hipotecas.

Gentil reconhece que esse estado de coisas está relacionado com problemas macroeconômicos ao longo dos anos, que devem ser tratados com toda atenção, assim como seus efeitos sobre a constituição do sistema financeiro. Contudo, argumenta que há uma dimensão institucional que dá o contorno do sistema financeiro que não pode ser desprezada.

Um dos problemas que identifica é a falta de continuidade administrativa. Uma solução seria um Banco Central Independente e uma CVM com mais recursos para exercer suas funções.

A emissão de títulos, especialmente de pequenas e médias empresas, deveria ser mais barata e menos burocratizada para que essa possa se constituir em uma alternativa para o seu financiamento. Ao lado dessa medida, a geração de uma política de incentivos aos fundos de pensão privados, mas também para fundos de pensão de estados e municípios, poderia fortalecer os mercados de capitais através da maior canalização de recursos.

Quanto ao BNDES e CEF, estes deveriam ter mais recursos para financiarem seus programas. No caso específico do BNDES, outros instrumentos, além da TJLP, deveriam ser desenvolvidos. Gentil argumenta que, além da expertise no financiamento de longo prazo do BNDES e CEF, é importante reconhecer o papel anticíclico que tais instituições financeiras desempenham em momentos de crise.

Contudo, não ficou claro se esse papel deveria ter uma dimensão macroeconômica mais significativa – voltada para a manutenção do emprego, da qualidade do crédito e das cotações dos ativos – ou se ele se trataria de um suporte para empresas, possivelmente empresas selecionadas, nos momentos de crise. Ainda que essa distinção possa ser sutil, essa ação do BNDES, por seu significado para a economia brasileira, deveria ser mais bem discutida.

No que se refere à expansão do crédito, uma legislação que facilite a execução de garantias e a imposição da boa governança corporativa para empresas brasileiras facilitaria o financiamento de longo prazo, ao reduzir o risco do credor.

Para reforçar este último ponto, Gentil recorre a um estudo empírico, segundo o qual países que se abriram ao capital externo foram aqueles cujos mercados mais cresceram. Esse resultado, aparentemente óbvio, oculta um processo significativo que o exame mais detido pode esclarecer. Esse estudo mostra que o efeito responsável pelo crescimento desses mercados não foi a mera entrada de capitais estrangeiros nas bolsas, mas a melhoria das práticas corporativas, sintetizadas aqui no maior significado das “regras da lei” (rule-of-the-law) e de um sistema de “imposição dos termos” (enforceability) dos contratos. Ele acredita que o aprimoramento dessas instituições, que moldam o mercado de capitais, é fundamental para que, no futuro, quando o país volte a ter acesso aos recursos internacionais, possa atrair capitais de melhor qualidade.

Na mesma linha, Delfim Netto chama atenção para o fato de que o mercado é uma instituição definida por um conjunto de regras. E essas regras influenciarão a conduta de seus participantes e os resultados oriundos de seu funcionamento. Delfim Netto, em uma estimativa livre, diz que uma reforma tributária permitiria que a taxa de crescimento do PIB aumentasse em 1,5%, e que um sistema judiciário mais adequado (em especial que privilegie a segurança na execução de garantias) permitiria um aumento na taxa de 1%. Ele, assim como Bresser e Mendonça de Barros, chama atenção para o fato de que o uso de hipotecas está inviabilizado no Brasil por conta da dificuldade de cobrança de garantias, o que tem, como consequência, o emperramento do mercado de crédito.

Com uma fala aparentemente dissonante, Sayad pareceu ser mais cético quanto aos ganhos, em termos de volume de operações e das condições de crédito, de uma legislação mais favorável ao credor. A justificativa por seu menor otimismo tornou-se aparente em dois momentos. No primeiro, argumenta que em países com disparidades signi-

ficativas, a execução de hipotecas pode causar problemas. É razoável pensar em execução de hipotecas de grandes devedores, contudo, no caso de construção imobiliária, a execução de hipotecas de imóveis situados na Cidade de Deus, na periferia de São Paulo, imóveis de baixo valor, poderia gerar efeitos danosos do ponto de vista social. Em segundo lugar, para Sayad, o financiamento de longo prazo através de fundos, na modalidade dos já existentes que deram certo, seria o melhor caminho. Ele não antevê, agora, um modelo mais eficaz. Em seguida, faz uma observação que pouco explora, mas que parece de acordo com sua perspectiva sobre a relação entre poupança e investimento. Segundo Sayad, não é possível estimular poupança com juros. Juros mais altos não significam mais poupança. Não se deve preocupar tanto com os poupadores quanto no passado. Sayad adiciona, mais adiante, que não será do aprimoramento do sistema financeiro que se resolverá o problema do financiamento. Não fica claro, contudo, de onde sairiam os recursos para financiar o desenvolvimento de longo prazo. Sua referência de que é cedo para se definir um novo modelo institucional e que as instituições existentes podem garantir o financiamento de longo prazo, acaba não produzindo evidências sobre as novas fontes de recursos para o crescimento.

Papel do BNDES

Segundo Sayad, ao BNDES, devido à experiência acumulada e aos casos bem-sucedidos de financiamento de projetos, estará reservada uma função chave no processo de financiamento, ainda que não faça qualquer comentário sobre novas funções ou sobre novos instrumentos utilizados (a não ser sobre o fato da TJLP estar muito elevada).

Eduardo Gentil vê para o BNDES uma função primordial, que é induzir as empresas a adotar práticas de boa governança. Ele considera, ainda, que o BNDES deva ter mais recursos, mas é Mendonça de Barros que, explicitamente, aponta para uma das fontes: os recursos das fundações. Ele admite que os recursos das fundações deveriam ser canalizados para o BNDES e para a CEF, que podem remunerá-los a uma taxa razoável e, por outro lado, podem empregar esses recursos com mais qualidade e proveito para o país.

Bresser e Gentil se aproximam ao reconhecer para o BNDES uma função anticíclica. Contudo, Bresser é mais incisivo ao admitir uma função de *prestador-de-última-instância* para as firmas endividadas.

Lacunas

Algumas lacunas importantes, tendo como ponto de partida o termo de referência, localizam-se na ausência de esclarecimentos quanto às inovações nas técnicas de financiamento empregadas no exterior, especialmente em países de crescimento rápido e cujas economias poderiam ser consideradas como equiparáveis ao Brasil. Esse seria o caso da China, Coréia, Índia e Irlanda.

Além disso, com exceção da recusa ao uso da poupança externa indiscriminadamente e da necessidade de reforço dos mercados de capitais, não houve maiores considerações sobre os instrumentos a serem empregados. De outro lado, pareceu haver um consenso no sentido de que a estabilidade da economia seria uma condição para a constituição de um sistema de financiamento do desenvolvimento apoiado em recursos internos, para promover o desenvolvimento econômico.

Outra lacuna importante se referiu aos critérios de seleção de agentes econômicos, que teriam acesso a modalidades especiais de financiamento de longo prazo. Com a exceção do comentário de Mendonça de Barros no que se refere à necessidade de subsidiar os juros do financiamento da agricultura para médias e pequenas propriedades voltadas para a exportação, não houve, nos textos e no debate, posições mais precisas sobre esse tópico.