

INVESTIMENTO, POUPANÇA E FINANCIAMENTO. FINANCIANDO O CRESCIMENTO COM INCLUSÃO SOCIAL

Fernando J. Cardim de Carvalho
IE/UFRJ

1. Introdução

A retomada do crescimento da economia brasileira, depois de duas décadas perdidas, passa pela recuperação de sua taxa de investimento. É impossível a qualquer economia acelerar seu crescimento sem que uma parcela significativa dos recursos da sociedade sejam dedicadas à acumulação de capital produtivo. Esta taxa de acumulação (formação bruta de capital fixo como proporção do PIB) tem sido pífia no Brasil, na casa dos Esta taxa seria pífia mesmo se evitarmos comparações com os países mais dinâmicos, como os asiáticos, que chegaram a investir consistentemente acima de 30% de seu PIB.

Investimentos produtivos são decisões difíceis, cercadas de incertezas, especialmente em economias de mercado. Os recursos comprometidos podem ser elevados, os riscos são altos de que inovações tornem obsoletas amanhã as opções feitas hoje, o valor de recuperação de equipamentos em mercados secundários é baixo ou nulo. Deste modo, a decisão de investir tem que ter como indutores expectativas de retorno bastante favoráveis, de modo a compensar os custos desta opção, quando comparada, por exemplo, com aplicações muito mais cômodas e seguras (pelo menos para o indivíduo, senão para a sociedade) como títulos financeiros (no caso brasileiro, especialmente títulos de dívida pública), ou ativos de raiz, como imóveis.

O estímulo a investimentos produtivos deve ser discutido, assim, em termos de dois grupos de variáveis. As variáveis de *indução* as de *viabilização*. A identificação das variáveis relevantes em

cada grupo pode levar à formulação de políticas eficazes na promoção de investimentos, mas não se pode perder de vista que a decisão de investir exige tanto indutores quanto viabilizadores adequados, *simultaneamente*. É inútil prover investidores dos meios para investir, se não houver o estímulo, a razão para tanto. Do mesmo modo, não adianta criar estímulos ao investimento se não se puder oferecer os meios para que decisões possam ser concretizadas.

Como observado acima, o mais importante indutor de investimentos produtivos em uma economia de mercado é a expectativa de que lucros resultem da operação dos bens de investimentos adquiridos. Para que uma decisão de investir possa ser lucrativa, é necessário que o empresário espere que a demanda por seus produtos cresça o suficiente para absorver a produção que virá a obter da operação dos novos equipamentos. Sem esta expectativa de demanda crescente, não haveria razão para ampliação das facilidades de produção. A política econômica deve ser um importante suporte de expectativas favoráveis ao investimento ao comprometer-se com a manutenção do pleno emprego e com a garantia de um nível mínimo de demanda agregada suficiente para sustentar os lucros das empresas. Políticas macroeconômicas voltadas apenas para a garantia de um ambiente de estabilidade de preços, em que as autoridades mostram-se muito mais prontas a reprimir as energias da sociedade do que em estimulá-las, como tem sido a prática brasileira desde os anos 90, persistindo assim neste início de século, entorpecem a inclinação a investir ao reprimir praticamente todos os componentes da demanda agregada. Políticas fiscal e monetária contracionistas reduzem o emprego, fazendo cair a demanda de consumo, removendo, por sua vez, estímulo a novos investimentos, reduzindo ainda mais o emprego, em um círculo vicioso ao qual o único elemento a escapar, pelo menos até recentemente, quando se permitiu a revalorização acentuada do real, foram as exportações.

A política macroeconômica deve almejar alcançar a *estabilidade macroeconômica*, e não apenas a estabilidade de preços, como parece ter sido o entendimento de membros mais conservadores dos últimos governos. Estabilidade macroeconômica significa buscar não apenas níveis adequados de inflação, mas também de emprego e de produto. A experiência histórica mostra que uma visão estreita de estabilidade conduz apenas ao declínio e à estagnação, não à retomada de investimentos e do crescimento, porque remove os incentivos que induzem empresários a acumular capital produtivo.

Este capítulo, no entanto, trata de variáveis de viabilização de investimentos. Dentre os elementos viabilizadores da decisão de investir o mais importante é, certamente, a disponibilidade de recursos que permitam ao empresário adquirir os bens de investimento necessários.

A questão do financiamento do investimento tem várias dimensões. A mais óbvia é a própria disponibilidade de recursos financeiros que possam ser acessados pelas empresas. Pode ocorrer que os recursos disponíveis estejam sendo absorvidos em outros canais que não o investimento produtivo. Pode ser que existam recursos, mas as instituições financeiras prefiram retê-los consigo, como em situações, por exemplo, de extrema incerteza sobre os caminhos da economia, em que a preferência pela liquidez (retenção de meios de pagamento) sobe drasticamente. Pode-se ainda conceber situações em que os recursos possam acessados pelas empresas com planos de investimento, mas a custos (em termos de taxas de juros ou de exigências de garantias) que inviabilizem a aplicação. Pode ser, ainda, que recursos possam estar disponíveis em um dado momento, a custos não-extorsivos, mas em prazos, ou através de veículos que representem, para as empresas tomadoras, riscos excessivos para o futuro (quando, por exemplo, crédito é oferecido, mas apenas para prazos curtos, sem que se possa garantir que sua renovação futura se completaria em condições compatíveis com o desempenho da empresa tomadora).

A viabilização do investimento tem sido usualmente discutida em termos não da disponibilidade em condições adequadas de recursos financeiros, mas de disponibilidade de poupança, e, mais particularmente, de poupança privada doméstica. Em larga medida, esta perspectiva é não apenas errônea, como também deletéria em seus efeitos sobre a economia, através das políticas que induz. Poupança é menos um problema por seu volume, que por sua estrutura, que tem a ver menos com hábitos da população que com as estruturas do mercado financeiro. “Poupança externa”, por sua vez, é quase inteiramente (exceto em situações em que as demandas de recursos para investimento é tão intensa que a economia é levada para além do pleno emprego) um problema de preços relativos (particularmente, da taxa de câmbio).

Esta coleção de trabalhos não esgota suas ambições, contudo, na discussão de estratégias mais efetivas de crescimento econômico. Em consonância com os objetivos declarados freqüentemente pela novo governo, busca-se não apenas *retomar* o crescimento perdido, como também, na verdade, *refundá-lo*, buscando não apenas maximizar taxas de expansão do produto, mas também implementar estratégias e construir estruturas que garantam a inclusão de amplos setores da população que estão à margem desses processos e pouco se beneficiam de seus resultados, mesmo quando eles são melhores do que o medíocre desempenho das duas últimas décadas pode oferecer. Por esta razão, as proposições discutidas ao final deste capítulo buscam não apenas apontar caminhos para superar a estagnação das décadas perdidas, mas também para fazê-lo de modo a incluir parcelas cada vez maiores da população nos mercados financeiros, facilitando-lhes a acumulação de ativos, reais e financeiros, substrato sólido de uma estrutura de distribuição de renda menos perversa.

Para alcançar seus objetivos, este capítulo está estruturado como se segue. A próxima seção apresenta uma sumaríssima discussão da relação entre investimento e poupança, de modo a permitir focalizar as atenções da argumentação seguinte na questão financeira, mais do que no comportamento de poupadores. A seção 3 examina então a adequação do sistema financeiro brasileiro neste início de milênio à tarefa de apoiar a retomada do crescimento includente. As deficiências do mercado financeiro brasileiro no cumprimento desta tarefa são bastante conhecidas. Na seção 4, uma série de propostas é apresentada, destinada a refocalizar a ação das instituições financeiras na sustentação do investimento privado e na inclusão de parcelas crescentes da população neste mercado. A seção conclui o capítulo. Em um apêndice a este texto, o debate teórico em torno da relação poupança/investimento é sumarizado.

2. Investimento e Poupança

Há cerca de 70 anos, duas posições polares se confrontam no debate sobre a relação entre investimento e poupança. A primeira delas é a visão *clássica*, segundo a qual para que haja investimento, é necessário que surja previamente a poupança correspondente. Investimento é um dos dois destinos possíveis dados ao produto social (em uma economia considerada, por simplificação, sem relações externas e sem governo), concorrente ao consumo. Para que possa haver investimento, os agentes econômicos devem abster-se de consumir todo o produto social. O excedente da renda sobre o consumo é a poupança.

Na visão clássica, a abstenção de consumo é vista como um sacrifício, que só terá lugar se o consumidor tiver a expectativa de ser recompensado pelo ato de poupar. Esta recompensa é a taxa de juros, entendida, portanto, como o excedente de produto a ser obtido numa data futura em troca do sacrifício de consumo sofrido no presente. A poupança é, assim, uma função da taxa de juros.

Para que o sacrifício presente possa render um consumo maior no futuro, contudo, é preciso que o produto se expanda, o que é resultado da atividade de investimento. Dos frutos do investimento é que deverá sair a remuneração do poupador. Quando maior a remuneração a ser paga ao poupador, menor será o incentivo ao investidor para realizar o esforço de acumulação de capital necessário para que o produto social cresça. Uma economia estará em equilíbrio quando a taxa de juros for tal que o que os poupadores decidam poupar, dada a remuneração que esperam receber, for compatível com o que os investidores aceitam pagar por aquele volume de recursos.

As variáveis relevantes na construção clássica são todas reais: poupança e investimento referem-se a parcelas do produto social e a taxa de juros é o resultado da comparação entre duas cestas de bens: aquela de cujo consumo se abre mão no presente e aquela que será obtida no futuro em retorno. A existência de um sistema financeiro não muda as variáveis fundamentais do modelo. Mercados financeiros podem facilitar (ou dificultar) as relações entre poupadores e investidores, mas não podem mudar sua natureza, nem alterar a taxa de juros que compatibiliza os planos de ambos os grupos.

A oposição a esta visão foi iniciada por Keynes, na publicação de sua obra magna. Para Keynes, a poupança, ao invés de se constituir no pré-requisito do investimento seria, na verdade, seu resultado, em uma economia por ele chamada de *monetária* ou *empresarial*. Nestas economias, a decisão de investir depende não da disponibilidade de *produto* não-consumido, mas de financiamento, isto é, acesso a meios de pagamento. A produção de bens de investimento será efetuada *em resposta* a uma demanda por estes tipo de bens. Para isto, o que é necessário é que o sistema financeiro (e bancário, em particular) sejam capazes de gerar e colocar nas mãos dos investidores os meios de compra necessários para que as encomendas possam ser feitas aos produtores de bens de investimento. Uma vez que as firmas que produzem estes bens se deparem com a demanda dos investidores, elas

contratarão os trabalhadores necessários para produzi-los e acionarão seu parque produtivo. Deste modo, até o limite do pleno emprego dos trabalhadores (e da plena ocupação de capacidade produtiva), na visão de Keynes o investimento poderá ser realizado sem qualquer necessidade de prévia existência de poupança. Ao contrário, a poupança será gerada como resultado do investimento, já que a forma que este toma é a do conjunto de bens cujo destino não pode ser, por sua própria natureza, o consumo. Portanto, o produto que será gerado em resposta à demanda de investimento será necessariamente produto não-consumível, poupança conseqüentemente.

A visão keynesiana propõe que para viabilizar investimentos o que é necessário é que o sistema financeiro seja capaz de responder às demandas por liquidez colocadas pelas empresas que desejam investir. Não se trata, porem, apenas de criar meios de pagamento. Keynes advertiu que este é apenas o primeiro passo, ainda que fundamental. Investir é comprar ativos, freqüentemente de duração média ou longa. Isto significa que a amortização dos investimentos consumirá um certo número de períodos de produção. Uma empresa, portanto, não poderá saldar os compromissos incorridos para a realização de investimentos em períodos curtos. O perfil do financiamento deve ser compatível com o perfil de amortização dos bens de investimento. Assim, se em um primeiro momento, a demanda que se coloca ao sistema financeiro é a disponibilização de meios de compra, em um segundo coloca-se a necessidade de transformação dos créditos obtidos inicialmente, usualmente de curto prazo, em obrigações de duração equivalente à dos ativos. Segundo Keynes, também aqui não se trata de poupar ou não, mas de oferecer os canais de financiamento de longo prazo adequados (na linguagem usual, de consolidar as dívidas de curto prazo em *funding* adequado).

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

No que se segue, a perspectiva adotada é a keynesiana, centrada no papel dos mercados e instituições financeiras na viabilização do investimento e do crescimento econômico. Não se toma poupança como restrição, exceto quando a economia já estiver em seu ponto de pleno emprego e, portanto, a elasticidade do produto for efetivamente zero, tornando impossível que se cresça sem que o consumo diminua. Adotando-se a perspectiva keynesiana, não se nega, portanto, que restrições de poupança possam se tornar operativas, mas se supõe que elas apenas o sejam em condições específicas, que não correspondem ao estado atual da economia brasileira, nem parecem se colocar no futuro previsível. Por outro lado, como exposto no anexo a este capítulo, a absorção de *poupança externa* não sugeriria uma carência de poupança interna, como alguns argumentam. Poupança externa, denominação que se dá a déficits de transações correntes do balanço de pagamentos, tem tido menos a ver com restrições de renda do que com preços relativos. Taxas de câmbio sobrevalorizadas aumentam a demanda por bens e serviços importados (reduzindo a demanda externa por bens produzidos localmente) e, portanto, por definição, aumentam a poupança externa. Esta não emerge, assim, em resultado da incapacidade de se gerar domesticamente a poupança necessária a financiar o investimento, mas sim da redução de competitividade local face ao exterior.

Em suma, dados os indutores adequados ao investimento, sua viabilização depende da existência de condições financeiras apropriadas e dos preços relativos (especialmente a taxa de câmbio) que viabilizam a produção doméstica. Este capítulo não está voltado para a questão dos indutores do investimento (apesar de acentuar a necessidade de defesa de um nível de demanda agregada que

sustente as expectativas de lucro pelas empresas que as induzam a investir), nem da política cambial ou de preços relativos em geral. No que se segue, o foco centra-se na adequação ou não do sistema financeiro brasileiro ao financiamento (e à provisão de *funding* de longo prazo) aos investidores.

3. O Sistema Financeiro Brasileiro e o Apoio ao Investimento Produtivo

O sistema financeiro brasileiro (SFB) vem sendo, de há muito, alvo de críticas centradas na insuficiência do apoio que dá seja à atividade produtiva, seja, mais particularmente, ao investimento das empresas. São velhas conhecidas as críticas da incapacidade, particularmente do sistema bancário, espinha dorsal do SFB, em ofertar crédito às empresas, especialmente o crédito de longo prazo que permitiria a estas últimas financiar a acumulação de capital produtivo com mais segurança. É observação freqüentemente ouvida a de que apenas o BNDES oferece recursos de longo prazo à indústria, assim como apenas o Banco do Brasil apoiaria o investimento agrícola. As instituições financeiras privadas são vistas pelo público em geral como parasitárias, derivando seus ganhos seja da exploração dos favores do estado (por exemplo, através dos lucros com aplicações em títulos da dívida pública), seja da exploração monopolística dos mercados de serviços financeiros privados, pela imposição de *spreads* de juros excessivos ou imposição de tarifas exorbitantes por serviços.

A crítica de que as instituições financeiras que operam no Brasil são *ineficientes*, porém, deve ser tomada com certo cuidado. O cuidado se explica não por preocupações semânticas, mas analíticas. Uma instituição é *eficiente* se responde adequadamente aos incentivos que o contexto em que ela opera lhe coloca. Esta instituição pode ser eficiente, mas *disfuncional* se sua operação não contribui para se alcancem certos objetivos que a sociedade defina como desejáveis. É bastante disseminada a visão de que a atuação do SFB tem sido disfuncional do ponto de vista da necessidade do apoio ao

crescimento econômico. Durante o período de crescimento intenso da economia brasileira, do final da segunda guerra ao final dos anos 70, recursos financeiros puderam ser obtidos do Estado ou do exterior, mas empresas nacionais privadas tiveram que contar principalmente com recursos gerados internamente às próprias empresas, através da retenção de lucros, ou do apelo a fontes não-convencionais de crédito (inclusive, no caso de empresas medias e pequenas, o crédito ao consumidor oferecido ao empresário).

Se se pode dizer que o SFB foi disfuncional, dada sua reduzida contribuição ao financiamento do investimento, é mais duvidoso qualificar-se as instituições financeiras como ineficientes. Ao contrário, pode-se argumentar que estas instituições têm sido altamente eficientes no aproveitamento das oportunidades de lucro que lhe tem sido oferecidas. Se, como nos últimos anos, bancos podem obter retornos significativos com baixíssimo risco, derivados da aplicação de recursos em títulos públicos, isto não implica ser o SFB ineficiente. Na verdade, bancos são empresas e, como tais, são eficientes se capazes de maximizar seus lucros com o menor risco possível. Em economias em situação mais normal, definem-se *tradeoffs* entre risco e retorno que levam as instituições a diversificar suas carteiras. No caso brasileiro, instituições que não concentrassem suas aplicações poderiam, com justiça, ser qualificadas de ineficientes, porque ou estariam submetendo seus proprietários a riscos inúteis, ou reduzindo seus ganhos.

Se o precedente é correto, a disfuncionalidade do papel do SFB no apoio ao crescimento econômico deve ser explicada mais pela combinação perversa de incentivos que lhes é oferecida do que a alguma ineficiência intrínseca. Na verdade, a noção de que as IF brasileiras seriam ineficientes está na raiz, por exemplo, da proposta da abertura do setor a bancos estrangeiros, que exibem índices de eficiência operacional mais elevada em seus países de origem. No entanto, estas mesmas instituições, operando no Brasil, apresentam padrões de comportamento não apenas similares aos

das instituições domésticas, como, na verdade, até inferiores. A relativa liberalização de entrada de bancos estrangeiros no Brasil, entre 1996 e 1999, não foi suficiente para alterar a estrutura de mercado local. Os bancos estrangeiros não foram capazes de exibir maior eficiência, antes pelo contrário, como se vê pelo processo de saída de instituições estrangeiras que tem marcado os últimos dois anos, acentuando ainda mais a liderança exercida por instituições domésticas no setor.¹

A hipótese de que as IF nacionais não sejam menos ineficientes, no sentido de que respondam de forma adequada aos incentivos colocados pelo contexto em que operam, tem implicações importantes para a discussão presente. Em primeiro lugar, porque é preciso considerar que o contexto é perverso em vários sentidos, moldando a operação do SFB em múltiplos aspectos. Por um lado, a concentração acentuada de renda e riqueza característica da sociedade brasileira torna relevante destacar duas medidas bastante diversas de eficiência. A primeira, e mais intuitiva, é a *eficiência em relação a custos*: uma empresa é eficiente neste sentido quando é capaz de produzir uma dada cesta de bens ou serviços a custos inferiores aos de seus competidores. Mercados de massa, onde produtos são basicamente indiferenciados e oferecidos ao público em geral, favorecem esta medida de eficiência. Mas a minimização de custos não é um objetivo em si: apenas em certas condições específicas minimizar custos implica também maximizar lucros. Se o mercado é caracterizado por competição imperfeita, com diferenciação de produtos, como seria o caso numa economia segmentada como a brasileira, o conceito de eficiência que interessa às empresas é a *eficiência com relação a lucros*: uma empresa é eficiente se ela é capaz de produzir as cestas de bens e serviços que lhe maximizam o lucro, *mesmo se estas cestas são produzidas a custos mais elevados que cestas alternativas*. Assim, para um setor bancário que opera em uma economia como a brasileira, marcada pela polaridade entre grupos sociais com poder de compra suficiente para demandar produtos financeiros mais sofisticados, cuja produção é intensiva em trabalho altamente

¹ Uma comparação entre parâmetros operacionais de bancos nacionais e estrangeiros no Brasil do Plano Real é feita em F.J.C. Carvalho, "The recent expansion of foreign banks in Brazil: first results", *Latin American Business Review*, 3 (4), 2002.

qualificado, etc, e outros grupos cuja demanda se resume a serviços simples e pouco lucrativos, as empresas buscarão ser eficientes com relação a lucros servindo o primeiro grupo, mais do que o segundo. Custos de operação serão certamente mais elevados (mesmo nas empresas mais conscientes da necessidade de minimizar custos) porque associados à venda de produtos cujos preços mais do que compensam o custo maior.²

Esta parece ser, com alta probabilidade, a situação presente do sistema bancário brasileiro. Os incentivos são perversos tanto do lado do ativo, quanto do passivo. Bancos são estimulados a concentrar aplicações na aquisição de títulos públicos, ao invés de apoiar o setor privado. Pelo lado do passivo, o estímulo é para a captação de recursos apenas junto aos grupos de renda média e alta, capazes de adquirir os serviços mais diversificados e sofisticados que interessam às instituições bancárias.

Se a hipótese de eficiência proposta acima for verdadeira, porem, a transformação do SFB de modo a torná-lo funcional ao crescimento será facilitada pela agilidade com que as instituições capturam as oportunidades de ganho que a elas se apresentam. Isto não significa minimizar as dificuldades e resistências que qualquer proposta de mudança impõe. Certamente, o SFB se encontra em posição extremamente cômoda no presente em uma conjuntura que lhe é extremamente favorável: títulos públicos oferecem uma possibilidade de elevados retornos, com baixos ou nulos riscos de crédito, mercado ou liquidez; o elevado grau de monopólio que caracteriza o mercado (acentuado pelos movimentos de fusões e aquisições dos últimos anos) permite a prática de políticas oligopolísticas de formação de preços e tarifas; e a dimensão da economia oferece a possibilidade de amplos mercados, mesmo que restritos a grupos de renda mais alta. Quaisquer mudanças que sejam

² A distinção entre eficiência com relação a custos e com relação a lucros é proposta por Allen Berger e Loretta Mester em "Inside the black Box: what explains differences between efficiencies of financial institutions?", republicado em P. Harker e S. Zenios (eds), *Performance of Financial Institutions. Efficiency, Innovation, Regulation*, Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

propostas neste quadro deverão enfrentar a resistência do setor bancário, como seria natural. No entanto, a evidência disponível é de que as IF brasileiras tem capacidade de adaptação bastante alta, especialmente se se puder contar com instituições de regulação e supervisão financeiras bem preparadas para orientar a transição e garantir a aplicação sempre das melhores práticas. Na seção seguinte, algumas propostas de mudança são, conseqüentemente, alinhavadas visando tornar o SFB funcional com relação ao crescimento em contexto de desconcentração de renda e riqueza.

4. Tornando o SFB Funcional

O perfil operacional atual do SFB foi moldado, por um lado, por características que se pode chamar de estruturais da economia brasileira, como, por exemplo, a concentração de renda e riqueza, e, por outro, especialmente a partir dos anos 80, pela permanente situação de instabilidade em que esta economia operou. O resultado foi a consolidação de uma estrutura financeira dominada por bancos, em um mercado onde o número de bancos em operação obscurece o extremamente elevado grau de concentração do setor. Se tomarmos os balancetes de março de 2003, último dado disponibilizado pelo Banco Central do Brasil, notamos que os ativos dos dez maiores bancos brasileiros representaram 75% dos ativos totais do setor bancário. Se excluirmos CEF e BNDES do cálculo, mas não o Banco do Brasil, que tem sido estimulado nos últimos anos a se comportar como um banco privado, ainda assim os quatro maiores bancos (BB, Bradesco, Itaú e Unibanco) detem 53% dos ativos totais do setor. A desigualdade de posições entre os bancos privados sugere comportamentos oligopolísticos, especialmente fenômenos de liderança de preços como os que parecem dominar o mercado. Assim, se um pequeno número de instituições lideram o mercado de forma tão marcada, mesmo dentre este grupo de líderes, as diferenças entre as maiores instituições e as seguintes na escala de tamanho são dramaticamente marcadas. Os dois maiores bancos privados, detinha um total de ativos pouco superior a R\$ 100 bilhões em março de 2003 (R\$ 112 bilhões e R\$

106 bilhões, respectivamente). O banco seguinte, terceiro maior, portanto, detinha pouco mais da metade do montante de ativos dos líderes (R\$ 60 bilhões). O último da lista dos dez maiores detinha ativos da ordem de R\$ 26 bilhões, menos de um quarto do total de ativos do maior banco privado. Esta distribuição de tamanhos claramente sugere uma estrutura oligopolística de mercado, onde os dois ou três maiores bancos são capazes de exercer forte liderança na formação de preços dos serviços e evitar que estes preços sejam perturbados por pressões competitivas vindas de instituições muito menores.

Os ativos detidos pelos bancos são concentrados em proporções semelhantes em títulos (principalmente títulos públicos) e operações de crédito, exceto nos bancos públicos, que, tradicionalmente, dedicam proporção muito maior de seus recursos a operações de crédito. Em consequência, o coeficiente crédito/PIB é notavelmente baixo, apesar da importância do setor bancário na economia.³

Se não se pode desprezar a competição entre os bancos líderes, é forçoso reconhecer que a concorrência se dá através da diferenciação de produtos, mais do que em preços, como seria de se esperar em contexto de oligopólio diferenciado. Nestas condições, uma ampla parcela da população é mantida à margem do mercado, sem acesso mesmo a serviços mais simples, como depósitos à vista. Por outro lado, uma parcela também muito ampla dos demandantes de recursos financeiros enfrentam a exclusão do, ou forte racionamento no, mercado de crédito. A aplicação em títulos públicos indexados seja às taxas de juros de curto prazo (taxa SELIC) ou à taxa de câmbio, além de outros indexadores, distorce a estrutura de riscos da economia. A indexação à taxa de juros de curto prazo torna a maturidade formal dos papéis largamente irrelevante, já que o risco de mercado

³ Para uma boa descrição do perfil atual do sistema financeiro brasileiro veja-se ANDIMA, *O Novo Perfil do Sistema Financeiro*, Relatório Econômico, Rio de Janeiro: Andima, 2001. Há várias medidas disponíveis da relação crédito/PIB. O estudo de Belaisch, citado no rodapé 5, abaixo, aponta o valor 24.8%, comparável a países como Argentina (21%) e México (22%), ambos os países dotados de sistemas bancários muito mais frágeis e menores, do ponto de vista do total de ativos que controlam, do que o brasileiro. No Chile, segundo o mesmo trabalho, a relação era de 70%. Os dados referem-se a 2000.

representado pelas perdas de capital que resultam de uma alta futura de juros é eliminado. Com este tipo de indexação, torna-se impossível o desenvolvimento de mercados de papéis privados, incapazes de oferecer retornos praticamente gratuitos em termos de riscos, como os papéis públicos. Assim, tornar o SFB funcional exige uma mudança ampla do contexto em que operam os bancos no Brasil, alterando radicalmente o conjunto de atributos que diferencia os ativos disponíveis.

1. Redução do peso da dívida pública no mercado financeiro. Não há possibilidade de reforma efetiva do SFB sem que haja, previamente, algum encaminhamento do problema da dívida pública. Sem prejuízo dos outros aspectos relevantes da questão, que são muitos, a situação presente da dívida pública inviabiliza qualquer tentativa de dar funcionalidade ao sistema financeiro. Em primeiro lugar, a aplicação em títulos públicos absorve uma parcela inadmissivelmente elevada dos recursos disponíveis no sistema financeiro. Bancos, fundos de investimento, praticamente todas as instituições do sistema financeiro comprometem uma parcela excessiva de seus ativos com esta aplicação. O resultado não poderia ser outro que não o quase integral *crowding out* das aplicações em obrigações privadas. Porém, volume não é o único problema da dívida pública. As características dos papéis públicos, como observado acima, indexados em sua quase totalidade, tornam impossível a qualquer papel privado competir por espaços no mercado, pois qualquer combinação que o setor privado possa oferecer de riscos e retornos será fatalmente batida pelo alto retorno e riscos quase nulos oferecidos pelo setor público. Títulos públicos em mercados normais oferecem um *trade off* entre retorno e risco de mercado, variável com a maturidade efetiva do papel. O risco de crédito é geralmente inexistente, dado que títulos carregam consigo o pleno crédito da entidade emissora, e o risco de liquidez é normalmente administrado pelo gestor da dívida de modo a distribuí-lo pelas maturidades em que o papel é negociado. No Brasil, nos últimos anos, ao lado do risco de crédito inexistente (exceto nas ocasiões em que há razões para esperar-se iniciativas *políticas de default*), o risco de mercado foi eliminado pela indexação pela taxa de juros de curto

prazo (SELIC) e o risco de liquidez é mantido baixo pela disposição sempre relevada das instituições participantes, especialmente o Banco Central, em servir de comprador de última instância destes títulos.

A razão mais imediata pela qual o SFB é tão obviamente disfuncional para o crescimento é certamente a de que proporção excepcional dos recursos que capta são absorvidos pelo setor público em condições que excluem a possibilidade de desenvolvimento de mercados privados. Portanto, a primeira recomendação, condição para todas as outras, é a mudança no perfil de títulos públicos de modo a reduzir a pressão que representam sobre o SFB. A indexação ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo devem ser eliminadas o mais rapidamente possível. A indexação à taxa SELIC assumiu a importância que tem atualmente em grande parte em função da utilização da taxa de juros como instrumento de controle de fuga de capitais e de solução de crises cambiais. A experiência recente da economia brasileira, desde a crise mexicana de 1994/5, é a de que crises cambiais são enfrentadas através da elevação drástica da taxa de juros, já que a liberalização da conta de capitais mantém a possibilidade sempre presente de fuga de capitais, inclusive de residentes, ao menos sinal de instabilidade. A fragilidade externa da economia brasileira se revela através de repetidos episódios de fuga de capitais e instabilidade cambial, que sempre conduzem ao mesmo resultado: a elevação da taxa de juros. A manutenção do grau de abertura permitido para a conta de capitais cria a expectativa de que estes episódios devam continuar se repetindo, não obstante a adoção do regime de câmbio flutuante.⁴ Assim, a aceitação do alongamento efetivo de maturidades (e não apenas o artifício de alongar a maturidade formal em papéis indexados) esbarra na percepção de que o risco de mercado é excessivamente elevado face à probabilidade de repetição de episódios de instabilidade cambial e de elevação resultante da taxa de juros. Muito embora esta não seja a única,

⁴ É imaterial aqui se a taxa de juros, frente a uma fuga de capitais e desvalorização da moeda, sobe diretamente porque se quer atrair os capitais de volta ou porque se argumenta a necessidade de reprimir as pressões inflacionárias resultantes da desvalorização cambial. Em ambos os casos, o resultado é exatamente o mesmo: o combate a crises cambiais através da elevação de juros.

nem necessariamente a principal, razão para a proposta de adoção de medidas de disciplinamento da conta de capitais (neste caso, concernente à saída de capitais de *residentes*), controles seriam instrumentais aqui para viabilizar o alongamento efetivo dos títulos, reduzindo o risco de mercado. Controles poderiam também atenuar mecanismos de pressão por parte de segmentos mais conservadores do mercado financeiro que poderiam manipular pressões cambiais como instrumento de resistência a mudanças no cenário atual.

Se o risco de mercado criado pela possibilidade de que as taxas de juros voltem a crescer radicalmente em uma futura crise cambial é real, não se pode também ignorar a forte possibilidade de presença do que economistas chamam de *risco moral* na determinação do serviço da dívida pública. Com o serviço da dívida fortemente dependente do comportamento da taxa de juros SELIC e da taxa de câmbio, há um forte incentivo a que os detentores desta dívida exerçam pressões para que estas taxas se elevem em conjunturas em que o governo esteja mais fragilizado, aumentando seus próprios retornos. Há fortes evidências de que isto tenha ocorrido em 2002, quando movimentos de desvalorização do real frente ao dólar ganhavam intensidade sempre às vésperas do resgate de títulos indexados à moeda americana. Do mesmo modo, a posição freqüentemente passiva do Banco Central na determinação da taxa SELIC, corroborando expectativas manifestadas por agentes financeiros, mais do que assumindo a liderança no processo, estimula esses mesmos agentes a expressarem as expectativas que, a cada momento, lhes convierem. Estas imperfeições de mercado sugerem a desejabilidade de adoção de tetos ao serviço da dívida, enquanto proporção do orçamento público, em linha similar ao adotado na Lei Camata para as despesas com vencimentos do funcionalismo, removendo os incentivos à manipulação daquelas duas variáveis (ou de outras que possam vir a exercer papel semelhante), pelo menos enquanto o serviço da dívida se mostrar tão volátil quanto o é atualmente. Esta medida não apenas removeria o incentivo à manipulação de

mercado, como daria ao Estado maior previsibilidade no manejo de seu próprio orçamento e contribuiria para a recuperação de pelo menos parte da capacidade de investimento do setor público.

Outras medidas também deveriam ser estudadas, como a diversificação dos demandantes de títulos públicos, caminhos que, se deve reconhecer, o próprio Tesouro já vem estudando. Fundos de pensão seriam, naturalmente, os candidatos naturais a adquirir papéis de maturidade efetiva mais longa, dada o perfil de longo prazo de suas obrigações. Atualmente, o mercado de papéis sobrecarrega o balanço de instituições com menores horizontes, como bancos e fundos de mercado monetário.

2. Redução do poder de monopólio do setor bancário. É amplamente reconhecido que o setor bancário brasileiro opera em condições de concorrência oligopolística. Até mesmo uma instituição como o FMI constatou o fenômeno, recentemente, em trabalho de grande impacto local.⁵ Nestas condições, a competição entre as instituições líderes pode ser intensa, mas resultar pouco benéfica aos consumidores de serviços financeiros. Como o conflito pela conquista de mercados tende a se dar principalmente através da diferenciação de produtos ou de canais de provisão do mercado (por exemplo, através do atendimento personalizado de clientes de maior potencial de compra de serviços), o cliente é raramente beneficiado pela redução do custo de capital, mesmo nas circunstâncias em que aumentos de produtividade na atividade bancária são efetivamente obtidos por inovação tecnológica.

Enquanto a diferenciação de serviços para segmentos mais sofisticados do mercado seja uma tendência talvez inevitável, o problema se coloca mais na ausência de políticas visando o suprimento de capital ao mercado de massa, especialmente constituído por pequenas e médias empresas, a custos compatíveis com as condições de produção destas entidades. Promover a

⁵ Ver Agnes Belaisch, “Do Brazilian banks compete?”, FMI Working Paper WP/03/113, maio de 2003 (disponível no site do FMI, www.imf.org).

ampliação deste mercado e aumentar a competição em preços para produtos massificáveis entre as instituições bancárias é fundamental para liberar estas empresas dos mercados informais de crédito ou da necessidade de confinamento de suas atividades apenas ao que for auto-financeável.

Ainda que a evidência empírica da existência de fortes economias de escala na atividade bancária seja precária, dada a generalidade do fenômeno da consolidação do setor, com fortes movimentos de fusões e aquisições entre bancos se repetindo em praticamente todas as economias do mundo, não é de se esperar que se possa fomentar a competição simplesmente facilitando a entrada de novos bancos no mercado. Com efeito, esta foi uma das razões alegadas para a abertura parcial à entrada de bancos estrangeiros no mercado brasileiro a partir de 1996, mas todos os indicadores mostram que, longe de forçar uma maior concorrência no mercado local, o que acabou ocorrendo foi a acomodação dos bancos estrangeiros ao padrão de competição oligopolística prevalente (com o abandono do país por parte daquelas instituições que não conseguiram conquistar o espaço necessário).

É possível criar um foco de pressão no setor a partir dos bancos de propriedade mista, como o Banco do Brasil (e, em nichos mais especializados, a Caixa Econômica Federal). No entanto, apesar da participação significativa desta instituição no mercado bancário em geral, seu poder de pressão é limitado, até mesmo em função da natureza de seu capital, no qual a participação privada é minoritária, mas significativa. O Banco do Brasil *não* é uma instituição pública, como o são a CEF ou o BNDES, por exemplo, e os limites de sua atuação são dados pelos interesses dos acionistas minoritários, certamente mais voltados para a lucratividade da instituição do que para seu papel social. De qualquer modo, é provavelmente cabível esperar uma atuação mais agressiva do Banco do Brasil no sentido de redução de preços dos produtos financeiros, mesmo se dentro de limites relativamente estreitos.

Também aqui, por outro lado, uma redução do peso da dívida pública pode contribuir para acentuar a competição entre bancos pelo mercado de massa. Atualmente, não apenas a possibilidade de aplicação em dívida pública cria um piso para a taxa de juros como também tende a viesar os esforços competitivos dos bancos no sentido de focalizarem mais a conquista de aplicadores para financiar a aquisição de títulos públicos, do que em desenvolverem instrumentos de crédito para o mercado de massa. Uma redução da possibilidade de obtenção de lucros extraordinariamente elevados, praticamente sem riscos, forçaria as instituições bancárias a buscar a reserva esquecida de demandantes de crédito. Dada a natureza relativamente simples do produto aqui transacionado, a forma de competição privilegiada não teria como deixar de ser o barateamento da oferta de crédito.

Finalmente, deve-se explorar novos arranjos institucionais, que criem canais de intermediação paralelos ao sistema bancário. A experiência americana dos anos 80 e 90 mostrou a eficácia dos processos de securitização na criação ou ampliação de fontes alternativas ao crédito bancário que acabaram por exercer forte pressão sobre o preço deste último. O desafio é reproduzir estes canais no Brasil, evitando sua maior limitação no mercado americano: o privilégio de acesso dado apenas a grandes tomadores, capazes de incorrer os custos de organização da colocação inicial de papéis no mercado. Uma proposta que contemple tanto a meta de incrementar o acesso a recursos evitando a intermediação bancária como também a meta de inclusão de pequenas e médias empresas no mercado de capitais pode se apoiar na experiência também norte-americana de “empacotamento” de hipotecas. Desenvolvido após o colapso do sistema de bancos de poupança nos Estados Unidos nos anos 80, este sistema consiste na reunião de um grande número de hipotecas individuais (cujos contratos devem obedecer a certos requisitos de padronização) que servem de lastro para a emissão de bônus que são então colocados nos mercados de títulos, especialmente junto a investidores institucionais. Este procedimento poderia ser adaptado no Brasil para o empacotamento de títulos

emitidos por pequenas e médias empresas, para venda a investidores institucionais, apoiada, provavelmente em algum esquema de reforço de crédito oferecido pelo setor público (como, por exemplo, a oferta de um seguro de crédito, garantindo os fluxos de rendimento oferecidos pelos bônus). Esta proposta exige o cumprimento de certas pré-condições, especialmente de natureza institucional, mas sua “tecnologia” é conhecida e testada em outros mercados. Por outro lado, mercados de títulos são mais promissores do que o mercado de crédito bancário na provisão de recursos a prazos mais longos, já que não criam os riscos de descasamento que seriam acentuados em bancos, entre a duração relativamente curta de suas obrigações e a longa duração dos créditos concedidos a empresas que desejassem fazer investimentos.

3. Democratização do acesso ao crédito bancário. Buscar diversificar as fontes de recursos através dos processos de securitização não implica, de todo modo, deixar de demandar das próprias instituições bancárias um esforço de ampliação dos mercados de crédito a setores cuja participação neles tem sido historicamente muito baixa. É preciso não esquecer que a atividade bancária conta, intrinsecamente, com importantes subsídios oferecidos pela sociedade, que dão a esta o direito de demanda contrapartida. O subsídio mais importante recebido pelo setor bancário é representado pela existência de um prestador-de-última-instância e de instituições formais ou informais de seguro de depósitos. O acesso a redesconto de liquidez em condições emergenciais dá ao setor bancário uma fonte de crédito com que nenhum outro setor da economia pode contar. Seguros de depósitos, por sua vez, barateiam o custo de captação dos bancos (já que depositantes não exigem prêmios de risco pelos depósitos que fazem nos bancos que contam com esta rede de proteção).

Foi a percepção da importância destes subsídios, aliada ao entendimento de que o mercado de crédito bancário é marcado por assimetrias de informação que tendem a agravar suas imperfeições, particularmente no que se refere a fenômenos de racionamento de crédito, que levaram à passagem,

em 1977, nos Estados Unidos, do *Community Reinvestment Act*, (CRA). O CRA torna o envolvimento de um banco com clientes de renda média e baixa e áreas predominantemente de renda média e baixa uma condição para obtenção de aprovação dos reguladores federais para iniciativas como abertura de novas agências, fusões e aquisições, etc.⁶

É importante notar que o CRA não se confunde com (ou substitui) iniciativas de micro-crédito, nem envolve qualquer elemento de subsídio a qualquer categoria de clientes. O intuito da lei é trazer para o mercado setores que poderiam se qualificar para a participação normal nele, mas que enfrentam a falta de interesse das instituições bancárias, mais preocupadas em desenvolver outras classes de clientes. A lei, por outro lado, não nega a legitimidade do mecanismo de decisão privada e da prerrogativa de um vendedor privado adotar a estratégia de operação que lhe pareça conveniente, mas lembra, como já observado, que o setor bancário, ao valer-se amplamente dos subsídios que lhes são oferecidos (não há caso de bancos que não se beneficiem das garantias de depósitos, por exemplo), estão implicitamente aceitando limitações ao seu direito de decidir de forma exclusivamente privada suas ações. A expectativa dos formuladores da lei, de qualquer modo, era evitar a discriminação de setores do mercado, não o de seu favorecimento. O crédito concedido ao público-alvo do CRA envolve condições de mercado, exigência das garantias cabíveis, etc. Neste aspecto, o CRA se diferencia inteiramente do micro-crédito, conjunto de práticas desenvolvidas para atingir exatamente os demandantes que não tem condições de participar do mercado normal de crédito.

4. Abertura de acesso de camadas mais amplas da população a ativos reais e financeiros. A

democratização de acesso aos mercados de ativos que se busca não deve se resumir, contudo, a

⁶ Uma descrição da lei de suas origens e de sua lógica econômica, bem como uma avaliação dos seus resultados é apresentada no relatório *The Community Reinvestment Act After Financial Modernization: A Baseline Report*, preparado para o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, em abril de 2000, disponível no site do Tesouro americano (www.ustreas.gov).

crédito. A desconcentração da riqueza é um objetivo estratégico tão ou mais importante que a desconcentração de renda. Classes de renda mais baixa têm de ter a possibilidade de acumular ativos, reais e financeiros. O ativo real mais importante é, sem margem a dúvidas, o imóvel residencial. A reconstrução de um sistema de financiamento adequado à aceleração da construção residencial para grupos de baixa renda é tarefa certamente emergencial, provavelmente com o apoio de subsídios explícitos concedidos pelo governo. No entanto, é preciso também abrir o acesso a ativos financeiros a estes mesmos grupos, hoje confinados a uma única escolha, a caderneta de poupança. A caderneta de poupança certamente manterá seu papel de destaque dentre as aplicações financeiras acessíveis aos mais pobres, até mesmo pelos mecanismos de garantia com que conta. Outras opções, contudo, devem também ser oferecidas, especialmente, ao menos em um primeiro momento, às classes de renda média-média e média-baixa e, no futuro, aos grupos de renda baixa. Um veículo para essas aplicações seriam a criação de fundos de investimento que captassem recursos junto a estes grupos e que poderiam canalizá-los para a compra de bônus emitidos no processo de securitização proposto na recomendação 2, acima. Estes fundos deveriam ter administração profissionalizada, mas deveriam ser criados fora do setor bancário, de modo a reforçar, como visto anteriormente, as pressões à desconcentração do mercado financeiro. Do mesmo modo, seria aconselhável que tais fundos não se confundissem com outras estruturas já existentes, como a sindical. Estes fundos serviriam não apenas para alargar o número de financiadores do esforço de retomada do crescimento, integrando setores de classe média com poucas opções de participação no mercado atualmente, como também cumpririam uma tarefa educacional, permitindo a estes aplicadores acostumarem-se a julgar combinações diferentes de risco e retorno, na hipótese de que as distorções causadas pela dívida pública atualmente sejam efetivamente removidas. Fundos de investimento foram introduzidos no país como forma de remunerar depósitos à vista durante a alta inflação. Para muitos, inclusive grupos de renda mais alta, aplicações nestes fundos é apenas uma forma de administrar saldos transacionais, não uma forma de

investimento em que retornos são proporcionais aos riscos incorridos. A correta percepção de riscos é certamente fundamental, mas é uma noção com a qual investidores devem se habituar.⁷ A separação entre saldos transacionais, como depósitos à vista nos bancos comerciais, e investimentos em fundos seria um primeiro, mas fundamental, passo nessa direção.

A busca de maior funcionalidade do SFB para o crescimento não depende apenas de medidas de transformação estrutural. Algumas iniciativas relevantes exigem muito menos esforço institucional, como, por exemplo, a redução do peso dos depósitos compulsórios mantidos quase permanentemente em níveis excessivos. O peso morto representado pelos depósitos compulsórios deve ser reduzido o mais depressa possível, e de forma significativa. Por outro lado, iniciativas como a do *banco postal* e a da criação de *correspondentes bancários*, empresas não-financeiras capazes de realizar operações mais simples, como recebimento de depósitos e pagamento de cheques para bancos comerciais, apontam para a direção correta da democratização do mercado, ao criar canais de baixo custo para disseminação de serviços financeiros básicos. Com relação ao banco postal, contudo, operado por contrato entre a ECT e um banco privado, é preciso tomar precauções para evitar que se agrave o controle de mercado já exercido pela instituição, líder do setor bancário privado.

Naturalmente, tanto as novas iniciativas propostas, quanto a continuidade das outras e a própria operação eficaz e segura do setor financeiro exigem a atenção permanente na qualificação do aparato de regulação e supervisão financeiras, sobre o qual pesam responsabilidades crescentes, especialmente com a assinatura iminente do novo acordo da Basiléia. Aos supervisores cabe não apenas zelar pelo bom funcionamento de um mercado marcado pela presença de imperfeições importantes, como também pela segurança sistêmica da economia como um todo. Exercer esta

⁷ Em grande parte, a reação, no ano passado, à introdução da marcação a mercado, que evidencia a presença de riscos nas aplicações dos fundos, ilustrou o completo despreparo de muitos para lidar com a idéia de que fundos de investimento não são depósitos à vista remunerados, mas que podem, de fato, sofrer perdas.

tarefa em um contexto como o atual, marcado pela constância de inovações financeiras exige investimento em qualificação permanente, que não pode, em nenhuma circunstância, ser negligenciado.

5. Conclusão

Neste capítulo, foram discutidas algumas propostas de reforma financeira visando tornar o SFB mais funcional com relação ao apoio ao investimento privado e ao crescimento econômico, priorizando, contudo, a necessidade de se democratizar o acesso aos mercados financeiros. Partiu-se da premissa keynesiana de que o problema do investimento (quando existem os indutores adequados, sob a forma de expectativas de lucros e confiança no futuro, que Keynes chamava de *animal spirits*) não é a disponibilidade de poupança, mas de canais adequados de financiamento. Neste sentido, o capítulo ocupou-se do exame de melhorias possíveis nestes canais de financiamento. Note-se que embora a premissa keynesiana seja necessária para justificar o papel secundário concedido à poupança nesta discussão (pelo menos até que o Brasil atinja o que se possa razoavelmente chamar de pleno emprego), a modernização e transformação do setor financeiro é uma meta que transcende hipóteses específicas sobre a relação poupança/investimento e que pode, e deve, ser examinada independentemente da afiliação teórica dos debatedores.

As transformações propostas giram em torno da necessidade não apenas de aumentar a competição nos mercados financeiros, como mudar sua forma de operação. Assim, busca-se fomentar a produção de serviços financeiros “de massa”, e a competição via preços. Ao mesmo tempo, foram propostos meios de alargar a participação nos mercados financeiros para grupos mantidos tradicionalmente à margem deste segmento.

Anexo: O Debate em Torno da Relação entre Poupança e Investimento

Desde a publicação da obra magna de Lord Keynes, *A Teoria Geral do Emprego, Juros e Moeda*, em 1936, os economistas encontram-se diante de duas abordagens da relação entre investimento e poupança.

A visão clássica se apoiava na idéia bastante razoável de que para que pudesse haver investimento era preciso que primeiro houvesse poupança, porque investimento era acumulação de capital e era preciso, antes de mais nada, haver capital para ser acumulado. Capital não seria um tipo de mercadoria diferente de outras, as destinadas a consumo. A diferença entre consumo e investimento seria mais de destinação do que de origem ou de natureza do produto. O trigo que fosse transformado em pão serviria como bem de consumo. O trigo que servisse de semente para o novo plantio seria um investimento, um bem de capital. Nesta perspectiva, poupar (isto é, não consumir) era uma condição para que pudesse haver investimento. Consumo e investimento eram usos alternativos para o produto disponível. Poupar era impedir que o produto fosse destruído (consumido), abrindo assim a possibilidade de que ele fosse utilizado produtivamente.

A consideração de que economias modernas não operam de forma tão simplesmente, com agentes econômicos escolhendo diretamente a forma de utilização do produto não alteraria profundamente a visão clássica da relação entre consumo e poupança. Autores como Wicksell mostraram que embora a dinâmica das modernas economias monetárias fosse mais complicada (e mais frágil, sujeita à ocorrência de processos de desequilíbrios cumulativos), a atividade de investimento continuava, em última análise, sujeita aos limites colocados pela disposição do público em poupar e colocar parcela

do produto gerado pela sociedade à disposição dos investidores. Mercados de crédito obscureciam o modo pelo qual este processo fundamental operaria, mas não teriam o poder de transformá-lo.

Na visão clássica, portanto, a disponibilidade do volume adequado de poupança era um pré-requisito para a realização de investimentos e estes só poderiam ser acelerados se a sociedade aceitasse poupar frações crescentes de sua renda para dedicá-las à acumulação de capital. A conciliação entre a disposição a poupar pelo público e o desejo de investir por parte dos empresários era obtida por movimentos da taxa de juros. A taxa de juros media a compensação exigida pelos poupadores pelo sacrifício de seu consumo presente. Quanto maior a taxa de juros, maior a disposição dos consumidores a sacrificar seu consumo corrente em favor da poupança para empréstimo a empresários. Já pelo lado dos investidores, a taxa de juros media o custo do capital necessário para a concretização de planos de investimento. Quanto mais rentável fosse o investimento, mais os empresários estariam dispostos a pagar pelo empréstimo. A taxa de juros que conciliasse os desejos dos dois grupos foi chamada por Wicksell de taxa natural de juros. De seu nível dependia, em última análise a taxa de investimento da economia. Bancos e mercados de crédito poderiam tumultuar a relação entre poupadores e investidores, mas não poderiam mudar os determinantes em última análise da taxa de acumulação, a taxa natural de juros.

As duas implicações centrais desta visão para o problema aqui discutido seriam a de que a retomada do investimento e do crescimento econômico não será possível enquanto a poupança feita pela sociedade não for grande o suficiente para apoiar o esforço de acumulação. Se o setor privado não for capaz de poupar o necessário, o setor público será provavelmente ainda menos, e só restará apelar para o resto do mundo, através da geração de déficits em transações correntes. Esta fonte, no entanto, impõe restrições severas ao que comportamento da economia, já que se os poupadores

externos perderem a confiança em que poderão recuperar seus empréstimos no futuro o influxo de poupança será interrompido e o crescimento será detido novamente.

A segunda implicação desta visão é a de que o melhor estímulo aos poupadores é uma taxa de juros adequada em um mercado de capitais o mais livre possível. Remover as distorções causadas pelo que economistas chamam de repressão financeira permitirá que as taxas de juros se aproximem da taxa natural de juros e que se gere assim a poupança necessária para a viabilização do esforço pretendido de investimentos.

A visão clássica da relação entre investimento e poupança e do papel da taxa de juros foi desafiada frontalmente por Keynes. Na visão deste, poupança é antes o resultado que o pré-requisito para o investimento. Segundo Keynes, em economias modernas, organizadas de forma empresarial, o que será produzido, e quanto, é decidido de acordo com as expectativas de demanda que os empresários tenham. A escolha entre consumo e investimento seria geralmente feita *antes* do produto ser produzido, já que em economias industrializadas bens tem uso especializado segundo sua natureza, na maior parte dos casos. Não é possível escolher entre a utilização de uma máquina como bem de consumo ou de capital de acordo com a taxa de juros vigente no momento. A definição do produto é feita, segundo Keynes, antes que este seja efetivamente produzido. Por outro lado, nesta abordagem, uma vez que o investimento seja feito, a poupança emerge automaticamente, sob a forma de produto não-disponível para consumo (exceto no que se refere a um item minoritário da acumulação de capital, a variação de estoques). A economia poupa o que foi investido porque aquele montante de produto só foi produzido em resultado da demanda dos investidores.

Se não é excepcionalmente difícil mostrar que, para a economia como um todo, em termos reais, a poupança resulta do investimento e em valor exatamente igual, já que o investimento é a produção

de bens não-disponíveis para consumo, era certamente menos intuitiva a proposição de que isso ocorreria não importando qual fosse o comportamento dos poupadores. Keynes propôs que o principal elemento a explicar a decisão individual de poupar era a renda do indivíduo.⁸ A escolha entre consumo e poupança em sua visão era um problema complexo, envolvendo em particular dois elementos importantes: a influencia de variáveis sociais, determinantes de um dado nível de vida, e a da incerteza do futuro, que estimularia a adoção de precauções contra desenvolvimentos adversos. Poupança, em grande medida, seria o modo pelo qual o indivíduo se precaveria contra choques adversos no futuro e defenderia a continuidade de seu padrão de vida. Deste modo, esperava Keynes que o volume desejado de poupança dos indivíduos respondesse muito mais a variações de sua renda (proxy de seu nível de vida) do que a variações da taxa de juros.⁹

Para conciliar a idéia de que o investimento determina a poupança com a liberdade do indivíduo de decidir quanto poupar a partir de sua renda, Keynes criou o conceito de *multiplicador de renda*. Na sua forma mais fundamental, o multiplicador simplesmente responde à pergunta: o que ocorre se o valor do investimento efetivamente realizado for diferente da poupança que os consumidores desejam fazer? A resposta de Keynes é a de que a diferença entre os dois montantes se refletiria nos gastos dos consumidores. Por exemplo, suponha-se que o investimento seja superior à poupança desejada pelos indivíduos. A compra de bens de investimento gerou renda para as empresas produtoras desses bens. Como o investimento gera uma poupança igual a si mesmo, cada indivíduo, entre trabalhadores e empresários do setor, se veria com um montante de poupança maior que aquele que desejaria reter. Cada um deles disporia da poupança excessiva aumentando sua despesa de consumo, gerando renda agora no setor de bens de consumo. Os trabalhadores e empresários do

⁸ Keynes, na verdade, propôs que o principal determinante da decisão de consumir dos indivíduos fosse a renda. Como em seu modelo a economia era fechada e não havia governo, consumo e poupança eram complementares. Portanto, os determinantes da decisão de consumir são, naturalmente, também os determinantes da decisão de poupar.

⁹ Ainda que não se negasse que a taxa de juros jogaria um certo papel na decisão de consumir, especialmente através da relação com preços de ativos, Keynes minimizava a influencia da taxa de juros sobre a decisão de poupar, alegando que muitos poupadores acumulavam depósitos em bancos, que nada rendiam. Sua decisão não poderia depender, portanto, da taxa de juros.

setor de consumo agora se veriam com um excesso de renda nas mãos, e gastariam parte dela, poupando o restante (a poupança também cresce, porque sua renda cresceu). Isto se repetiria até que a renda gerada fosse suficientemente grande para que a poupança desejada a este nível aumentado de renda fosse exatamente igual ao investimento que deu origem a todo este processo de adaptação. As implicações desta concepção são tão evidentes quanto as da concepção clássica. Trata-se agora de impulsionar o investimento, porque este trará consigo a poupança necessária. Não importa qual seja a propensão a poupar da sociedade, na visão descrita o volume poupado será sempre igual ao investido. As políticas de crescimento devem ser dirigidas ao incremento dos investimentos, porque a poupança seguirá a este como uma sombra. Em particular, deve-se evitar aumentos de taxas de juros, porque os investimentos seriam reduzidos e a poupança cairia, mesmo que os poupadores estivessem dispostos a poupar mais do que antes.

Este raciocínio não se altera ao se considerar a poupança externa. Investimentos crescentes podem acarretar um aumento da dependência de poupança externa em duas circunstâncias. Na primeira, os investimentos são tão altos que superam a disposição do público a poupar mesmo quando a economia está operando a pleno emprego e capacidade. Neste caso, o produto nacional já não pode crescer para acomodar uma demanda crescente por investimentos sem ou reduzir o consumo interno ou apelar a poupança externa ou a uma combinação de ambos. Nesse caso, a economia operaria como na visão clássica, mesmo para Keynes e seus seguidores. Mas a poupança externa pode crescer mesmo antes que se atinja o pleno emprego. Na verdade, o que se chama de poupança externa é o déficit em transações correntes do país, isto é, o excesso de importações sobre exportações de bens e serviços desta economia. Este déficit pode crescer não apenas quando a demanda interna busca absorver um volume de produto maior do que o que pode ser produzido internamente ou trocado por exportações, mas também quando os preços relativos favorecerem a demanda por bens e serviços importados em detrimento dos produzidos domesticamente. Do

mesmo modo, a dependência da poupança externa, pelo menos enquanto não se enfrenta a barreira do pleno emprego, pode ser controlada pela manipulação dos preços relativos entre produção doméstica e externa, através da política de câmbio. Dependência de poupança externa, assim, pode refletir acabar por refletir mais uma moeda local sobrevalorizada do que necessariamente baixa propensão a poupar.

Finalmente, é preciso tomar cuidado para não extrair conclusões equivocadas deste raciocínio, sem dúvida contra-intuitivo. O argumento de que a disponibilidade de poupança não é um pré-requisito do investimento não implica dizer que é indiferente para a economia o comportamento do poupador. Keynes, na verdade, argumentou que se o *volume* de poupança não tem como ser uma fonte de dificuldades para o investimento, a *forma* em que ela existe pode muito bem sê-lo. Isto porque, em sua abordagem, empresas quando decidem investir necessitam apenas, em um primeiro momento, assegurar-se de que detem o dinheiro necessário para efetuar a compra dos bens que desejam. Este dinheiro pode ser conseguido de diversas formas, pela retenção de lucros, pelo endividamento junto a bancos, etc. Isto, no entanto, não é suficiente. A empresa precisa também assegurar-se, ou pelo menos ter expectativas razoavelmente firmes de que mais tarde poderão substituir estes meios temporários de financiamento por outros, mais adequados à longa vida dos ativos que estão adquirindo. É aqui que a poupança pode exercer um papel positivo na teoria de Keynes. O ato de poupar supõe que os poupadores tem como concretizar seus planos de conservação de sua renda não-consumida. É preciso que existam ativos que os poupadores possam adquirir para manter sua poupança. Esta é a fonte do funding dos investimentos das empresas. Se o público estiver disposto a emprestar dinheiro por prazos longos para as empresas, ou comprar os títulos que elas emitem, o problema está resolvido. Se o público recua ante os riscos representados por estes papéis, é preciso desenvolver um sistema financeiro que faça a ponte adequada entre empresas e poupadores. Assim, a segunda implicação da teoria de Keynes do investimento e da poupança é que o estímulo ao

investimento deve vir acompanhado de um esforço de modernização institucional que permita criar um sistema financeiro à altura das necessidades da economia, promovendo a conciliação entre os demandantes últimos de ativos (poupadores) e os ofertantes últimos (as empresas).

A maioria dos trabalhos desenvolvidos na tradição clássica com relação à operação do sistema financeiro desenvolve seus argumentos em um grau elevado de abstração, desprezando, via de regra, aspectos institucionais. A teoria keynesiana, ao contrário, dá um grande peso explícito a tais aspectos, à medida em que sejam cruciais para conciliar os planos de demandantes e ofertantes de ativos. No corpo do capítulo, seguiu-se a tradição keynesiana de atribuição de ênfase necessidade de desenvolver estruturas mais voltadas para o favorecimento do investimento que da poupança em si. No entanto, foram discutidos também canais de poupança financeira, seja porque eles afetam a decisão de investir, nos termos descritos, seja porque é um objetivo central deste trabalho discutir formas de inclusão no mercado financeiro de camadas da população até agora largamente excluídas dele. Nesse sentido, a validade da análise e das propostas feitas, espera-se, não depende diretamente da aceitação das premissas discutidas nesta seção.